

ROCTOOL

JOUER LES GRANDES MARQUES ET LA CHINE

LES TROIS POINTS CLES DE L'ETUDE :

- Une innovation **technologique** forte et reconnue mondialement dans le moulage pour les industriels des composites et du plastique
- Un plan prévisionnel porté notamment par une stratégie pertinente de **remontée de la chaîne de valeur** auprès des marques et la nouvelle implantation en Chine
- Un **potentiel de valorisation supérieur à 25%**

Données sur l'action

Secteur	Outilsage industriel
Marché	Euronext Growth
Mnémonique	ALROC
Cours	7,90 €
Valorisation fondamentale par action	10,00 €
Potentiel	26,6%
Capitalisation	26,5 M€
Capitalisation fully diluted	29,6 M€
Evolution du cours de bourse sur 1 an	25,60%

Actionariat

NextStage AM	19,3%
A Plus Finance	15,6%
Siparex	11,0%
Flex	11,0%
Salariés	1,7%
Flottant	3,5%

K€ (31/12)	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	6 375,4	7 533,0	10 086,8	14 637,2
Var	48%	18%	34%	45%
Résultat d'exploitation	-3,4	-715,7	-733,4	327,6
Marge op. (%)	-0,1%	-9,5%	-7,3%	2,2%
RN	-100,5	-715,7	-733,4	327,6
Marge nette (%)	-1,6%	-9,5%	-7,3%	2,2%
BNPA	0,0	-0,2	-0,2	0,1
Var. BNA (%)	ns	ns	ns	ns
Dividende net	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VE/CA		3,2	2,6	1,8
VE/REX (x)		ns	ns	80,5
PER (x)		ns	ns	80,8
Dette fin. nette	810,8	-2 632,2	-728,4	-78,5
Gearing (%)	36%	-39%	-12%	-1%

Prochain événement : Chiffre d'affaires annuel - Février 2018

Evolution du cours de bourse sur 5 ans (source Euronext)



Christel Clème

christel@clemeffinance.com | +33(0)6 69 46 12 64

Spécialisé dans les technologies innovantes de moulage pour matériaux composites et plastiques, Roctool a su depuis sa création en 2000 faire évoluer son modèle économique et son offre pour vendre son dispositif au plus grand nombre d'industriels. Fort de 50 salariés et de 4 filiales à l'international, Roctool est en ordre de marche pour finaliser sa mutation vers une **offre intégrée à destination des sous-traitants manufacturiers mais aussi des grandes marques mondiales** via une stratégie très pertinente de remontée de la chaîne de valeur (pour être en amont de la conception d'un produit). Le groupe veut **devenir le partenaire privilégié des multinationales** présentes sur ses secteurs de prédilection : automobile, électronique, biens de consommation ; secteurs demandeurs des innovations de fabrication et des réductions de coûts permises par les dispositifs de Roctool. Bénéficiant d'un **portefeuille renommé et fidèle de clients et partenaires** (Flex – entre autres actionnaire industriel de renom de la Société-, Plastivaloire, Ju Teng, Dedienn Multiplasturgy), d'une expertise technologique sans cesse approfondie, **Roctool a réalisé une levée de fonds de 5,5 M€ en début d'année pour accompagner son expansion en misant notamment sur la Chine et un déploiement marketing et commercial accéléré.**

Les investissements attendus sur les deux années à venir devraient peser sur la rentabilité ; puis avec la progression des ventes aux grandes marques et à l'international, **la marge d'exploitation atteindrait 12% à horizon 2021 après un équilibre que nous estimons possible fin 2019.** Marqué par un faible flottant, le titre **paraît peu valorisé eu égard à sa technologie et au potentiel de résultat. Nos travaux aboutissent à une valeur de 10 € par action**, sachant que tout accord significatif avec des grandes marques ou avancée des ventes en Chine permettrait une diminution de la prime de risque sur le titre et une revalorisation de notre évaluation.

AVERTISSEMENTS IMPORTANTS

Responsabilité pour la présente publication

La présente publication a été préparée sous la seule responsabilité de CLEME Finance, Conseiller en Investissement Financier (CIF), membre de l'ACIFTE, association agréée par l'AMF, enregistré auprès de l'ORIAS sous le numéro n° 16003976.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 327-2 à 327-5 et 315-1 à 315-11 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

Destinataires

La présente publication est exclusivement destinée aux « Contreparties Eligibles » ou aux « Clients Professionnels ». Elle n'est pas destinée à être distribuée ou transmise, directement ou indirectement, aux « Clients de Détail ».

Absence de conseil en investissement

La présente publication a été produite uniquement à titre informatif et ne constitue pas un conseil en investissement étant donné qu'elle a été préparée sans avoir égard à la situation financière, patrimoniale, ou à toute autre circonstance personnelle, des personnes qui la recevront.

Absence d'offre d'achat ou de vente d'instruments financiers

La présente publication ne constitue pas une offre ou une incitation à acheter ou vendre les instruments financiers y mentionnés.

Fiabilité de l'information

Toutes les précautions ont été prises par CLEME Finance pour s'assurer que les informations contenues dans la présente publication proviennent de sources considérées comme fiables. Toutes les opinions, estimations et projections reprises dans cette publication sont celles de CLEME Finance à la présente date et peuvent être revues sans avis préalable. CLEME FINANCE s'est forgée sa propre opinion sur la base d'informations recueillies aux meilleures sources, sans que toutefois cette dernière ne garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence, la fiabilité ou l'exhaustivité de ces informations. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. CLEME FINANCE précise en outre que ces analyses ont été réalisées sur pièce et qu'elle ne s'est pas rendue sur place pour visiter l'ensemble des différents sites de production.

Exonération de responsabilité

CLEME Finance n'est pas responsable de tout dommage qui pourrait résulter du caractère incorrect ou incomplet de la présente publication. CLEME Finance n'est pas non plus responsable des décisions d'investissement, de quelle que nature qu'elles soient, prises par les utilisateurs de cette publication sur la base de celle-ci.

Communication et diffusion de cette publication

La société CLEME FINANCE a conclu avec la société un contrat pour réaliser une étude, laquelle a été transmise, préalablement à sa publication, à l'émetteur des titres financiers auquel il se rapporte. Ce document ou une partie de celui-ci ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans l'accord préalable et écrit de CLEME Finance.

Mise en garde sur la performance

Les investisseurs doivent noter que tout revenu provenant des instruments financiers peut fluctuer et que les cours peuvent augmenter ou baisser. Les performances passées et simulées ne garantissent pas les performances futures.

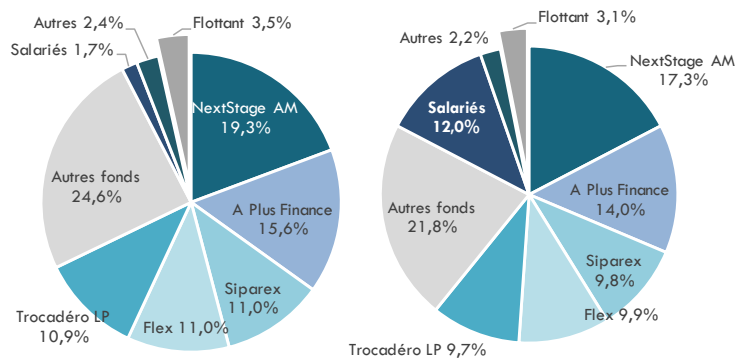
Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci 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 la publication. Elle ne saurait être distribuée ou communiquée, 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 cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

ROCTOOL en quelques points

Fiche d'identité

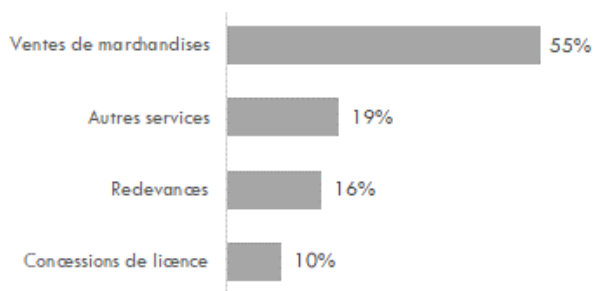
Date de création : 27/10/2000
 Activité : Conception et développement de dispositifs innovants de moulage de matériaux (composites, plastiques, métal...)
 Siège social : 34, allée du lac d'Aiguebelette – 73370 Le Bourget
 Site internet : www.roctool.com
 RCS : 433 278 363
 Forme sociale : SA à conseil d'administration
 Président : Jean-Marie Demeautis
 Directeur Général : Mathieu Boulanger
 Effectif : 49 à fin 2016
 Nb d'actions : 3 350 382 (3 743 030 fully diluted)

Actionnariat actuel et fully diluted (source Roctool)



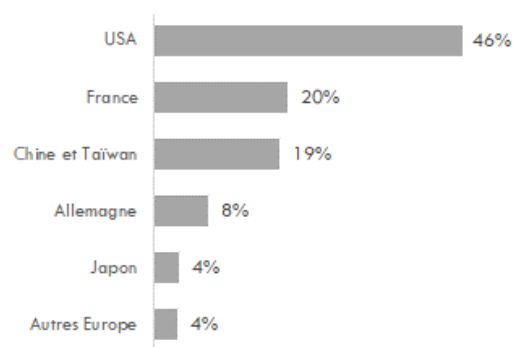
Répartition 2016 des ventes par nature

(source Roctool)



Répartition 2016 des ventes par zone

(source Roctool)



Analyse SWOT

Forces

- Management dynamique
- Portefeuille de brevets dense
- Innovation technologique reconnue par un portefeuille clients de renom et la présence au capital d'un industriel expert (Flex)
- Internationalisation avancée
- Trésorerie importante

Faiblesses

- Poids du passé (changement de management et de stratégie)
- Développement commercial généralement à cycle long s'agissant d'équipements de production

Opportunités

- Accéder aux grandes marques pour participer au design produit
- Besoin d'innovation des marchés sous-jacents et de baisse des coûts de process
- Nouveaux segments (emballage, aéronautique), nouveaux pays (Chine) et nouveaux matériaux (métal)

Risques

- Concurrence accrue sur les marchés ciblés par le groupe
- Pression sur les prix
- Frilosité des grandes marques sur tout changement de mode de production
- Perte d'un gros client
- Substitution matières ou technologie

Table des matières

I.	DES MARCHES DE L'INJECTION PLASTIQUE ET DES COMPOSITES EN DEMANDE D'INNOVATION	5
I.1.	L'injection plastique	5
I.2.	Les composites	6
I.3.	Des secteurs sous-jacents en demande d'innovation	8
II.	L'OFFRE ROCTOOL : UNE TECHNOLOGIE EPROUVEE ET EN DEVELOPPEMENT CONTINU	13
II.1	Quatre procédés technologiques validés répondant aux attentes des grands donneurs d'ordre	14
▪	Le Cage System [®]	15
▪	Le 3iTech [®]	15
▪	Light Induction Tooling [®]	16
▪	IDH [®] (Induction Dual Heating)	16
▪	HD Plastics	17
II.2	Une expertise technologique protégée	17
II.3	Des axes d'innovation complémentaires déjà bien identifiés	17
II.4	Une concurrence multiple	18
III.	UNE SOCIETE EN ORDRE DE MARCHÉ POUR CAPTER LA CROISSANCE	21
III.1.	Une histoire riche et une organisation internationale	21
III.2.	Une stratégie commerciale et un modèle économique réorientés vers plus d'efficacité	24
III.3.	Un portefeuille de clients renommés	27
III.4.	Des résultats 2014/2016 marqués par le changement de modèle économique	29
IV.	UNE STRATEGIE PORTEE PAR LES MARQUES ET L'INTERNATIONAL	33
IV.1.	Une stratégie ambitieuse	33
IV.2.	Le plan d'affaires retenu pour 2017-2021	33
▪	Un chiffre d'affaires multiplié par 4,5 entre 2016 et 2021	33
▪	Une marge en redressement dès 2019 après deux années d'investissement	34
▪	Une structure financière solide	36
V.	VALORISATION	37
V.1.	L'approche par les comparables boursiers	37
V.2.	La méthode des Discounted Cash Flow	38
V.3.	Synthèse	39

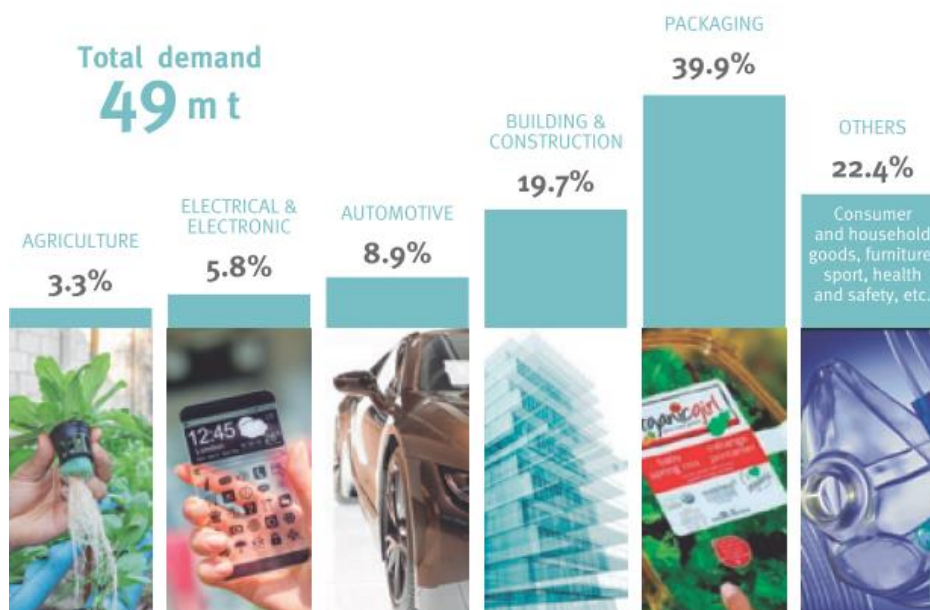
I. DES MARCHES DE L'INJECTION PLASTIQUE ET DES COMPOSITES EN DEMANDE D'INNOVATION

Créé en 2000, Roctool a mis au point puis sans cesse amélioré un procédé de fabrication totalement innovant adapté aux marchés de l'injection plastique et des composites. Ces industries d'envergure mondiale sont caractérisées par une croissance de leurs principaux débouchés et/ou une demande d'innovation et de réduction de coûts.

I.1. L'injection plastique

L'injection plastique représente un marché mondial supérieur à 1 000 Mds € centrés sur l'intérieur automobile, la cosmétique, le luxe, l'électronique... L'injection plastique est une industrie de pointe avec des temps de cycle déjà courts et qui répond à des exigences qualitatives (design notamment). A titre d'information, l'industrie européenne du plastique représente 340 Mds € de chiffre d'affaires en 2015¹ avec une demande centrée sur le packaging, la construction et l'automobile et électronique. Au niveau mondial, la production de plastique atteint 269 million de tonnes (thermoplastiques et polyuréthanes) dont 28% en Chine, 18,5% en Europe et 18,5% en Amérique du Nord. La demande est essentiellement tirée par les pays émergents.

Demande de plastique en Europe par segment



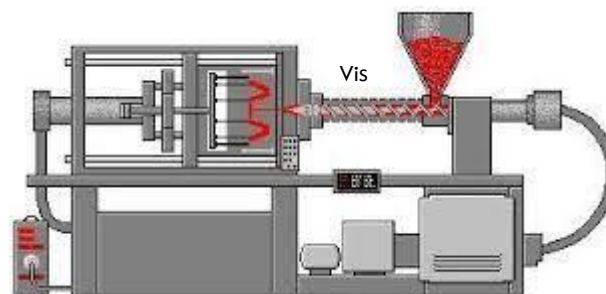
Source : PlasticsEurope

¹ Source : plasticseurope.org

Les thermoplastiques désignent une matière qui se ramollit à partir d'une certaine température et qui, en-dessous, redevient dure. Plusieurs thermoplastiques sont usuellement utilisés dans l'industrie : les polyesters thermoplastiques, le polyphénylène oxyde, les polyamides, les polycarbonates...

Ces matières sont traditionnellement moulées par un procédé d'injection qui consiste à ramollir par la chaleur et via la « vis » la matière thermoplastique puis à l'injecter dans un moule froid sous forte pression. Au contact des parois froides, la matière se solidifie en forme et l'objet peut être démoulé, sachant que le moule froid crée parfois des problèmes d'aspect et de remplissage en fonction des pièces.

L'injection plastique



Source : Site OPMM

I.2. Les composites

Les composites prennent le pas sur un nombre croissant de matériaux en raison notamment de leur légèreté et de leur résistance. Trois secteurs principaux représentent 2/3 des ventes du secteur : le transport (terrestre ou ferroviaire), le bâtiment et l'aérospatial. L'arrivée massive des composites dans les nouveaux appareils (Boeing 787 et Airbus 350) a permis au secteur aéronautique et spatial de fortement progresser. Le marché mondial des matériaux composites représentait 62 milliards d'euros en 2009 dont 40 % en Amérique du Nord, 31 % en Europe et 29 % en Asie².

Le matériau composite est un assemblage de deux matériaux :

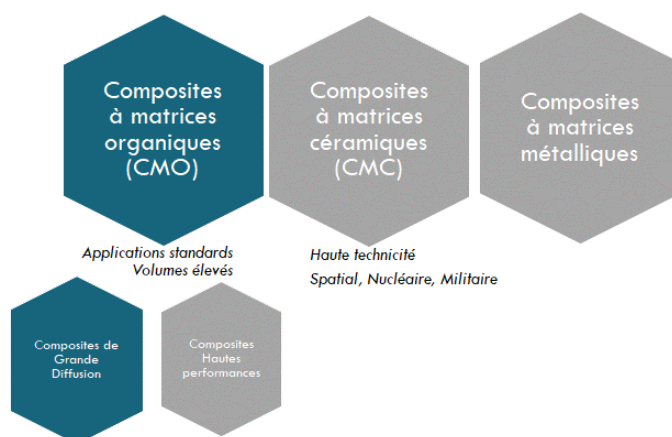
- Une ossature appelée renfort servant d'armature et qui assure la tenue mécanique (résistance), le plus souvent il s'agit de fibre minérale ou organique ;
- Une protection appelée matrice qui est généralement une matière plastique (résine thermoplastique ou thermodurcissable).

Ces deux matériaux une fois assemblés reçoivent des additifs tels des pigments de coloration, des agents anti-UV pour améliorer leurs propriétés.

² Source : JEC

Il existe plusieurs types de composites : Roctool a fait le choix de se focaliser sur les Composites à Matrices Organiques, les plus répandus en termes d'application mais son dispositif s'adapte aux trois familles de produits.

Les familles de composites et le segment d'intervention de Roctool (en bleu)

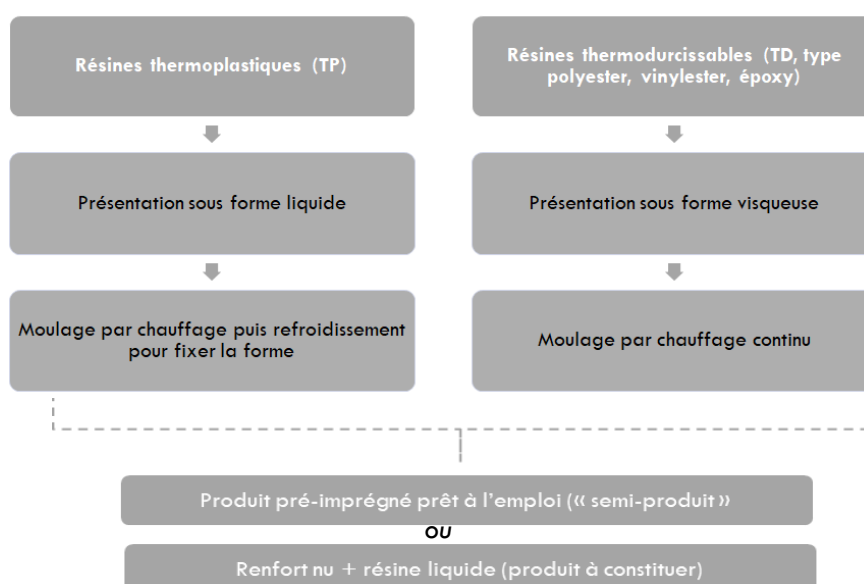


Source : Roctool

Trois types de *renforts* co-existent : fibre de verre, fibre de carbone, fibre d'aramide (kevlar). Il existe également des fibres naturelles. Les fibres de verre sont les plus couramment utilisées pour les produits de grande diffusion. Les textures utilisées sont différentes selon les performances recherchées (unidirectionnelle, non tissée, tissée ou tressée).

Deux grandes familles de *matrices* sont utilisées : Roctool intervient principalement sur les résines thermoplastiques avec des « semi-produits » (la résine a été déposée sur le renfort).

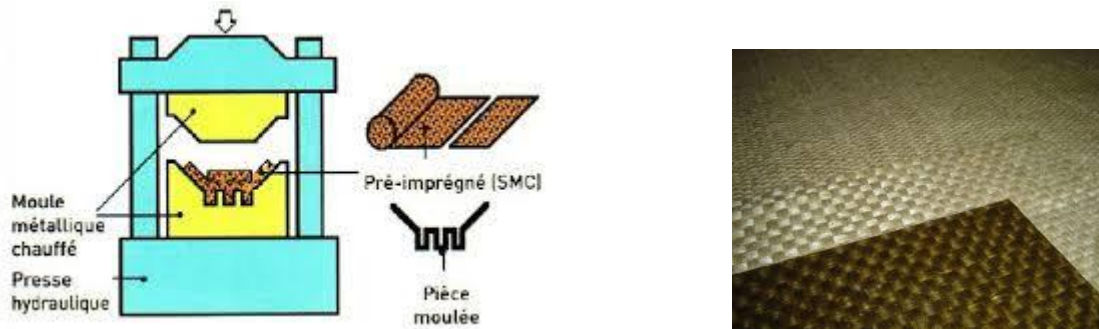
Les familles de matrices de composites



Source : Roctool

Le procédé de transformation classique consiste à prendre le semi-produit thermodurcissable, à le presser entre deux moules métalliques chauffés (procédé Sheet Molding Compound) : ce procédé représente 35% des composites transformés en France et 12% en Europe.

La thermocompression conventionnelle à partir de semi-produit

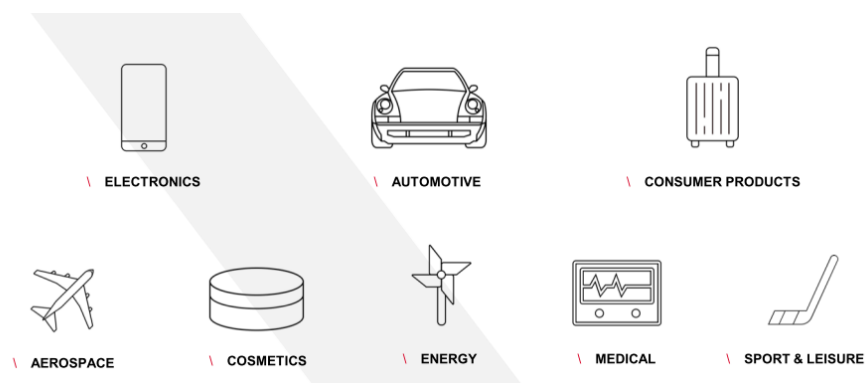


Source : Site internet Mécastyle

1.3. Des secteurs sous-jacents en demande d'innovation

Les produits issus de l'injection plastique et des composites représentent une palette large d'applications. La technologie de Roctool est particulièrement adaptée aux secteurs suivants :

Les segments de marché visés par Roctool



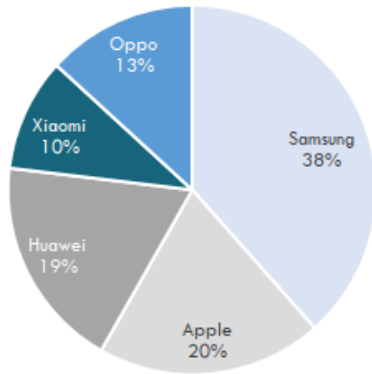
Source : Roctool

Ces secteurs sont globalement demandeurs des innovations en termes de design et d'économies de coûts, que peut leur apporter la technologie de Roctool (cf chap II). Les zones de production sont majoritairement asiatiques ce qui conforte la stratégie d'implantation choisie par Roctool et notamment la dernière décision d'investir en Chine.

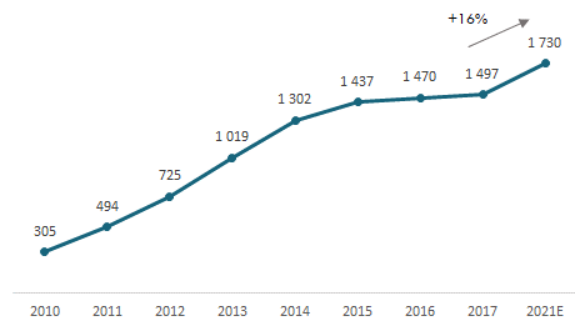
○ Le marché des téléphones portables :

Ce marché se caractérise par une évolution favorable des volumes portés par les pays émergents (+16% attendus entre 2017 et 2021 selon IDC) avec des acteurs en recherche continue d'innovation produits. Les zones de production sont majoritairement en Asie.

Parts de marché des constructeurs (Q2 2017)



Evolution des ventes de smartphones en M d'unités

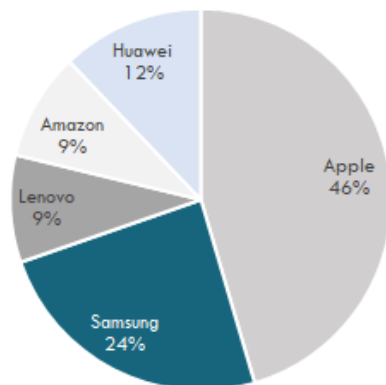


Source : IDC via ZDNet

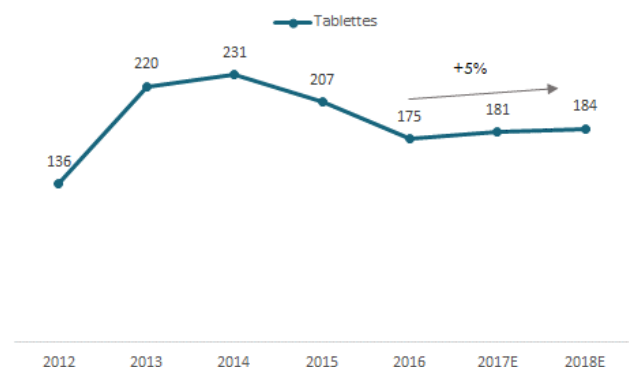
○ Le marché des tablettes

Sur les tablettes, une croissance modérée est attendu compte tenu de la base déjà installée et d'une forte prédominance dans les pays matures (+5% estimé entre 2016 et 2018 selon IDC). Les acteurs sont en recherche d'innovation et de baisse des coûts. Les zones de production sont majoritairement en Asie.

Parts de marché des constructeurs (Q2 2017)



Evolution des ventes de tablettes en M d'unités

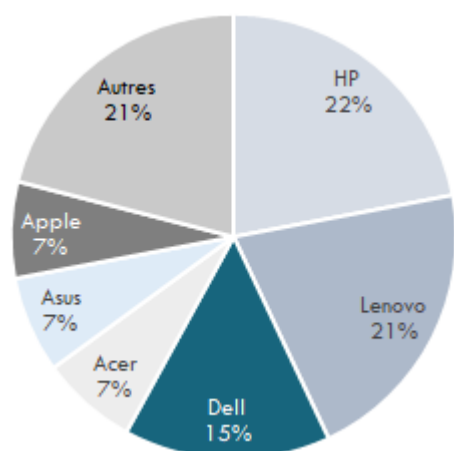


Source : IDC via ZDNet

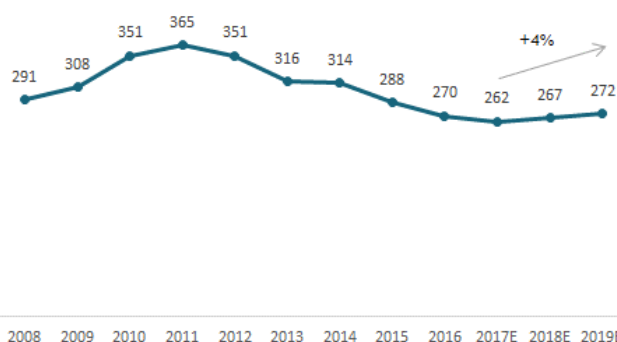
o Le marché des PC

Selon Gartner, après plusieurs années de baisses, les livraisons mondiales de PC devraient se stabiliser (plutôt que croître) en raison du fort repli des achats de PC traditionnels. Les consommateurs leur préfèrent en effet d'autres terminaux comme les tablettes ou les ultraportables et nombreux sont ceux qui n'utilisent plus le PC que rarement. Les acheteurs conservent donc plus longtemps leur équipement et, faute d'innovation de rupture sur le marché, ils n'éprouvent pas le désir de s'équiper de nouveaux ordinateurs. Les zones de production sont majoritairement en Asie. A noter que Roctool intervient essentiellement sur les ultraportables.

Parts de marché des constructeurs (Q2 2017)

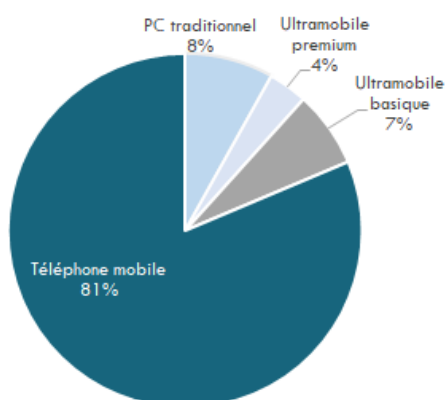


Evolution des ventes de PC y compris ultraportables

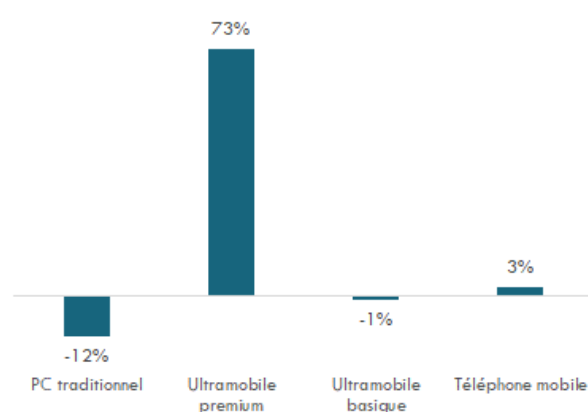


Source : Gartner via ZDNet

Part de marché par terminaux



Evolution des ventes de terminaux sur 2016/2019

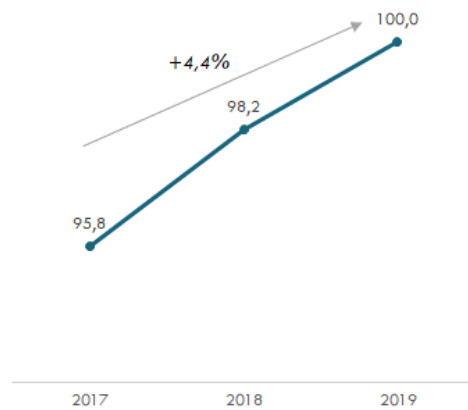


Source : Gartner via ZDNet

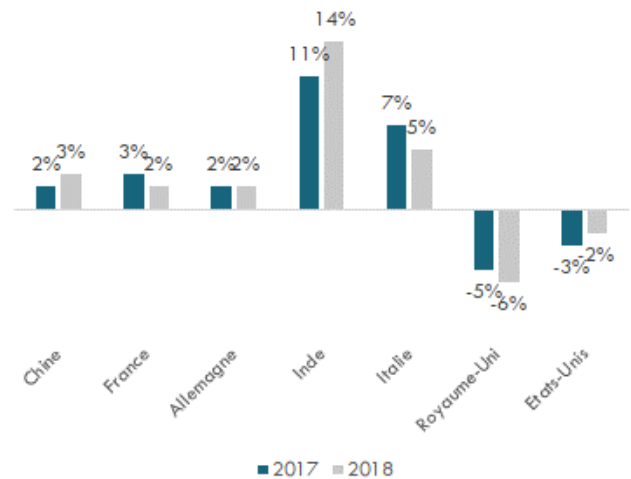
o Le marché automobile

Le marché mondial automobile est porté par la demande dans les pays émergents (Inde notamment) mais aussi en Europe. Les zones de production principales sont en Asie (Chine, Japon, Corée du Sud), loin devant les Etats-Unis et l'Europe.

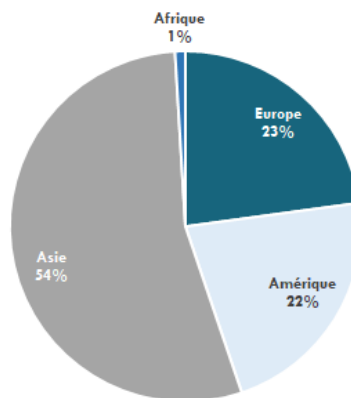
Ventes de véhicules neufs dans le monde



Ventes de véhicules neufs par pays



Production de véhicules par zone (2016)

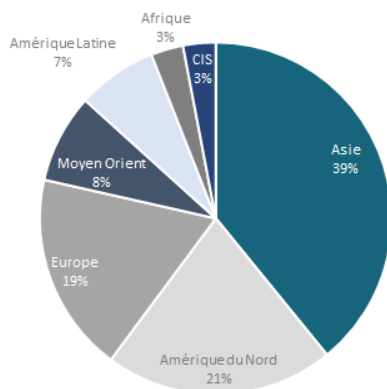


Source : OICA et Eulerhermès

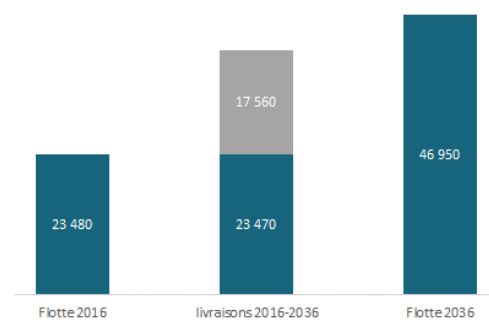
o Le marché aéronautique

Le marché aéronautique est éminemment porteur : Boeing anticipe un doublement de la flotte sur les 20 prochaines années grâce notamment à la croissance du trafic mondial dans les pays asiatiques. Les zones de production sont essentiellement européennes ou américaines.

Prévisions de livraisons d'avions par zone géographique entre 2016 et 2036



Prévisions de flotte au niveau mondial d'ici 2036

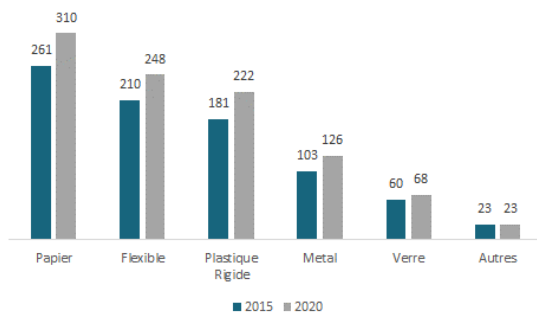


Source : Boeing

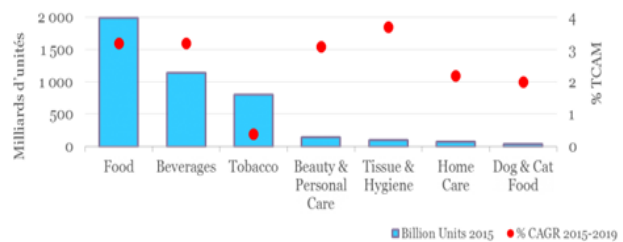
- Le marché de l'emballage et des cosmétiques

Le marché mondial de l'emballage est estimé à 839 Mds \$ en 2015 et pourrait croître à un rythme de 5% sur les 10 prochaines années grâce aux pays émergents. Partagé entre cinq grandes familles de matériaux : plastiques, papier-carton, verre, métal, bois (le textile restant marginal), le marché mondial des emballages profite depuis plusieurs années aux matières plastiques rigides et aux matériaux souples/flexibles.

Evolution du marché de l'emballage par matière



Marché mondial des emballages par secteur en 2015 et taux de croissance pour 2019



Source : All4pack et Euromonitor International

Sur ce marché global, les cosmétiques sont en croissance importante avec la tendance à la « premiumisation » des produits (notamment anti-âge) dans les pays développés avec des packaging qui deviennent plus innovants et coûteux tandis qu'une croissance forte est attendue dans les marchés émergents et en développement, où la demande des consommateurs pour des produits cosmétiques non essentiels s'accroît³. Ce marché représente environ 25 Mds \$.

³ Source : Visiongain

II. L'OFFRE ROCTOOL : UNE TECHNOLOGIE EPROUVEE ET EN DEVELOPPEMENT CONTINU

Roctool intervient dans le domaine du « Heat & Cool ». Ce procédé consiste en un chauffage puis un refroidissement rapide de la matière dans un moule pour fabriquer des pièces en plastique ou composites. Roctool dispose à ce jour d'une offre technologique éprouvée et installée sur plus d'une centaine de sites (250 générateurs), avec quatre grands dispositifs :

- Le Cage System ® : système de chauffe autour du moule (2004),
- Le 3iTech ® : système de chauffe intégré au moule (2005),
- Light Induction Tooling ® : système de chauffe "out of autoclave" pour les grandes pièces (2016),
- IDH : système combinant la compression pour les composites et l'injection plastique (2016).

D'autres développements sont en cours sur d'autres matériaux (métal...) et d'autres procédés.

D'un point de vue général, **les technologies « Heat & Cool » se veulent des modes de substitution aux procédés classiques de chauffage et représenterait environ 1 à 2% du marché⁴**. A l'heure actuelle, la méthode traditionnelle consiste généralement à :

- chauffer la matière puis la faire passer dans un moule froid dans le cas des plastiques ; ce système ne donne aucune agilité sur la matière qui nécessite souvent des opérations secondaires d'aspect et de finition ;
- chauffer le moule dans son intégralité pour les composites et laisser matière refroidir, ce qui induit des temps de cycles longs et des coûts importants.

Les principaux attraits du Heat & Cool sont donc les suivants :

- Amélioration de la qualité de la surface (pas de ligne de soudure) pour un design fin des produits ;
- Réduction des opérations secondaires et de décoration nécessaires à un rendu de qualité soit une baisse des coûts matière sur les produits fabriqués.
- Réduction des temps de cycle permettant des gains de temps et des économies pour les industriels (cas des composites essentiellement) ;
- Baisse des coûts énergétiques par l'utilisation d'un mode optimal de chauffe ;

Pour la technologie mise en avant par Roctool, ces éléments se matérialisent par :

- **Une vitesse de chauffe extrêmement rapide (25°C/seconde) pour réduire au maximum les temps de cycle,**
- **Une atteinte de température très élevée (jusqu'à 1000°C) pour viser tous les matériaux,**
- **Des énergies de coûts importantes (jusqu'à 40% sur les autres méthodes de Heat & Cool) notamment sur les dépenses énergétiques et d'additifs,**

⁴ Source Société

- Des performances adaptées à tout process.

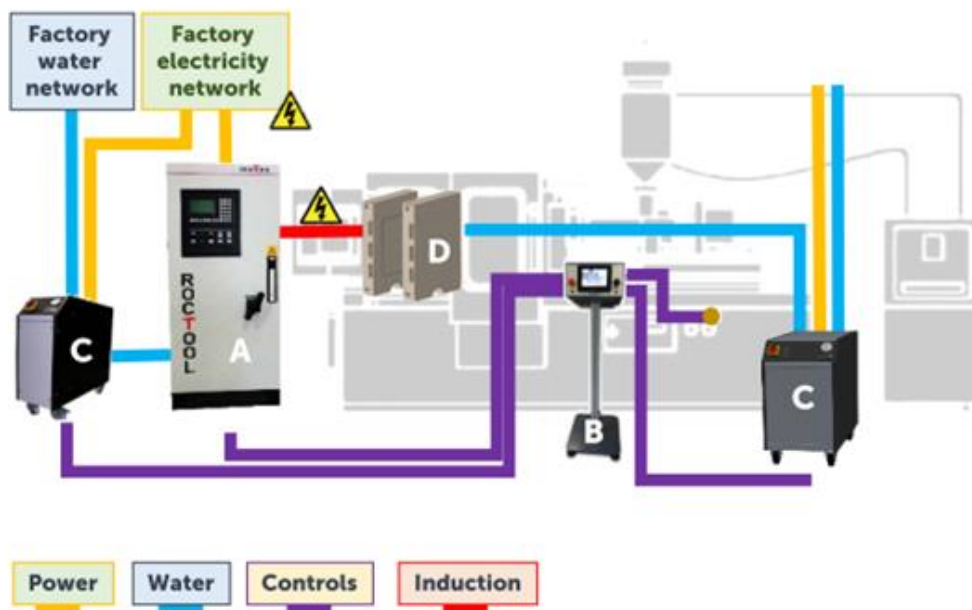
L'ensemble de ces éléments justifie la pénétration régulière de ce dispositif dans les méthodes de fabrication -quoique encore faible, 250 générateurs Roctool sur un parc de plus de 50 000 machines selon le management- et la technologie de Roctool nous paraît extrêmement bien positionnée (cf II.4).

II.1 Quatre procédés technologiques validés répondant aux attentes des grands donneurs d'ordre

Roctool vend à la fois du matériel (système de chauffe et de refroidissement, matériel d'outillage dans le moule dont les inducteurs) et des services (ingénierie, installation et SAV). Son dispositif se veut « plug and play » : le constructeur n'a pas à refaire tout son investissement, le dispositif Roctool s'adapte au matériel (notamment la presse) en place.

Schéma d'installation classique d'un dispositif Roctool

(ici il s'agit d'une injection plastique)



Source : Roctool

Le schéma ci-dessus décrit l'installation type réalisée :

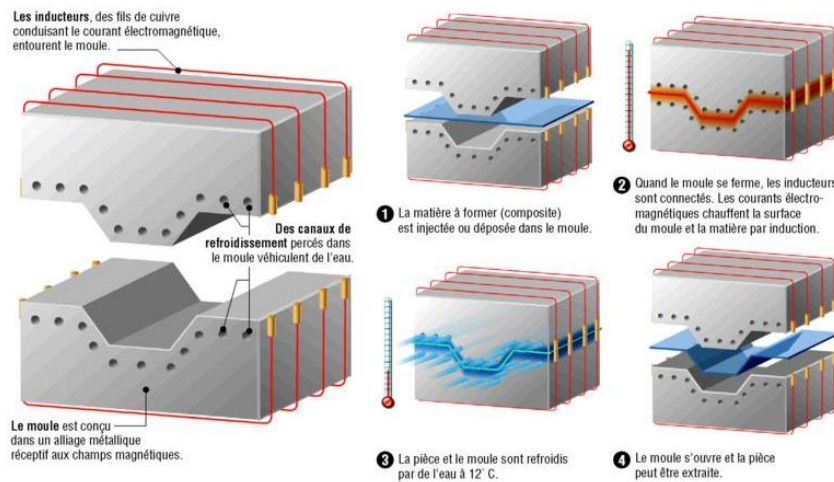
- En gris : le matériel du client déjà disponible, notamment la presse, qu'il n'y a pas à modifier ;
- Le système de chauffe Roctool est composé d'un générateur (A), d'une unité de contrôle (B) et d'un refroidisseur (C, fonctionnant avec de l'eau) ; le moule intègre des inducteurs spécifiques paramétrés par Roctool en fonction de la pièce à réaliser ;
- Roctool vend des prestations de services à ces installations : études de simulation et test, ingénierie thermique, design assisté par ordinateur ; SAV et leasing de produits ; installation.

■ Le Cage System®

Il s'agit du procédé historique du groupe. Le chauffage est réalisé par induction en faisant circuler un courant électrique à la surface de l'outillage en plaçant des inducteurs *autour* du moule. Seule une faible épaisseur du moule est chauffée (celle en contact avec la matière) et non tout le moule (cas des technologies conventionnelles). La surface du moule passe ainsi de 20°C à 400°C en quelques dizaines de secondes, ce qui raccourcit le temps de chauffe et la facture énergétique. Ce système est à ce jour rarement utilisé.

La technologie Cage System

Induction externe



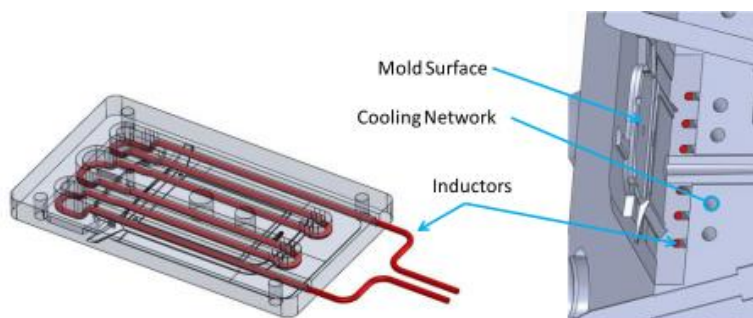
Source : Société, les Echos

■ Le 3iTech®

La technologie 3iTech se distingue du Cage System par le positionnement des inducteurs. Ici, ils n'entourent pas le moule mais sont placés dans le moule après usinage. Il s'agit du procédé le plus utilisé par les clients de Roctool.

La technologie 3iTech

Induction interne



Source : Roctool

Exemple de pièces réalisées



Source : Roctool

▪ Light Induction Tooling®

Roctool a lancé LIT™ (Light Induction Tooling), une solution clé en main qui élimine le recours à des équipements d'investissement coûteux tels que les autoclaves et les presses à mouler par compression pour les pièces de grande dimension. Ce procédé utilise un outillage à coquille avec chauffage par induction qui permet d'avoir de grandes rampes de chauffage et de refroidissement tout en maintenant une uniformité de température élevée sur la surface du moule. Le dépassement des performances aéronautiques et automobiles ainsi que de très grandes capacités de taille de moule devrait permettre à cette solution de fortement progresser.

La technologie LIT (la presse et exemple de capot réalisé)



Source : Roctool

▪ IDH® (Induction Dual Heating)

Ce procédé est une combinaison du moulage composite avec l'injection plastique dans un seul dispositif complètement automatisé. Il est possible de passer des matières premières au produit fini avec décoration en 60 secondes. L'idée est d'allier la force du composite avec le design offert par le plastique.

Presse IDH et exemple de pièce « hybride » réalisée



Source : Roctool

▪ HD Plastics

Roctool a par ailleurs amélioré son système pour obtenir un autre niveau de qualité pour les pièces en plastique : le « High Definition Plastics™ ». Avec la technologie de moulage à haute température, la qualité obtenue garantit aux concepteurs des produits des pièces à la finition optimale, avec des possibilités de brillance et de texture très précises. C'est notamment dans ce cadre que Roctool collabore avec Krauss Maffei (fabricant allemand de presse / injection plastique) en vue de commercialiser la solution HD Plastics.

En synthèse, voici quelques exemples de produits fabriqués sachant qu'à ce jour **plus d'une centaine d'installations fonctionnent avec un ou plusieurs dispositifs Roctool dans le monde.**



Source : Roctool

II.2 Une expertise technologique protégée

La protection de la propriété intellectuelle est un enjeu majeur pour Roctool qui a déposé 21 familles de brevets dans 23 pays (soit près d'une centaine de brevets) dont les premiers tombent dans le domaine public en 2025.

La difficulté de mise en œuvre du process et l'expertise acquise par Roctool sur plus de 15 ans constituent néanmoins la meilleure protection contre une copie.

II.3 Des axes d'innovation complémentaires déjà bien identifiés

Les axes de développement et d'innovation envisagés sont nombreux et justifient pour partie la levée de fonds réalisée au printemps 2017 :

- Améliorer les technologies existantes :
 - sur les composites, l'idée est d'industrialiser encore le procédé, d'étendre les applications possibles ;
 - dans l'injection plastique : une maîtrise technique complémentaire et la création d'une base de données des tests (« database HD Plastics ») pour gagner en efficacité ;

- sur les inducteurs : des recherches sont réalisées pour améliorer encore leurs performances ;
- Evaluer le potentiel de nouveaux matériaux :
 - Des travaux de recherche sont en cours sur le métal.
 - L'enjeu est d'appliquer la technologie Roctool aux alliages les plus classiques (sachant que les températures sont plus élevées que sur le plastique) ; des travaux sont en cours avec un grand sous-traitant taïwanais ;
 - Une collaboration avec une société américaine a été également lancée sur la base d'un métal liquide injectable comme le plastique (métal amorphe avec des caractéristiques mécaniques uniques) ;
- Rechercher de nouveaux procédés :
 - L'idée est notamment d'utiliser la technologie Roctool sur des sujets de fabrication de bouteille en plastique pour l'emballage et la cosmétique : des améliorations importantes en matière de design et de réduction des coûts matières seraient déjà observées sur les premières études avec de grandes marques.

A noter que l'équipe de recherche de Roctool est à ce jour constituée de 24 ingénieurs répartis sur 4 grands départements et plusieurs pays :

- Dans l'injection (10 salariés) : Ingénierie (5 personnes en France et 1 à Taiwan), Process (2 en France, 1 aux USA, 1 en Allemagne) ;
- Sur les composites (4 salariés) : Ingénierie et Process (3 en France, 1 aux USA) ;
- Sur les systèmes : 6 personnes en France ;
- En Recherche et Innovation : 4 personnes en France.

Des recrutements sont prévus pour accompagner les projets en cours.

II.4 Une concurrence multiple

Deux catégories de concurrents co-existent :

- Les concurrents directs :
 - Le marché traditionnel qui ne recourt pas aux solutions de « Heat & Cool » mais utilise le « IML » (In-Mould Labelling) ou « IMD » (In Mould Decoration) ou la peinture pour donner l'aspect voulu aux formes réalisées ;
 - Les acteurs de la technologie « Heat & Cool » qui utilisent d'autres méthodes que l'induction et offrent parfois des prix inférieurs pour des performances souvent moindres également ;
- Les concurrents indirects :
 - Les fabricants de matières innovantes ne nécessitant pas de procédé évolué de moulage ;
 - Les nouvelles technologies de production se substituant au moulage actuel (type impression 3D) ;

- Tout procédé d'opérations secondaires d'ajout d'additif et de peinture réalisable à un coût moindre.

La direction de Roctool estime offrir le procédé le plus agile et adaptable et le moins consommateur en énergie ce qui selon nous est conforté par la qualité de son portefeuille clients (cf partie III.3.).

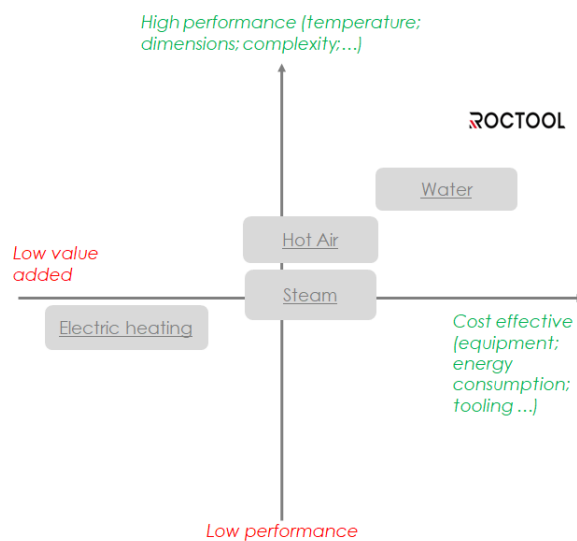
Les différentes voies du « Heat & Cool »

	RocTool solutions	PRESSURISED HOT WATER	STEAM	CERAMIC	ELECTRIC CARTRIDGES
HEATING SPEED	- Up to 25°C per sec.	- Up to 10°C per sec.	- Up to 10°C per sec.	- Up to 20°C per sec.	- Up to 6°C per sec.
MAXIMUM TEMPERATURE	- No limit	- 160°	- 180°	- None limit	- 350°C
ENERGY CONSUMPTION	- Low	- Average	- Average	- Average	- High
MORE THAN ONE TEMPERATURE IN THE SAME MOULD	✓	✗	✗	✗	✗
HEATING SURFACE	- One or two sides, 3D surfaces	- One side, flat surfaces	- One side, flat surfaces	- spot heating	- One or two sides, flat surfaces
MOULD SIZE	- 1 cm ² - several m ²	- Up to 0.5 m x 0.5 m	- Up to 0.5 m x 0.5 m	- Diameter 2.54	- Up to 0.5 m x 0.5 m









Source : Roctool

Quelques éléments sont présentés ci-après sur les différents acteurs du « Heat & Cool » : certains sont spécialistes, d'autres ont des palettes larges d'activités (comme des fabricants de presse à injection qui peuvent réfléchir sur ces thèmes). Peu de données sont disponibles sur la taille des différents acteurs.

Les différents acteurs du « Heat & Cool »



Source : Roctool

Entreprise	Pays	Descriptif
HEAT & COOL EAU		
	Allemagne	Fournisseur de technologies de refroidissement, de contrôle de température, de traitement de l'eau et de technologies de moules. Très large portefeuille annoncé de marques
	Allemagne (1968)	Intervient sur le marché des thermorégulateurs à eau et à huile pour l'industrie de la transformation du plastique et du moulage. Refroidissement par air ou eau. Température de 350 °C.
	Autriche (1948)	Injection plastique. Solution avec de l'eau chaude passant à travers un réseau de billes en heat & cool
HEAT & COOL HOT AIR		
	UK (2002)	Technologie brevetée "Production to Functional Specification" pour travailler avec des matériaux composites, à moindre coût. La gamme de produits inclut des solutions avancées de chauffage, refroidissement et de contrôle de processus. Elle fournit un « environnement de moulage digital » (par exemple la fibre de carbone pour les ailes d'avion, les thermoplastiques, les métaux et les verres jusqu'à 850° Celsius). Applications dans l'industrie de l'aéronautique, de l'automobile et des produits électroniques.
HEAT & COOL VAPEUR		
	Japon (1912)	Spécialiste des équipements pour la fabrication de pièces plastiques. Fabrication de contrôleur de température dans les moules
	Corée du Sud (1980)	Dispositif du moulage à canaux chaud (« hot runner systems »). CA 557 M\$
	Japon (1924)	Rapid Heat Cycle Molding avec chauffage du moule par vapeur, notamment pour les secteurs électroniques, montre, emballages...
HEAT & COOL ELECTRIQUE		
	Corée (1999)	Solution de chauffage E-MOLD par cartouche électrique, développée en Corée

Source : Sites internet des sociétés

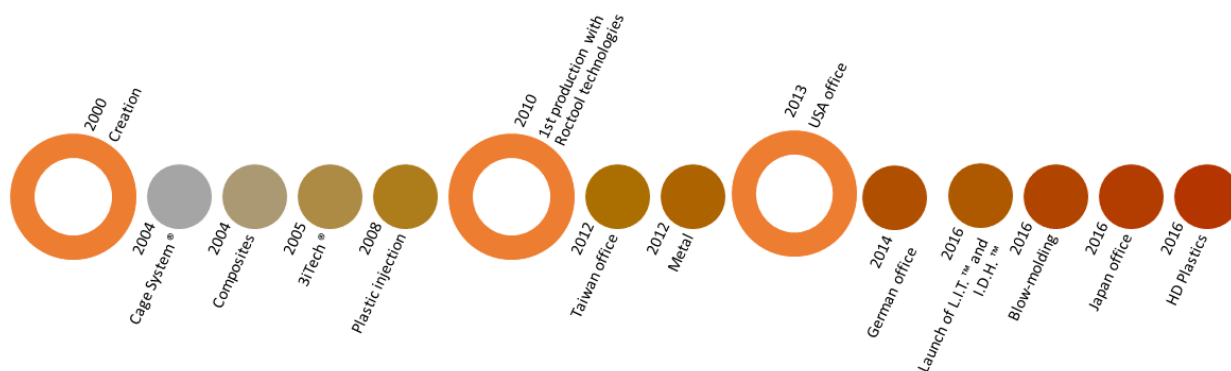
III. UNE SOCIETE EN ORDRE DE MARCHÉ POUR CAPTER LA CROISSANCE

III.1. Une histoire riche et une organisation internationale

Quelques dates clés

- 2000 : Création de l'entreprise par Alexandre Guichard
- 2004 et 2005 : Lancement du Cage System et du 3iTech
- 2008 : Inscription sur le Marché Libre devenu Euronext Access
- 2010-2016 : Expansion internationale
- 2013 : Placement privé de 3,6 M€ et transfert sur Alternext devenu Euronext Growth
- 2014 : Changement de direction générale et départ du fondateur ; création de la filiale américaine par Mathieu Boulanger
- 2015 : Entrée de Flex (anciennement Flextronics) au capital ; nomination de Mathieu Boulanger à la Direction Générale
- 2016 : Lancement du LIT et de l'IDH ; adoption d'une stratégie visant les marques
- 2017 : Augmentation de capital de 5,5 M€ pour poursuivre l'expansion internationale (notamment en Chine), accélérer la recherche et l'innovation et soutenir la montée en puissance commerciale et marketing.


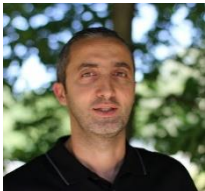

Historique des lancements de produits et des ouvertures de bureaux



Source : Roctool

Sur la période récente (2014/2015), le groupe a connu des changements de management et d'actionariat importants qui ont parfois créé des « à-coups » stratégiques. Depuis 2016, la stratégie s'est réorientée avec notamment la mise en avant des grandes marques et la volonté de remonter la chaîne de valeur du produit pour améliorer la pénétration du dispositif de Roctool.

L'équipe dirigeante est expérimentée, chacun ayant un parcours de spécialiste dans son domaine :

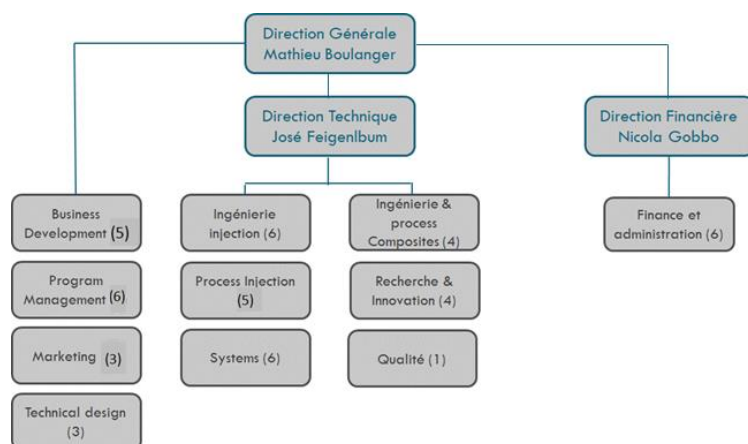
Mathieu Boulanger Directeur général 36 ans	José Feigenblum Directeur technique 43 ans	Nicola Gobbo Directeur financier 34 ans
		
École IPAG / sup de co Specialisation Marketing Licence Business Administration	DEA Mécanique Docteur en Génie des Procédés – Thèse avec la Snecma (maintenant Safran) Université de Grenoble	Maîtrise Gestion de Commerces Université Ca' Foscari de Venise Master en management ESCP Europe
Mathieu Boulanger a rejoint Roctool en janvier 2004. Il a travaillé au siège de Roctool en Savoie pendant dix ans où il était en charge du développement des ventes mondiales, des clients clés et des orientations stratégiques. En 2013, il a créé la filiale américaine Roctool Inc.. Il a été nommé DG du groupe Roctool en décembre 2015 et reste président de Roctool North America.	José Feigenblum a rejoint Roctool en juin 2002 peu après la création de l'entreprise. José est un expert en chauffage par induction et est en charge de la technologie et de la R&D.	Nicola Gobbo a rejoint Roctool en avril 2014. Après quelques années dans des fonds d'investissements, il a créé une société de conseil et une maison d'édition pour laquelle il a été directeur financier.

Source : Roctool

Il convient de préciser que la gouvernance de Roctool est marquée par la présence d'un conseil d'administration dense avec huit administrateurs représentant les fonds au capital ainsi que l'actionnaire industriel client Flex (cf ci-après), ce qui permet une richesse d'expertise pour le groupe.

Avec une cinquantaine de salariés, la Société réunit les fonctions clés de son activité de la R&D au commercial et SAV à l'exception de la fabrication qui est sous-traitée (voir III.3).

Organigramme de la société (octobre 2017)

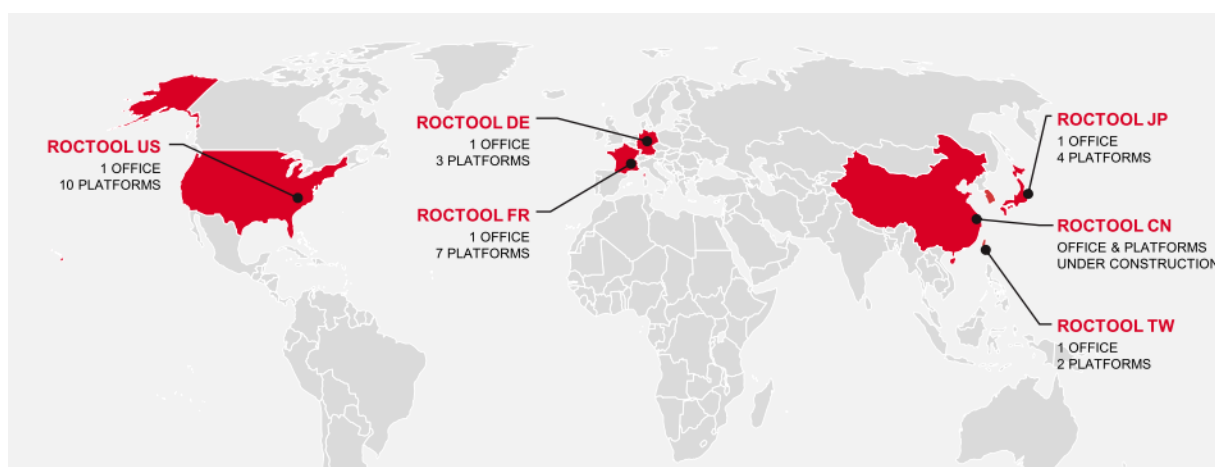


Effectif 2016	
France	35
USA	6
Allemagne	3
Japon	2
Taiwan	3
Total	49

Source : Roctool

Visant des marchés internationaux, le groupe a étoffé ses implantations en ciblant les pays les plus actifs dans ses domaines : Taïwan en 2012, Etats-Unis en 2013, Allemagne en 2014 et Japon en 2016. Fin 2017 aura lieu l'ouverture de la filiale chinoise à Shanghai (plateforme technique courant 2018). Dans chaque pays, on trouve des plateformes de démonstration et d'essai basées chez des partenaires : par exemple en Allemagne chez Polar Form (mouliste), en Italie avec Proplast (consortium de promotion de l'injection plastique), au Japon avec Asano... Il s'agit d'un axe important : la mise en avant de la technologie Roctool via un réseau de partenaires (cf ci-après).

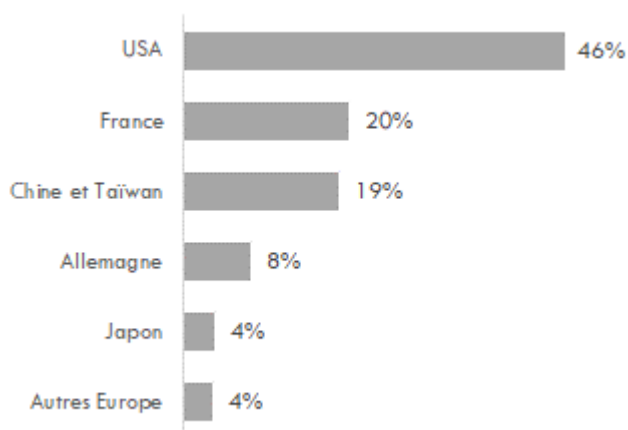
Implantations internationales



Source : Roctool

Ce dynamisme lui a permis de réaliser 80% de ses ventes hors de France à fin 2016.

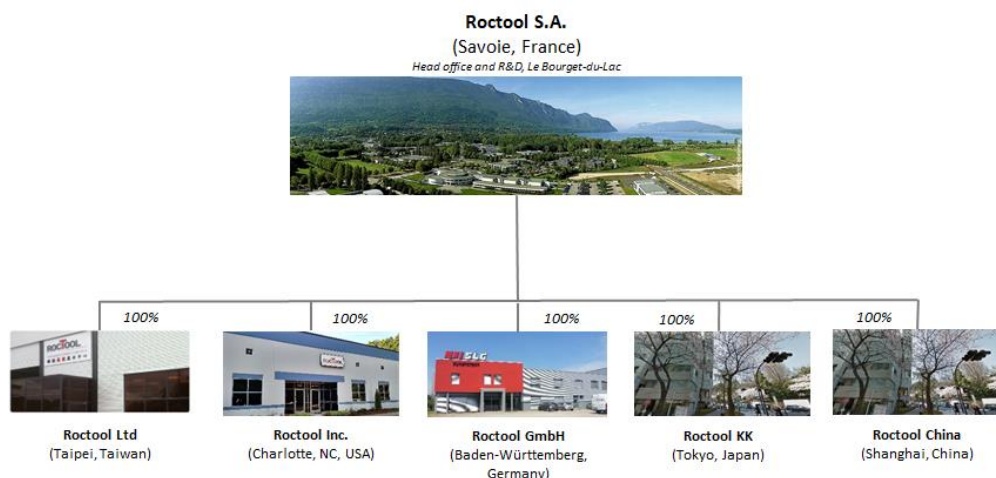
Répartition des ventes Roctool par zone à fin 2016



Source : Roctool

L'organisation juridique est la suivante :

Organigramme juridique



Source : Roctool

III.2. Une stratégie commerciale et un modèle économique réorientés vers plus d'efficacité

La stratégie commerciale

Historiquement, le modèle économique choisi était uniquement celui de la vente de licence de la technologie auprès des grands équipementiers. Ce modèle a permis de signer plusieurs licences (40 actives à fin 2014, 25 à ce jour) mais a souvent freiné la dynamique commerciale dans un secteur plus habitué à la vente simple de matériels.

A compter de 2015, le groupe a décidé de proposer aux clients le souhaitant la vente de matériels sans licence (pour un prix intégrant la valeur de la propriété intellectuelle développée et incluant l'accès à la technologie). A noter que le matériel vendu se décompose entre : un système (générateur, unité de contrôle et refroidisseur) et les inducteurs dans le moule. L'approvisionnement se fait ainsi auprès d'acteurs diversifiés pour les générateurs et les inducteurs (qui sont paramétrés et repackagés par Roctool) et est en cours de diversification pour les unités de contrôle et le refroidisseur.

Ensuite, une seconde évolution s'est opérée fin 2015/début 2016. Auparavant, l'accent était mis sur les équipementiers, les utilisateurs premiers des matériels vendus par Roctool ; mais ces fabricants avaient des logiques parfois contraires à celle de Roctool : appliquer moins de matière (de peinture par exemple) grâce au dispositif Roctool peut faire baisser leur chiffre d'affaires et ne les incite pas à prescrire le groupe ; prendre l'initiative d'introduire un élément modifiant le cahier des charges (avec des investissements initiaux) n'est pas dans les usages de certains équipementiers. Aussi, **à compter de 2016, à côté de la stratégie historique auprès des équipementiers, une approche directe a été mise en place auprès des grandes marques pour remonter la chaîne de valeur dans la conception du produit, ce qui nous semble être pertinent pour poursuivre la conversion du monde industriel (parfois long à convaincre) au dispositif Roctool).**

C'est cette stratégie qui a donné lieu à la **création de la force commerciale en 2016 et à son étoffement en 2017** avec notamment l'embauche de :

- consultants marketing à Paris (généraliste) et aux Etats-Unis (spécialiste des groupes électroniques) ;
- technical designers : 2 à Paris (un spécialiste automobile, un spécialiste grande consommation/luxe à recruter) et 1 en Californie spécialiste de l'électronique, ils sont chargés depuis octobre d'échanger en direct avec les grandes marques en répondant en amont à leurs attentes (dès la réflexion sur la constitution d'un nouveau produit). Cette stratégie doit permettre de faire prescrire le dispositif Roctool directement par les marques en interne ou à leurs sous-traitants du fait de ses gains en design et en coûts.

Ces recrutements viennent compléter la force commerciale internationale récente :

- Business development : 1 basé en France, 1 à Taiwan et 1 à venir en Chine, 1 au Japon, 1 aux USA ;
- Program management : 2 en France, 1 aux USA, 1 en Allemagne, 1 au Japon.

D'autres recrutements sont prévus notamment en Chine pour dynamiser l'expansion du groupe.

La stratégie commerciale s'articule également autour de **salons professionnels** structurants :

- salon JEC World à Paris (le plus important salon dédié aux matériaux composites au monde), **Roctool a reçu en 2016 le prix JEC Innovation Award en partenariat avec Flex et Nespresso ;**

Récompenses JEC - Roctool



Source : Roctool

- salon K-Show à Düsseldorf (Allemagne, le plus important salon dédié à l'injection plastique au monde, qui se tient tous les 3 ans),
- salon NPE Plastic à Orlando,
- Fakuma : Le Salon International de Plasturgie (Allemagne)
- PLAST: Le Salon International de plastiques et du caoutchouc (Italie).

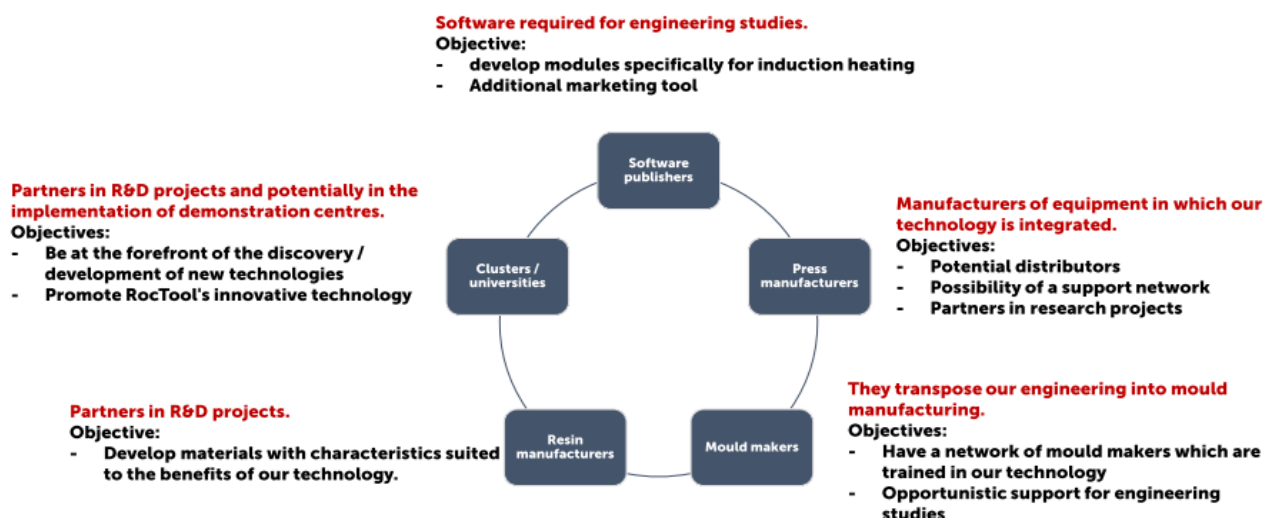
Enfin, le groupe est membre des associations professionnelles suivantes : SPI (The Plastics Industry Trade Association), SPE (The Society of Plastics Engineers), Compositec, Pôle Européen Plasturgie (PEP), Plastipolis (Pôle de Compétitivité Plasturgie), Proplast.

Devenir un partenaire

Pour Roctool, l'enjeu est d'être au cœur du système de fabrication pour collaborer avec chaque acteur des technologies de moulage :

- auprès des acteurs du logiciel dans la conception de moules : Moldflow (Autodesk) CAD Flow (Simcon), Moldex et Solidworks (Dassault Systèmes) ; Roctool souhaite intégrer son module induction ;
- auprès des fabricants de presses : Roctool veut intégrer son offre auprès de ces acteurs qui seront alors fer de lance de sa technologie, c'est le but de la coopération réalisée avec Krauss Maffei et Arburg avec IDH par exemple ;
- auprès des fabricants de moules, Roctool veut développer un réseau de prescripteurs ;
- auprès des fabricants de résine (type Bayer, BASF ou Sabic), Roctool veut permettre un meilleur rendu des résines du marché grâce à des améliorations en lien avec sa technologie ;
- auprès des universités et instituts, l'enjeu est de poursuivre la promotion de la technologie Roctool.

La vision de Roctool des partenariats stratégiques à créer ou approfondir



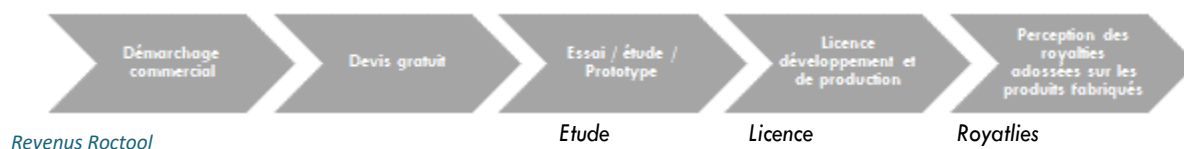
Source : Roctool

Le cycle de vente et le modèle économique

Deux grands schémas économiques se juxtaposent :

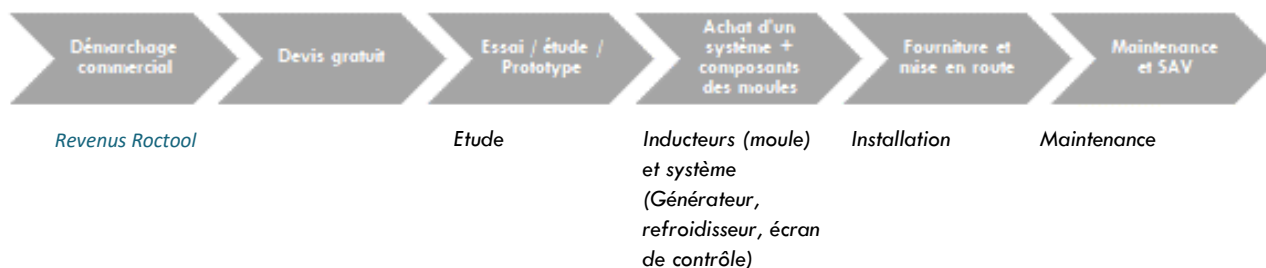
- Le modèle « licence + royalties » avec des cycles de 12 à 24 mois et uniquement une prestation de services ; ce modèle assure une récurrence des revenus ; à ce jour le groupe compte 25 licences actives dont 4 donnant lieu à perception de royalties ;

Cycle de vente licence



- Le modèle « vente de produits » à un tarif incluant la rémunération de la propriété intellectuelle. Dans ce schéma, la part récurrente issue de la maintenance et du SAV existe déjà et le groupe souhaite mettre en place des contrats type de maintenance dès 2018 basé sur des abonnements. Le cycle demeure particulièrement long de 6 à 12 mois en moyenne ; il est probable que le fait d'adresser les grandes marques allonge encore le délai (rencontre très en amont dans le lancement d'un nouveau produit)

Cycle de vente produits



Source : Roctool, C.FINANCE

III.3. Un portefeuille de clients renommés

Le principal gage de la pertinence de la technologie Roctool réside dans son portefeuille clients qui regroupe uniquement des grands comptes oeuvrant à l'international avec des contraintes fortes en termes de production et d'innovation. On retrouve d'un côté les fabricants en direct, de l'autre les grandes marques qui sous-traitent leur fabrication. **L'enjeu pour Roctool est d'adresser directement ces multinationales pour remonter la chaîne de valeur du produit et convertir en amont des industriels parfois frileux à changer de modèle.**

Exemples de clients

Fabricants	Marques
    	    

Source : Société

A ce jour, parmi les 100 clients par an adressés, on trouve :





- des équipementiers, sous-traitants fabricants des grandes marques dont l'un des plus grands, Flex (ex Flextronics), est devenu actionnaire de Roctool ;
- des grandes marques des secteurs cibles ;
- différents acteurs de l'industrie des composites et du plastique : les fabricants de moules et de presses, les fabricants de matières.

Les secteurs visés sont historiquement l'automobile et l'électronique et plus récemment les produits de grande consommation pour leurs besoins importants en innovation matière et design (cosmétiques, bagagerie, petit électroménager). Des avancées sont toujours d'actualité également en aéronautique et médical et le groupe travaille également pour des secteurs comme les équipements sportifs et la bagagerie. Par principaux secteurs, on note que :

- dans l'automobile, souvent les sous-traitants développent les prototypes pour mettre en avant la technologie auprès de leurs clients, c'est le cas de Plastivaloire par exemple qui réalise une partie du tableau de bord de la Peugeot 208 grâce à la technologie Roctool ;
- dans l'électronique, les principaux sous-traitants du secteur comme Ju Teng et Flex (ex Flextronics) ont investi massivement dans des dispositifs Roctool pour offrir cette prestation à leurs grands comptes fabricants de téléphones, ordinateurs portables ou autres matériels électroménagers.

Au global, la fidélité et la récurrence des clients est élevée sur les années 2015/2017, le groupe l'estime à près de 60% des ventes grâce à l'implémentation progressive du dispositif Roctool sur le parc de production de ses principaux grands clients. La diversification clients est encore à approfondir avec plus de 50% des ventes 2016 réalisés sur les 5 premiers clients et 70% sur les 10 premiers ; même si la vocation du groupe est de concrétiser des partenariats d'envergure avec quelques acteurs.

Quelques indicateurs sur les principaux clients

Entreprise	Pays	Descriptif
	Singapour (coté)	Sous-traitance de la fabrication d'équipements électroniques. Le groupe reprend souvent des sites de fabrication appartenant à des grands groupes de l'industrie de l'informatique, des télécommunications, de l'automobile, de l'électronique grand public ou médicale, comme Lenovo, Dell ou Motorola. CA 23,9 Mds \$
	Hong Kong (coté)	Fabricant d'ordinateurs et de matériels électroniques de communication et grand public, détient 30% du marché des coques d'ordinateurs portables (notebook notamment). CA 868 M€
	France	Fabrication de pièces et de sous-ensembles plastiques pour des industriels et équipementiers (aéronautique, défense, automobile, électrique, médical...)
	France (coté)	Spécialiste de l'injection plastique : conception et fabrication pour les constructeurs automobiles et des industriels (électriques, multimédia) CA 583 M€

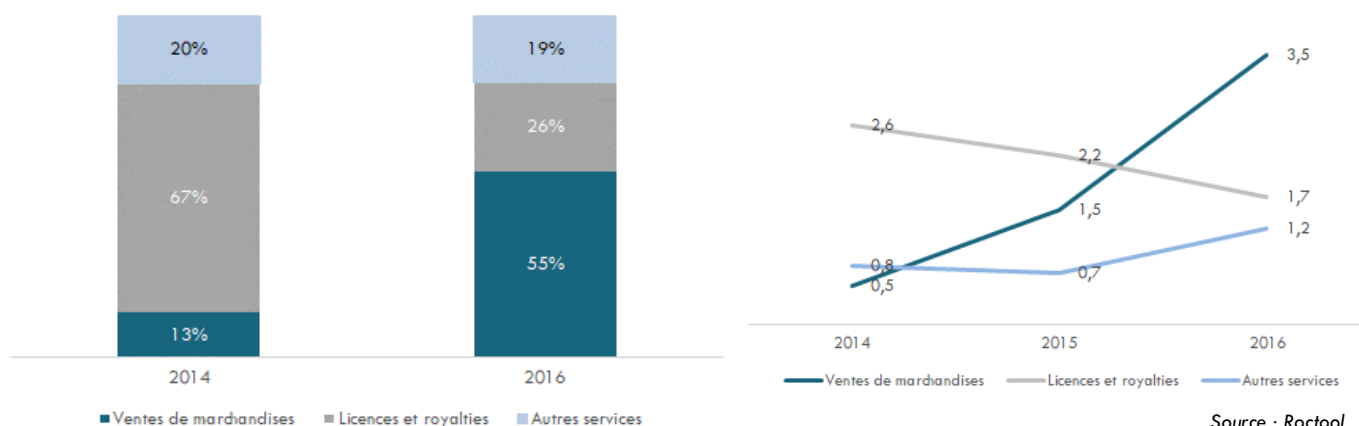
Source : sites internet des groupes

III.4. Des résultats 2014/2016 marqués par le changement de modèle économique

Une amélioration du taux de marge soutenue par la progression des ventes

Entre 2014 et 2016, conformément à la stratégie mise en place, les ventes du groupe ont progressé significativement (+66%) avec le développement des ventes de marchandises qui ont pris le relais des licences et royalties. A fin 2016, les ventes de marchandises représentent plus de la moitié des ventes consolidées contre 13% en 2014. On note des montants significatifs de licences sur un important client entre 2014 et 2015.

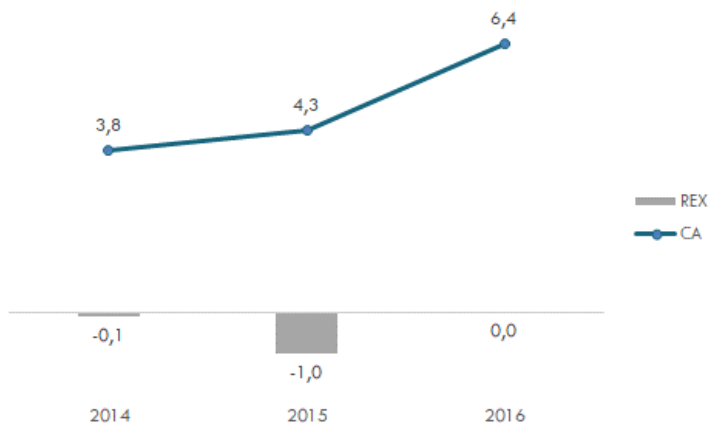
Ventes par nature en M€ et en %



Source : Roctool

Porté par cette tendance et grâce à une relative maîtrise des charges externes malgré les déploiements géographiques, le résultat d'exploitation a frôlé l'équilibre en 2016 à -3,4 K€.

Ventes et résultat d'exploitation en M€



Source : Roctool

Compte de résultat synthétique Roctool

en K€	2014	%	2015	%	2016	%
Chiffre d'affaires	3 833,7	100,0%	4 319,7	100,0%	6 375,4	100,0%
Marge brute publiée	3 187,5	83,1%	3 194,6	74,0%	4 520,8	70,9%
Frais de personnel	1 623,3	37,6%	2 195,1	50,8%	2 670,1	41,9%
Charges externes	1 698,7	39,3%	2 253,8	52,2%	2 023,3	31,7%
EBE	735,5	17,0%	-364,4	-8,4%	580,7	9,1%
Amort. Et Prov	830,5	19,2%	623,3	14,4%	584,1	9,2%
Résultat d'exploitation	-95,0	-2,2%	-987,7	-22,9%	-3,4	-0,1%
Résultat financier	-24,1	-0,6%	-38,4	-0,9%	25,1	0,4%
Impôts	-11,3	-0,3%	-12,5	-0,3%	17,4	0,3%
Résultat net	-273,5	-6,3%	-1 164,4	-27,0%	-100,5	-1,6%

Source :Roctool

Compte de résultat analytique Roctool

L'examen de la comptabilité de gestion témoigne de la construction en cours d'un modèle économique renouvelé avec quelques grands indicateurs notables :

- une marge brute de l'ordre de 50% sur les ventes de marchandises,
- des ventes de services qui, malgré le recul des licences, sont marquées par des facturation sur les installations et les études ET des redevances en forte amélioration (essentiellement sur Flex et Ju Teng) ;
- l'impact des embauches sur les frais de personnel (doublement des effectifs entre 2014 et 2016) ;
- la prise en compte du CIR pour 0,4 M€ ;
- l'immobilisation des dépenses de R&D sur 3 ans.

En K€	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires total	3 833,7	4 319,7	6 375,4
Var en %		13%	48%
Marge brute gestion	3 370,2	3 581,2	4 746,9
% CA total	87,9%	82,9%	74,5%
Dont			
Ventes de marchandises	507,3	1 473,2	3 478,2
- Achats marchandises	463,5	738,6	1 628,5
Marge sur vente de marchandises	43,8	734,6	1 849,7
% CA marchandises	8,6%	49,9%	53,2%
Concessions de licence	2 246,4	1 524,6	611,5
Redevances	327,4	661,8	1 046,4
Autres services	752,5	660,2	1 239,3
Ventes de services	3 326,4	2 846,6	2 897,2
Détails des charges d'exploitation			
Autres achats consommés	182,7	386,6	226,1
% CA hors licence et redevances	1,5%	1,8%	5%
Charges externes	1 698,7	2 253,8	2 023,3
% CA hors licence et redevances	135%	106%	43%
Impôts et taxes	62,0	70,4	89,3
% CA total	1,6%	1,6%	1,4%
Frais de personnel	1 623,3	2 195,1	2 670,1
% CA total	42%	51%	42%
Effectif	25,0	37,0	49,0
Frais / effectif	64,9	59,3	54,5
Autres charges	-13,4	14,1	0,2
CIR	403,9	422,1	371,2
Charges nettes d'exploitation nettes de CIR	3 149,4	4 498,0	4 637,7
% CA total	82,2%	104,1%	72,7%
EBITDA	220,8	-916,8	109,2
% CA total	5,8%	-21,2%	1,7%
Amortissements et provisions	915,4	958,3	651,3
dont amortissements	631,8	594,1	617,9
Autres produits	599,6	887,4	538,7
dont production immobilisée		508,1	491,9
EBIT	-95,0	-987,7	-3,4
% CA total	-2,5%	-22,9%	-0,1%

Source : Roctool

A noter que cette comptabilité de gestion diffère des comptes publiés sur deux aspects :

- le Crédit Impôt Recherche est intégré en déduction des charges d'exploitation (et non en subvention en produits d'exploitation) ;
- les productions immobilisée et stockée figurent après l'EBITDA (et non en autres produits d'exploitation).

A fin 2016, compte tenu des pertes passées, les reports déficitaires totaux sur la France s'élèvent à 10,5 M€.

Un endettement en progression

Compte tenu des besoins en trésorerie sur l'exploitation, de l'évolution du BFR et des investissements (en moyenne 1 M€ par an dans des moules et sur les nouveaux sites), le groupe a eu recours au financement par dette essentiellement avec deux prêts BPI en 2015 de 1 M€. La dernière levée de fonds datait de 2013 (3,6 M€). Par ailleurs à fin 2016, un emprunt obligataire convertible de 820 K€ figurait encore au bilan.

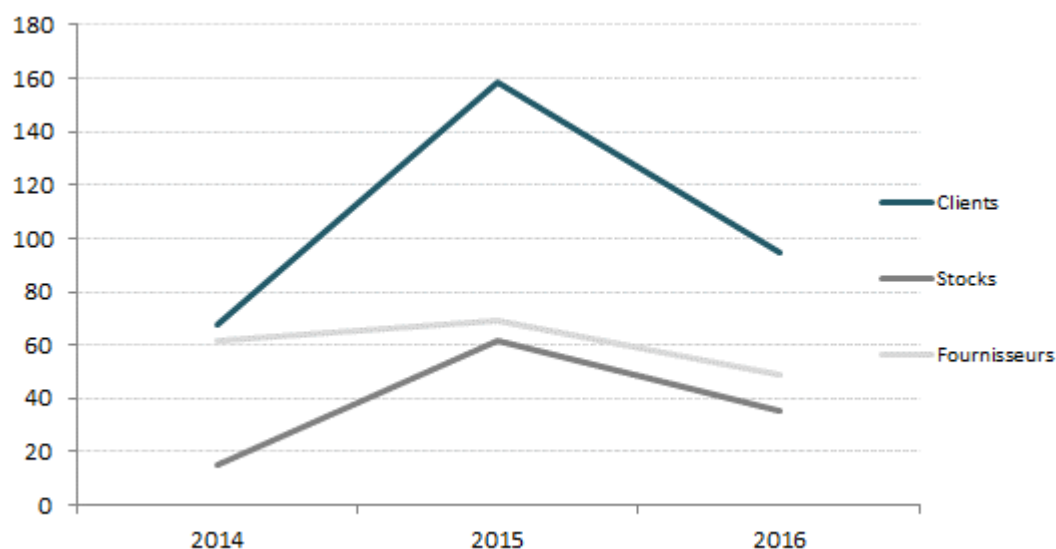
Bilan synthétique Roctool

en K€	2014	2015	2016
Fonds propres	3 627	2 486	2 257
Immobilisations nettes	1 387	1 655	1 876
BFR	635	1 858	1 582
Endettement net	-1 906	698	811

Source : Roctool

A noter que l'évolution du BFR a été marquée par un à-coup en 2015 lié à une licence importante sur un gros client comptabilisée au 31 décembre. A fin 2016, le BFR représente 25% des ventes.

Éléments de besoin en fonds de roulement en jours de chiffre d'affaires



Source : Roctool , C.FINANCE

IV. UNE STRATEGIE PORTEE PAR LES MARQUES ET L'INTERNATIONAL

IV.1. Une stratégie ambitieuse

Grâce à la levée de fonds réalisée en début d'année de 5,5 M€ auprès de plusieurs fonds, Roctool va mettre en œuvre trois axes stratégiques forts destinés à accélérer l'implémentation de sa technologie à travers le monde en :

- poursuivant l'expansion internationale : d'abord en Chine où le groupe va ouvrir une filiale (Shangai) d'ici la fin de l'année ; une équipe est en cours de constitution et l'objectif est d'être au plus près des clients manufacturiers ; ensuite, le groupe entend continuer à étendre ses plateformes de démonstration auprès de partenaires ciblés (cf mapping stratégique) afin de promouvoir ses solutions ;
- accélérer la recherche et l'innovation sur des matériaux ou des process innovants comme ceux précédemment cités du métal, du packaging cosmétique ; des secteurs comme le médical ou l'aéronautique sont également visés ;
- soutenir la montée en puissance commerciale et marketing avec un plan d'embauche et de communication massif pour porter les atouts de la technologie Roctool auprès des grandes marques, en complément de la stratégie historique auprès des sous-traitants fabricants. L'enjeu est d'être intégré en amont dans la définition et le design du produit pour faire bénéficier ces grands groupes des multiples atouts du dispositif Roctool dans la définition même de leur projet produit (design, matière, coûts...).

Globalement, nous avons retenu un scénario de montée en puissance progressif de cette stratégie sachant notamment :

- qu'à ce jour le management déclare recevoir un très bon accueil des grandes marques et mise sur la nouvelle équipe design récemment recrutée ;
- que la filiale chinoise proche des principales zones de fabrication des grands équipementiers et marques sera créée avant fin 2017, le directeur technique s'installe sur place pour la piloter et l'équipe complète sera recrutée début 2018.

IV.2. Le plan d'affaires retenu pour 2017-2021

- *Un chiffre d'affaires multiplié par 4,5 entre 2016 et 2021*

Compte tenu des éléments précédemment décrits, nous considérons que **le chiffre d'affaires de Roctool avoisinera 20 M€ à horizon 2020** grâce aux recrutements commerciaux réalisés (et estimés), à la percée attendue chez les grandes marques, à l'implantation en Chine (année pleine en 2018) et au développement de nouveaux matériaux et process ; une accélération de la croissance est attendue sur 2019 compte tenu du temps nécessaire au plein effet de ces décisions.

Nous avons modélisé les ventes de marchandises et de services à partir du nombre de projets étudiés par an (et par commercial) et en déclinant l'ensemble du cycle de ventes : du projet (devis gratuit) à l'étude d'ingénierie puis à l'achat de systèmes et de moules et de services d'installation. Nous avons intégré des hypothèses d'achats de pièces rechange (déjà observés sur 2016) et de services de maintenance relativement modérés compte tenu de la faible antériorité du modèle.

Pour les prévisions de royalties, nous avons estimé une croissance des contrats actuels et trois gains sur la période. Les licences arrivant à échéance sur la période (Flex, Ju Teng notamment) ont été supposées renouvelées et des gains récurrents ont été anticipés pour tenir compte de la volonté de certains partenaires (actuels ou potentiels) de maintenir ce modèle.

A terme, selon nos hypothèses, la base installée à fin 2020 dépasserait 400 systèmes voire 500 fin 2021 avec une part des ventes de marchandises supérieure à 60%. En retenant les pièces de rechange, la maintenance et les licences & royalties, la part structurellement récurrente du chiffre d'affaires total atteint en moyenne 28% sur la période.

Détails des ventes en M€

en M€	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nb de commerciaux moyens sur l'année	4	6	12	12	15	15
Nb de projets / an	250	300	600	600	750	825
Nb de projets / commercial	63	50	50	50	50	55
Taux de conversion en études	18%	15%	12%	15%	15%	18%
Nb d'études / an	44	35	72	90	113	149
Nb d'achats de systèmes / an	25	34	43	59	79	111
Taux de conversion en systèmes	57%	97%	60%	65%	70%	75%
Nb d'achats de moules sur nouveaux systèmes	15	20	43	88	118	167
Nb de moules / systèmes	0,6	0,6	1,0	1,5	1,5	1,5
Nb d'achats de rechange	-	30	41	55	76	93
% de la base installée N-1	-	15%	18%	20%	23%	23%
Nvx contrats maintenance et SAV	-	34	43	59	79	111
Base installée de systèmes	200	234	277	336	414	526
Vente de marchandises (systèmes et inducteurs)	3,5	4,4	5,9	8,5	11,5	15,9
Licence	0,6	0,5	0,3	0,7	1,5	0,7
Royalties	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8
Services (Etudes, Install, Maintenance)	1,2	1,5	2,6	4,0	5,3	7,3
CA total	6,4	7,5	10,1	14,6	19,9	25,8
Var en %	48%	18%	34%	45%	36%	30%

Source : estimations C.FINANCE

■ Une marge en redressement dès 2019 après deux années d'investissement

A l'image de la dégradation des résultats observés au 1^{er} semestre 2017, le plan de déploiement du groupe permis par la levée de fonds va peser sur les dépenses notamment avec la création de la filiale chinoise.

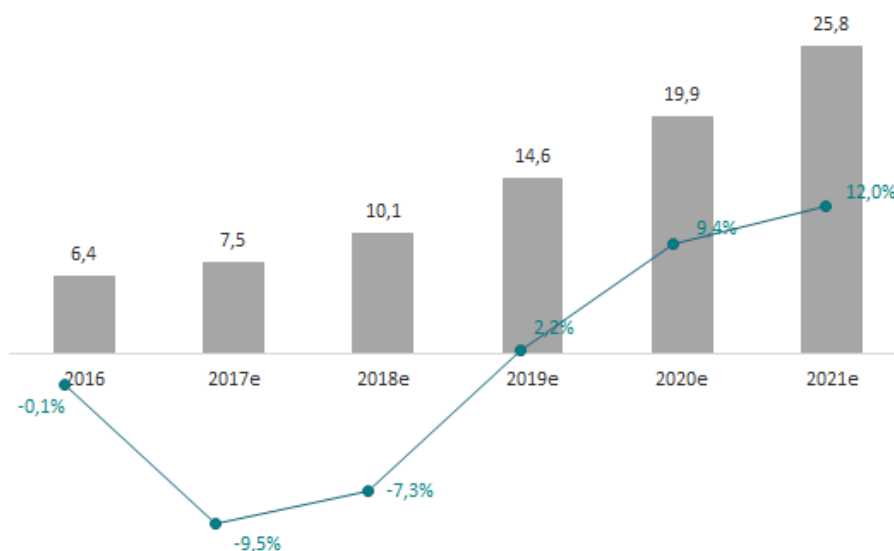
Résultats semestriels

K€	2016	2017
Chiffre d'affaires	3 081	3 166
Coûts d'exploitation	3 044	3 537
Résultat d'exploitation	36	-371
Résultat net	20	-624

Source : Roctool

Nous anticipons un creusement des pertes sur 2017/2018 et un retour à l'équilibre en 2019 avec une marge d'exploitation portée à 12% fin 2021. L'effet de levier des ventes sur les coûts fixes commencera à porter ses fruits.

Evolution des ventes en M€ et de la marge d'exploitation en %



Source : estimations C.FINANCE

Les principales évolutions ressortant de nos hypothèses sont les suivantes :

- Un léger tassement du taux de marge sur marchandises pour accompagner la croissance des ventes ; elle demeurera néanmoins autour de 50% ;
- Une progression des charges externes sur 2017/2018 compte tenu notamment des frais issus de l'implantation en Chine (loyers, frais généraux...) puis une élévation moins rapide que celle des ventes ;
- Une croissance des frais de personnel en lien avec un recrutement de près d'une quinzaine de collaborateurs par an (Commercial et R&D notamment) ;
- Pas d'imposition en France avant 2024 compte tenu des reports déficitaires cumulés et nous n'avons pas intégré de résultat financier.

Compte de résultat prévisionnel en K€

en K€	2016	%	2017e	%	2018e	%	2019e	%	2020e	%	2021e	%
Chiffre d'affaires	6 375,4	100,0%	7 533,0	100,0%	10 086,8	100,0%	14 637,2	100,0%	19 853,8	100,0%	25 758,3	100,0%
Marge brute publiée	4 520,8	70,9%	5 415,6	71,9%	7 194,6	71,3%	10 474,2	71,6%	14 126,2	71,2%	17 797,0	69,1%
Frais de personnel	2 670,1	41,9%	3 400,0	45,1%	4 344,4	43,1%	5 288,9	36,1%	5 918,5	29,8%	6 875,6	26,7%
Charges externes	2 023,3	31,7%	2 655,3	35,2%	3 635,9	36,0%	4 918,3	33,6%	5 890,7	29,7%	6 959,3	27,0%
EBE	580,7	9,1%	-39,8	-0,5%	-437,7	-4,3%	600,4	4,1%	2 631,2	13,3%	4 252,8	16,5%
Amort. Et Prov	584,1	9,2%	676,0	9,0%	812,9	8,1%	858,4	5,9%	906,0	4,6%	1 134,0	4,4%
Résultat d'exploitation	-3,4	-0,1%	-715,7	-9,5%	-1 250,6	-12,4%	-258,0	-1,8%	1 725,2	8,7%	3 118,8	12,1%
Résultat financier	25,1	0,4%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Impôts	17,4	0,3%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Résultat net	-100,5	-1,6%	-715,7	-9,5%	-1 250,6	-12,4%	-258,0	-1,8%	1 725,2	8,7%	3 118,8	12,1%

Source : estimations C.FINANCE

Détails du modèle de prévision en comptabilité de gestion

En K€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Chiffre d'affaires total	3 833,7	4 319,7	6 375,4	7 533,0	10 086,8	14 637,2	19 853,8	25 758,3
Var en %		13%	48%	18%	34%	45%	36%	30%
Marge brute gestion	3 370,2	3 581,2	4 746,9	5 415,6	7 194,6	10 474,2	14 126,2	17 797,0
% CA total	87,9%	82,9%	74,5%	71,9%	71,3%	71,6%	71,2%	69,1%
Dont								
Ventes de marchandises	507,3	1 473,2	3 478,2	4 365,9	5 902,5	8 495,8	11 455,2	15 922,6
- Achats marchandises	463,5	738,6	1 628,5	2 117,5	2 892,2	4 163,0	5 727,6	7 961,3
Marge sur vente de marchandises	43,8	734,6	1 849,7	2 248,4	3 010,3	4 332,9	5 727,6	7 961,3
% CA marchandises	8,6%	49,9%	53,2%	51,5%	51,0%	51,0%	50,0%	50,0%
Concessions de licence	2 246,4	1 524,6	611,5	450,0	300,0	700,0	1 500,0	700,0
Redevances	327,4	661,8	1 046,4	1 200,0	1 275,0	1 457,5	1 648,3	1 848,1
Autres services	752,5	660,2	1 239,3	1 517,2	2 609,3	3 983,9	5 250,4	7 287,6
Ventes de services	3 326,4	2 846,6	2 897,2	3 167,2	4 184,3	6 141,4	8 398,6	9 835,7
Détails des charges d'exploitation								
Autres achats consommés	182,7	386,6	226,1	282,0	408,0	598,2	800,8	1 112,5
% CA hors licence et redevances	15%	18%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Charges externes	1 698,7	2 253,8	2 023,3	2 373,3	3 025,6	4 049,3	4 770,9	5 480,3
% CA hors licence et redevances	135%	106%	43%	40%	36%	32%	29%	24%
Impôts et taxes	62,0	70,4	89,3	105,5	141,3	205,0	278,0	360,7
% CA total	1,6%	1,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Frais de personnel	1 623,3	2 195,1	2 670,1	3 400,0	4 029,6	4 974,1	6 096,1	7 280,9
% CA total	42%	51%	42%	45%	40%	34%	31%	28%
Effectif	25,0	37,0	49,0	54,0	64,0	79,0	94,0	109,0
Frais / effectif	64,9	59,3	54,5	63,0	63,0	63,0	64,9	66,8
Autres charges	-13,4	14,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CIR	403,9	422,1	371,2	313,5	217,5	239,3	263,2	289,5
Charges nettes d'exploitation nettes de CIR	3 149,4	4 498,0	4 637,7	5 847,3	7 387,0	9 587,3	11 682,5	13 945,0
% CA total	82,2%	104,1%	72,7%	77,6%	73,2%	65,5%	58,8%	54,1%
EBITDA	220,8	-916,8	109,2	-431,7	-192,4	886,9	2 443,7	3 852,0
% CA total	5,8%	-21,2%	1,7%	-5,7%	-1,9%	6,1%	12,3%	15,0%
Amortissements et provisions	915,4	958,3	651,3	676,0	812,9	858,4	906,0	1 134,0
Autres produits	599,6	887,4	538,7	391,9	271,9	299,1	329,0	361,9
EBIT	-95,0	-987,7	-3,4	-715,7	-733,4	327,6	1 866,7	3 079,9
% CA total	-2,5%	-22,9%	-0,1%	-9,5%	-7,3%	2,2%	9,4%	12,0%

Source : estimations C.FINANCE

■ Une structure financière solide

Grâce à la levée de fonds réalisée, le groupe dispose des moyens nécessaires à ses ambitions et pourra financer un plan d'investissements important (matériel sur les plateformes, moules, équipements en Chine) et la progression du besoin en fonds de roulement. A noter que l'emprunt obligataire convertible de 820 K€ a été refinancé par des prêts bancaires mi-2017.

Eléments de tableau de flux simplifié

En M€	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Capacité d'autofinancement	0,0	0,8	0,6	2,6	4,3
-Variation du BFR brut	0,4	0,5	1,0	1,1	1,2
Flux de trésorerie liés à l'activité	-0,5	0,4	-0,4	1,5	3,0
Flux de trésorerie lié aux investissements	1,3	1,5	0,8	0,9	1,1
Augmentation de capital	5,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation nette d'emprunts LT	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Flux de trésorerie liés aux opérations financement	5,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Variation de trésorerie nette	3,2	-1,6	-1,6	0,2	1,6

Eléments de bilan simplifié en M€

En M€	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Fonds propres	2,3	6,8	6,8	6,5	8,3	11,4
Immobilisations nettes	1,9	2,5	3,1	3,0	3,0	2,9
BFR	1,6	2,0	2,5	3,5	4,7	5,9
<i>en % du CA</i>	25%	27%	25%	24%	23%	23%
Trésorerie nette	-0,8	2,6	1,5	0,2	0,8	2,7

Source : C.FINANCE

V. VALORISATION

Cette valorisation est réalisée sur la base des informations financières historiques fournies par le groupe et de nos estimations. Nous avons étudié deux méthodes d'évaluation :

- La méthode des comparables boursiers : la valeur d'une entreprise est obtenue par application aux agrégats jugés pertinents du groupe, de multiples moyens d'un échantillon de comparables ;
- La méthode des Discounted Cash Flow : la valeur de l'actif économique d'une entreprise est le résultat de l'actualisation des flux de trésorerie futurs issus de son plan d'affaires, à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital. Les flux d'exploitation s'entendent nets d'impôts et après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

V.1. L'approche par les comparables boursiers

Compte tenu du profil atypique de Roctool (modèle économique, produit, stade développement), il est difficile de trouver un comparable pertinent. Nous mentionnons ci-après Lectra SA, un groupe français comparable en termes de modèle de vente de machines innovantes (y compris soft) pour des industriels avec des débouchés larges.

Entreprise	Pays et date de création	Descriptif
	Paris - 1973	Lectra SA développe et commercialise des logiciels et des équipements de coupe utilisés dans la conception de mode. Le groupe propose des solutions technologiques intégrées qui automatisent, rationalisent et accélèrent les processus de conception, de développement et de fabrication des produits pour les industries utilisant des matériaux souples. Lectra développe des logiciels spécialisés et des systèmes de découpe et fournit des services associés à un large éventail de marchés, y compris les vêtements de mode, les accessoires, les chaussures, les sièges et les intérieurs de voitures automobiles, les airbags et les meubles, ainsi qu'une grande variété d'autres secteurs comme les industries aéronautique et marine, l'énergie éolienne et l'équipement de protection individuelle.

Données sur Lectra

	Taille de CA	EBIT/CA	Capitalisation	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT			P/E		
	2016 en M€	2016	boursière en	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Lectra	260	17%	719	2,6	2,4	2,3	15,6	14,3	13,1	18,5	16,7	15,0	25,8	23,2	nd

Source : *Infinancials*, moyenne 1 mois

Nous avons retenu les multiples 2017 (sans tenir compte des P/E) que nous avons appliqués - diminués d'une décote de taille de 20%- aux agrégats 2021 de Roctool puis nous avons actualisé les résultats obtenus au coût moyen pondéré du capital de Roctool (cf ci-après). Cette approche ferait ressortir une **évaluation des fonds propres de Roctool autour de 33 M€** soit plus de 9 € par action diluée.

Indication sur une valorisation par comparaison

2017	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
Lectra	2,6	15,6	18,5
Multiples après décote de taille de 20%	2,1	12,5	14,8
Agrégat 2021 Roctool	25 758	4 214	3 080
Valeur des fonds propres induite*	58 394	56 927	49 889
Valeur centrale Roctool à horizon 2021	55 070		
Valeur actualisée au CPMC	33 196		
Par action	9,2 €		

Source : estimations C.FINANCE

*les fonds propres sont dilués des instruments dilutifs dans la monnaie

V.2. La méthode des Discounted Cash Flow

Nous avons retenu les principales hypothèses suivantes :

- Un coût moyen pondéré du capital de 13,49% -correspondant au coût des fonds propres compte tenu de la structure financière de la Société- tenant compte d'une prime de risque de marché de 6,4% (source Damodaran), d'un taux sans risque de 0,69% (Moyenne 1 mois OAT 10 ans), d'un facteur de risque spécifique de la Société de 2 reflétant le risque de réalisation du business plan,
- Un taux de croissance à l'infini de 1,5%,
- Un prévisionnel détaillé jusqu'en 2022 puis un ralentissement progressif de la croissance et un maintien du niveau d'EBITDA/CA autour de 21% des ventes.

Détails des flux

Cash flow net (en k€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Flux terminaux
CA	7 533	10 087	14 637	19 854	25 758	34 571	43 225	49 722	54 710	57 463	
Var en %	18%	34%	45%	36%	30%	34%	25%	15%	10%	5%	
EBIT	-716	-733	328	1 867	3 080	5 670	8 122	9 326	10 395	10 985	10 985
Var en %	ns	ns	ns	ns	65%	84%	43%	15%	11%	6%	
% du CA	-9,5%	-7,3%	2,2%	9,4%	12,0%	16,4%	18,8%	18,8%	19,0%	19,1%	
EBITDA / CA	-0,5%	0,8%	8,1%	14,0%	16,4%	19,7%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	
(-) Impôt théorique	-200	-205	92	523	862	1 588	2 274	2 611	2 911	3 076	3 076
% EBIT	28,0%	28,0%	ns	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
= EBIT après impôt	-515	-528	236	1 344	2 218	4 082	5 848	6 715	7 484	7 909	7 909
(+) Dot. aux amort	730	867	912	960	1 134	1 152	1 143	1 332	1 332	1 332	
(-) Investissements	1 332	1 532	799	929	1 082	1 262	1 475	1 726	1 262	1 301	
% du CA	17,7%	15,2%	5,5%	4,7%	4,2%	3,7%	3,4%	3,5%	2,3%	2,3%	
(-) Variation du BFR	445	451	1 037	1 143	1 242	1 923	1 958	1 470	1 129	623	186
BFR	2 027	2 478	3 515	4 658	5 900	7 822	9 781	11 251	12 379	13 002	
% du CA	26,9%	24,6%	24,0%	23,5%	22,9%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	22,6%	
CF	-1 563	-1 644	-688	232	1 028	2 050	3 558	4 851	6 426	7 318	7 723
DCF	-1 530	-1 419	-523	156	606	1 066	1 631	1 959	2 286	2 294	

Source : estimations C.FINANCE

Synthèse et tableau de sensibilité de la valeur en K€

Taux d'actualisation	13,49%
Dernier flux normatif	
Taux de croissance infini	1,5%
Dernier flux normatif	7 723
Valeur de sortie	65 382
Valeur de sortie actualisée	20 496
Synthèse	
Sommes des flux 2017-2026	6 526
+ Valeur de sortie actualisée	20 496
= Valeur globale de l'entreprise	27 023
- Endettement net 2016 post levée	-4 449
+ Reports déficitaires fin 2016	2 929
+ AK BSPCE BSA	1 735
= Valeur actuelle nette postmoney	36 136

	croissance à l'infini		
CMPC	1,0%	1,5%	2,0%
12,99%	37 359	38 223	39 163
13,49%	35 376	36 136	36 961
13,99%	33 567	34 239	34 966

Source : estimations C.FINANCE

Par cette méthode, la valorisation des fonds propres de Roctool ressort autour de 36,1 M€ soit 10 € par titre dilué avec, compte tenu du profil de montée en puissance des résultats, une part très importante de la valeur terminale dans le modèle. Nous précisons par ailleurs que nous avons ajouté les reports déficitaires disponibles à fin 2016 et dilué les instruments dans la monnaie à savoir 270 148 titres.

Détails des instruments dilutifs

Nature	Fin de validité	Prix d'exercice	Nombre
BSPCE 2012	2022	5,50	50 000
BSPCE 2014	2024	12,10	50 000
BSPCE 2015	2025	8,36	62 500
BSA 2015	2025	8,36	10 000
BSA Boulanger	2026	6,79	100 000
Stock Option 2017	2027	6,50	120 148

Source : Roctool

V.3. Synthèse

Au final, compte tenu du stade actuel du développement et du modèle économique en cours de constitution, nos travaux font ressortir une évaluation autour de 10 € par action qui intègre les risques de décalage du plan retenu. Toute nouvelle favorable sur la percée auprès des grandes marques ou le décollage des ventes en Chine amènerait au fil des mois à une réduction de la prime de risque sur le titre. A titre d'exemple, une baisse de 12% du facteur de risque spécifique à 1,75 (soit un CMPC à 11,9%) permet d'envisager un cours d'équilibre de 12,1 €. Avec un facteur de risque à 1,5, le cours d'équilibre ressort à 15 €.

GRILLES FINANCIERES

COMPTE DE RESULTAT (K€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	3 833,7	4 319,7	6 375,4	7 533,0	10 086,8	14 637,2	19 853,8	25 758,3
Autres produits d'exploitation	918,6	974,4	842,7	705,4	489,4	538,4	592,2	651,4
Achats	646,2	1 125,2	1 854,6	2 117,5	2 892,2	4 163,0	5 727,6	7 961,3
Marge brute	3 187,5	3 194,6	4 520,8	5 415,6	7 194,6	10 474,2	14 126,2	17 797,0
Charges du personnel	1 623,3	2 195,1	2 670,1	3 400,0	4 029,6	4 974,1	6 096,1	7 280,9
Autres achats et charges externes retraités	1 698,7	2 253,8	2 023,3	2 655,3	3 433,6	4 647,5	5 571,6	6 592,9
Autres charges	48,6	84,5	89,4	105,5	141,3	205,0	278,0	360,7
Excédent Brut d'Exploitation	735,5	-364,4	580,7	-39,8	79,5	1 186,0	2 772,7	4 213,9
Dotation aux Amortissements	631,8	594,1	617,9	730,0	866,9	912,4	960,0	1 134,0
Dotation aux provisions	198,7	29,1	-33,8	-54,0	-54,0	-54,0	-54,0	0,0
Résultat d'exploitation	-95,0	-987,7	-3,4	-715,7	-733,4	327,6	1 866,7	3 079,9
Résultat financier	-24,1	-38,4	25,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat courant	-119,1	-1 026,1	21,7	-715,7	-733,4	327,6	1 866,7	3 079,9
Impôts sur les bénéfices	-11,3	-12,5	17,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exceptionnel	-165,6	-150,8	-104,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-273,5	-1 164,4	-100,5	-715,7	-733,4	327,6	1 866,7	3 079,9

BILAN (K€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Actif immobilisé	1 386,7	1 655,1	1 876,3	2 478,2	3 143,2	3 029,9	2 998,9	2 946,8
Stocks et en-cours	160,4	724,9	619,3	910,8	1 011,8	1 427,5	1 881,1	2 369,1
Clients et comptes rattachés	1 530,1	2 842,6	2 431,2	2 851,7	3 790,4	5 459,7	7 350,4	9 464,9
Disponibilités et FCP	3 035,3	1 591,1	1 080,2	4 288,6	1 978,6	922,6	1 217,6	2 826,2
TOTAL ACTIF	6 112,6	6 813,8	6 006,9	10 529,3	9 924,0	10 839,8	13 448,0	17 606,9
Capitaux propres	3 627,2	2 486,0	2 256,6	6 800,9	6 067,4	6 395,1	8 261,8	11 341,7
Provisions pour risques et charges	300,5	329,4	390,6	336,6	282,6	228,6	174,6	174,6
Emprunts et dettes financières LT	1 127,3	2 020,0	1 885,5	1 656,4	1 250,2	844,1	437,9	156,5
Emprunts et dettes financières CT	2,2	269,2	5,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fournisseurs et comptes rattachés	1 055,4	1 709,2	1 468,7	1 735,4	2 323,7	3 372,0	4 573,8	5 934,1
TOTAL PASSIF	6 112,6	6 813,8	6 006,9	10 529,3	9 924,0	10 839,8	13 448,0	17 606,9

TABLEAU DE FINANCEMENT (K€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Capacité d'autofinancement	722,7	-414,5	588,9	-39,8	79,5	1 186,0	2 772,7	4 213,9
-Variation du BFR brut	0,0	1 223,2	-310,4	445,4	451,4	1 036,8	1 142,5	1 242,1
Flux de trésorerie liés à l'activité	722,7	-1 637,7	899,2	-485,1	-371,9	149,3	1 630,2	2 971,8
Acquisition d'immobilisations	0,0	1 019,1	976,1	1 331,9	1 531,9	799,1	929,0	1 081,9
Variation nette des immo. financières	0,0	-26,7	-72,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie lié aux investissements	0,0	992,5	903,3	1 331,9	1 531,9	799,1	929,0	1 081,9
Augmentation de capital	0,0	2,7	-2,6	5 260,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation nette d'emprunts LT	0,0	892,7	-134,6	-229,0	-406,2	-406,1	-406,2	-281,3
Flux de trésorerie liés aux opérations financement	0,0	895,5	-137,1	5 031,0	-406,2	-406,1	-406,2	-281,3
Divers	-722,7	23,5	-106,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette	0,0	-1 711,2	-247,3	3 213,9	-2 310,0	-1 056,0	295,0	1 608,6

Ratios	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Marge d'EBE (%)	19,2%	-8,4%	9,1%	-0,5%	0,8%	8,1%	14,0%	16,4%
Marge d'exploitation (%)	-2,5%	-22,9%	-0,1%	-9,5%	-7,3%	2,2%	9,4%	12,0%
Marge nette (%)	-7,1%	-27,0%	-1,6%	-9,5%	-7,3%	2,2%	9,4%	12,0%
ROE (RN/Fonds propres)	-7,5%	-46,8%	-4,5%	-10,5%	-12,1%	5,1%	22,6%	27,2%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	-3,1%	-18,8%	-0,1%	-10,6%	-8,7%	3,4%	16,3%	23,3%
Dettes nettes / Fonds propres (%)	-52,5%	28,1%	35,9%	-38,7%	-12,0%	-1,2%	-9,4%	-23,5%
VE / CA (x)				3,2	2,6	1,8	1,3	0,9
VE / REX (x)				ns	ns	80,5	13,8	7,7
P / CF (x)				ns	ns	22,3	9,5	6,3
BNPA (en €)	-0,1	-0,5	0,0	-0,2	-0,2	0,1	0,6	0,9
PER (x)				ns	ns	80,8	14,2	8,6
Dividende par action (en €)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Taux de distribution	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Source : Roctool, estimations C.FINANCE

Détection des conflits d'intérêts potentiels

Société							
Roctool	a)	b)	c)	d)	e)	f)	g)
	Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non

a) CLEME Finance a participé ou participe, soit comme chef de file ou membre d'un syndicat de placement ou de garantie à une opération financière, soit comme conseil ou présentateur à une offre publique au cours des douze derniers mois.

b) CLEME Finance détient/détiennent une participation supérieure ou égale à 5% dans le capital de l'entreprise analysée.

c) L'émetteur objet de l'analyse détient une participation supérieure ou égale à 5% dans CLEME Finance.

d) CLEME Finance est/sont apporteur(s) de liquidité ou teneur(s) de marché sur un (des) instrument(s) financier(s) de l'émetteur

e) CLEME Finance a convenu avec l'émetteur de fournir un service de production et de diffusion d'analyses sur ledit émetteur.

f) CLEME Finance a modifié ses conclusions suite à la communication à la société avant sa diffusion de la présente analyse.

g) Le(s) responsable(s) de l'analyse, un directeur ou un membre du conseil d'administration de CLEME Finance est un dirigeant, directeur ou membre du conseil d'administration de la société.

Société							
Roctool	a)	b)	c)	d)	e)	f)	g)
	Oui	Non	Non	Oui	Non	Non	Non

a) SwissLife Banque Privée a participé ou participe, soit comme chef de file ou membre d'un syndicat de placement ou de garantie à une opération financière, soit comme conseil ou présentateur à une offre publique au cours des douze derniers mois.

b) SwissLife Banque Privée détient/détiennent une participation supérieure ou égale à 5% dans le capital de l'entreprise analysée.

c) L'émetteur objet de l'analyse détient une participation supérieure ou égale à 5% dans SwissLife Banque Privée.

d) SwissLife Banque Privée et/ou un de ses affiliés est/sont apporteur(s) de liquidité ou teneur(s) de marché sur un (des) instrument(s) financier(s) de l'émetteur

e) SwissLife Banque Privée a convenu avec l'émetteur de fournir un service de production et de diffusion d'analyses sur ledit émetteur.

f) SwissLife Banque Privée a modifié ses conclusions suite à la communication à la société avant sa diffusion de la présente analyse.

g) Le(s) responsable(s) de l'analyse, un directeur ou un membre du conseil d'administration de SwissLife Banque Privée est un dirigeant, directeur ou membre du conseil d'administration de la société.

CLEME FINANCE

6 square Petrelle - 75009 Paris CIF - numéro ORIAS : 16003976
christel@clemefinance.com RCS de Paris : 819 308 255



SwissLife
Banque Privée

7 place Vendôme - 75001 PARIS
SA au capital de 37 902 080 €
B 382 490 001 RCS Paris
Code d'établissement bancaire N°11 238Q