

ETUDE D'INITIATION

L'UV EN POUPE

La société est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'appareils utilisant la technologie des rayons ultraviolets (UV) à des fins de dépollution des milieux ambiants. La technologie UV, utilisée depuis les années 1970 pour stériliser l'eau, présente de nombreux avantages et son utilisation ne cesse de croître très régulièrement (+6%/an entre 2013 et 2020e selon GWI). Grâce à sa levée de fonds (6m€ en juillet 2017), UV GERMI est à l'aube d'une forte croissance qui sera tirée par (i) le développement de la R&D (20% du CA), (ii) la poursuite de la pénétration de cette technologie sur son marché historique (piscines...), (iii) l'évolution de la réglementation, (iv) le marché très prometteur de l'assainissement de l'air et (v) un développement international ciblé. Notre valorisation ressort à 5,5€ (soit potentiel de +42%) et nous initions la couverture de la valeur avec une recommandation ACHAT.

Laurent Wilk
+33 1 44 88 77 97
wilk@invest-securities.com

Un spécialiste des UV

UV GERMI est une PME française spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'appareils utilisant la technologie des rayons UV à des fins de dépollution des milieux ambiants. Leader français de la déchloration de piscines publiques, cet acteur dispose de son propre centre de recherche et d'innovation et d'une force commerciale lui permettant d'adresser l'ensemble de ses marchés.

Une technologie aux multiples avantages

La technologie UV est utilisée depuis les années 1970 pour stériliser l'eau. Elle présente comme principal avantage le fait de conserver l'ensemble de ses caractéristiques organoleptiques. C'est une méthode respectueuse de l'environnement dont les coûts induits sont relativement faibles par rapport aux autres méthodes. Son entretien s'avère également facile et elle garantit une quasi-innocuité pour le personnel qui la manipule.

Un marché à la croissance très régulière

Le marché de la désinfection de l'eau est dynamique. Selon Xerfi, la croissance des acteurs de l'assainissement de l'eau s'établit à +1,5% pour 2018. Pour sa part, le marché du traitement de l'eau par la technologie UV représente 1,5Md\$, soit 0,9% du marché global du traitement. Bien que cette part soit relativement faible, la croissance de ce marché est forte et régulière (+6% de 2013 à 2020e selon GWI).

Un acteur qui a les moyens de ses ambitions

UV GERMI est à l'aube d'une forte croissance qui sera selon nous tirée par : (i) les investissements en R&D (20% du CA), (ii) le développement sur le marché des piscines, (iii) l'évolution de la réglementation et le besoin croissant d'avoir recours à des solutions de désinfection propres, (iv) le déploiement sur le marché très porteur de l'assainissement de l'air et (v) l'international sur des zones particulièrement ciblées. Forte du succès de son introduction en bourse de juillet 2017 (6m€ levés) la société a les moyens de ses ambitions. Notre valorisation ressort à 5,5€, soit un potentiel de +42%, et nous initions la couverture de la valeur avec une recommandation ACHAT.

.../...

en € / action	2018e	2019e	2020e
BNA dilué	-0,14	0,03	0,27
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.

au 31/12	2018e	2019e	2020e
PE	n.s.	184,8x	17,4x
VE/CA	1,65x	1,45x	1,20x
VE/EBITDA	n.s.	23,5x	9,6x
VE/EBITA	n.s.	85,4x	14,3x
FCF yield*	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés

Cours actuel (€)	3,9
Nb d'actions (m)	2,6
Capitalisation (m€)	10,0
Capi. flottante (m€)	4,1
ISIN	FR0011898584
Ticker	ALUVI-FR
Secteur DJ	Producer Manufacturing

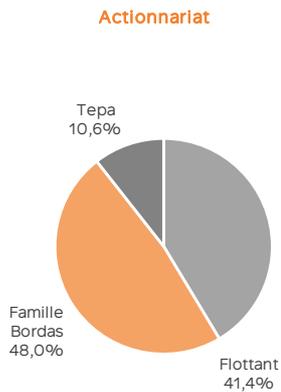
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-3,0%	-14,2%	-12,8%
Variation relative	+4,1%	+5,8%	+11,1%

Source : Factset, estimations Invest Securities

THESE D'INVESTISSEMENT

UV GERMI est positionnée sur une technologie innovante : la désinfection environnementale par ultraviolets. Qu'il s'agisse de l'eau (son marché historique), de l'air ou des surfaces, la société est devenue, en près de 20 ans, un spécialiste de cette technologie. Leader en France sur le marché de la déchloration en piscines publiques, UV GERMI est également une référence pour le traitement de l'eau potable et usée, marché en croissance continue, qui représente déjà plus d'1Md\$ dans le monde. Si la pénétration de cette technologie se poursuit en France, UV GERMI ambitionne de se développer également à l'international.

DONNÉES FINANCIÈRES



Données par action	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
BNA publié	0,00	0,00	-0,07	-0,14	0,03	0,27	0,54	0,53
BNA corrigé dilué	0,00	0,00	-0,07	-0,14	0,03	0,27	0,54	0,53
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	184,8x	17,4x	8,7x	8,9x
VE/CA	n.s.	n.s.	1,75x	1,65x	1,45x	1,20x	0,92x	0,70x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	23,5x	9,6x	5,3x	3,4x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	85,4x	14,3x	6,8x	4,6x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,1%	14,5%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,1%	11,7%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Cours en €	n.s.	n.s.	5,1	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Capitalisation	n.s.	n.s.	13,1	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2
Dette Nette	-0,2	-0,1	-4,6	-3,5	-2,2	-1,6	-2,3	-3,4
Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/-corrections	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Valeur d'Entreprise (VE)	n.s.	n.s.	8,3	8,4	9,7	10,2	9,5	8,4

Compte résultat (m€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
CA	4,3	4,4	4,8	5,1	6,7	8,5	10,4	12,0
var.	+27,1%	+3,8%	+7,6%	+7,2%	+31,4%	+26,9%	+22,4%	+15,4%
EBITDA	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,4	1,1	1,8	2,4
EBITA	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	0,1	0,7	1,4	1,8
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+96,4%	+30,4%
EBIT	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	0,1	0,7	1,4	1,8
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IS	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,5
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,7	1,4	1,4
RN pdg corrigé	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,7	1,4	1,4
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-1,8%

Tableau de flux (m€)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,4	1,1	1,8	2,4
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,6
Total capex	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-1,0	-1,0	-0,8	-0,6
FCF op. net IS avt BFR	-0,3	-0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,2	0,6	1,2
Variation BFR	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2
FCF op.net IS après BFR	-0,5	-0,2	-0,4	-1,2	-1,3	-0,8	0,2	1,0
Acquisitions/cessions	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	0,4	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2
Free cash-flow publié	0,0	-0,1	4,5	-1,1	-1,3	-0,5	0,7	1,1

Bilan	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Actifs immobilisés	0,6	0,7	0,9	1,3	2,1	2,8	3,2	3,2
dont incorporels/GW	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BFR	1,3	1,1	1,2	1,5	2,1	2,7	3,0	3,2
Capitaux Propres groupe	1,9	1,7	6,5	6,1	6,2	6,9	8,3	9,7
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dette fi. nette	-0,2	-0,1	-4,6	-3,5	-2,2	-1,6	-2,3	-3,4

Ratios financiers (%)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,2%	12,6%	17,4%	20,3%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,7%	8,4%	13,5%	15,3%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,0%	8,2%	13,4%	11,4%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,7%	13,1%	22,7%	28,6%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,1%	10,1%	16,8%	14,2%
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-5,3x	-1,5x	-1,3x	-1,4x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

Prochains événements

n.c.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources, ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

73, bd Haussmann - 75008 Paris

T : +33 (0)1 80 97 22 01

invest-securities.com

SOMMAIRE

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV	p.5
1.1 Une expertise reconnue et protégée	p.5
1.2 Un modèle économique qui fait ses preuves	p.12
1.3 Une dynamique de croissance avérée	p.18
2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution	p.21
2.1 Le marché de la dépollution par les UV	p.21
2.2 La technologie UV comme technique de dépollution de l'eau	p.24
2.3 L'eau et son assainissement : une problématique d'envergure pour les années à venir	p.26
3 – Vers une croissance rentable dès 2020	p.30
3.1 Une croissance qui sera tirée par l'innovation et l'international	p.30
3.2 2019, l'année du retour à la rentabilité	p.31
3.3 Un potentiel d'appréciation de +42%	p.33

1 – UV GERMI, acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

1.1 Une expertise reconnue et protégée	p.5
1.1.1 Un savoir-faire issu de son fondateur et dirigeant	p.5
1.1.2 La technologie UV GERMI : les lampes à vapeur de mercure à basse pression	p.5
1.1.3 Un positionnement ciblé sur le marché de l'eau	p.9
1.1.4 De fortes barrières à l'entrée : les agréments	p.10
1.2 Un modèle économique qui a fait ses preuves	p.12
1.2.1 Une offre de produits diversifiée	p.12
1.2.2 Une technologie protégée et source de récurrence	p.14
1.2.3 L'innovation au cœur du modèle	p.15
1.2.4 Une internationalisation progressive	p.16
1.3 Une dynamique de croissance avérée	p.18
1.3.1 Une croissance du CA régulière	p.18
1.3.2 Une chaîne de valeur contrôlée	p.18

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

UV GERMI est une PME française créée en 2009 par André Bordas et spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'appareils utilisant la technologie des rayons ultraviolets (UV) à des fins de dépollution des milieux ambiants. Leader français de la déchloration de piscines publiques, cet acteur à taille humaine dispose de son propre centre de recherche et d'innovation et d'une force commerciale lui permettant d'évoluer sur le marché de la dépollution de l'eau d'une part, et de se développer sur de nouveaux marchés, l'air et les surfaces, d'autre part.

1.1 Une expertise reconnue et protégée

1.1.1 Un savoir-faire issu de son fondateur et dirigeant

1.1.1.1 André Bordas : un dirigeant et entrepreneur qui a fait ses preuves

À l'origine d'UV GERMI, on trouve André Bordas, un entrepreneur aguerré dont le savoir-faire dans la technologie de dépollution par les UV représente le fondement de celle-ci. En effet, à la fin des années 1970, il commence par fonder une entreprise spécialisée dans le bobinage industriel puis étend son activité, une dizaine d'années plus tard, en créant la SARL BORDAS spécialisée dans la distribution de fournitures industrielles variées.

En 1995, il est sollicité par la Chambre d'agriculture afin de penser une solution de traitement des eaux de serre, pour lesquelles il n'existait aucun appareil dédié. C'est ainsi qu'il conçoit et fabrique cinq réacteurs de traitement par ultraviolets (UV) et que naît l'activité qui sera plus tard celle d'UV GERMI.

Ce dernier développe donc son savoir-faire dans la technologie UV et obtient en 2003 un brevet sur les flux et puissances UV-C, puis en 2006 un agrément du Ministère de la Santé pour le déchlorationneur de piscines publiques.

1.1.1.2 Création de la société UV GERMI le 18 décembre 2009

Fort de son expertise et conscient du potentiel de cette technologie, André Bordas sépare son activité historique de celle-ci, et crée UV GERMI le 18 décembre 2009, qui devient l'entité en charge de la conception, la fabrication et la commercialisation d'appareils de dépollution de l'eau, de l'air et des surfaces, par la technologie UV.

Par la suite, il obtient d'autres agréments ministériels pour deux appareils destinés au traitement de l'eau potable en 2013 puis 2014 et commence à se développer sur de nouveaux marchés, notamment pour le traitement de l'air par photocatalyse avec son appareil GERMI AIR 75. Parallèlement, il s'internationalise progressivement et cible certaines zones stratégiques comme les Emirats Arabes Unis ou l'Arabie Saoudite.

1.1.2 La technologie UV GERMI : les lampes à vapeur de mercure à basse pression

1.1.2.1 Une longueur d'onde des rayons UV bien déterminée

Le traitement par la technologie UV nécessite l'utilisation de réacteurs UV qui émettent un rayonnement UV-C précisément défini. Pour ce faire, des lampes UV doivent être installées dans ce réacteur, autour desquelles l'eau transite, puis ressort désinfectée. Il existe plusieurs types de lampes, UV GERMI ayant choisi de n'en utiliser qu'un.

Les lampes à vapeur de mercure à moyenne pression produisent un rayonnement UV dit polychromatique (plusieurs longueurs d'onde), tandis que **les lampes à basse pression produisent un rayonnement UV dit monochromatique à 254nm, soit très proche de la longueur d'onde de 253,7nm à l'effet germicide recherché.**

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

UV GERMI privilégie ainsi les lampes à **basse pression** aux lampes à moyenne pression, pour plusieurs raisons, qu'elles soient de nature économique, écologique ou en termes d'efficacité.

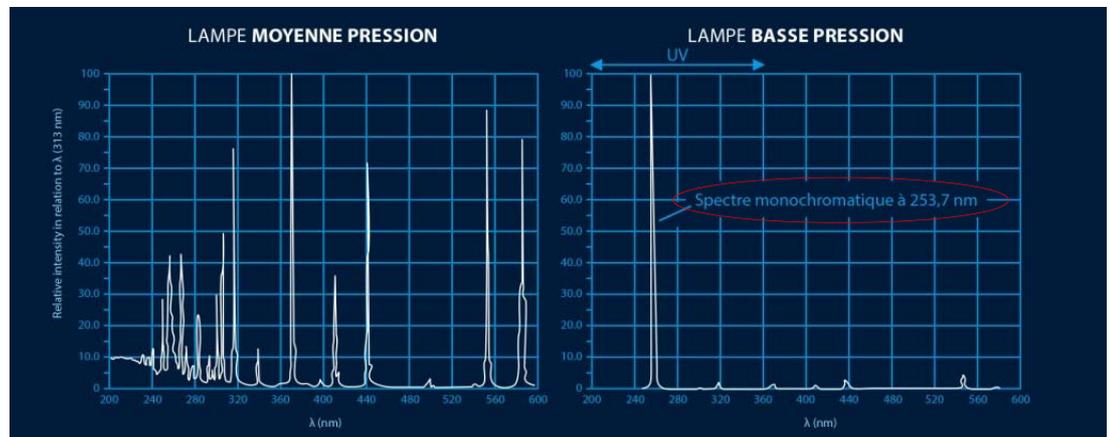
Comparaison entre une lampe à moyenne pression et une lampe à basse pression

	Lampe basse pression	Lampe moyenne pression
Amélioration de la qualité sanitaire de l'eau	Oui	Oui
Longueur d'onde	Monochromatique	Polychromatique
Durée de vie des lampes	Durée garantie de 16,000h	Valeurs estimatives non garanties
Température à surveiller dans les plasmas des lampes et dans les gaines de quartz	90°C	600 à 900°C
Nettoyage des gaines de quartz	Faible encrassement	Obligatoire : risque d'encrassement élevé
Fiabilité	Appareil comprenant de 6 à 20 lampes : une ou deux lampes défectueuse(s) n'altère pas le fonctionnement de l'appareil (en attendant une intervention technique)	Appareil comprenant de 1 à 2 lampes : une lampe défectueuse entraîne l'arrêt du traitement
Economie d'énergie	A qualité de traitement égale, la consommation des lampes basse pression est plus de deux fois inférieure	

Source : Société

L'avantage principal des lampes à vapeur de mercure basse pression réside dans le fait que les lampes à basse pression émettent un rayonnement UV monochromatique à 254nm. **Celui-ci est bien meilleur que celui des lampes à moyenne pression, ce qui garantit aussi bien une meilleure maîtrise du processus qu'un ciblage plus précis de l'action.** Nous pouvons ainsi constater cela dans l'illustration ci-dessous, en comparant le rayonnement UV émis par une lampe basse pression à celui émis par une lampe à moyenne pression.

Les différentes longueurs d'onde des lampes UV-C moyenne et basse pression



Source : Société

Pour autant, la société a également la possibilité de traiter avec des lampes à moyenne pression, si cela est nécessaire et afin de mieux répondre aux attentes des clients.

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

1.1.2.2 Une efficacité totale sur l'ensemble des micro-organismes dont les protozoaires

À l'instar des autres techniques de dépollution comme la chloration, la technologie UV utilisée par UV GERMI permet la destruction de nombre de micro-organismes, tels que les bactéries, les virus, les micropolluants, les levures, les champignons ou bien même les algues.

Mais à l'inverse de ces autres techniques, la technologie UV, qui est une **méthode de désinfection physique et non pas chimique, est la seule dont la spécificité est de pouvoir détruire certains protozoaires jusqu'alors résistants aux méthodes précédemment citées, tels que les parasites intestinaux (Giardia et Cryptosporidium), et ce, sans aucun risque pour le consommateur.** En ce sens, elle garantit une destruction totale de tous les polluants qui peuvent être présents dans l'eau traitée, sans avoir besoin de faire intervenir des composants chimiques susceptibles d'être dangereux pour l'homme ou l'environnement.

Cela est d'autant plus avantageux que ces parasites sont souvent responsables de pathologies graves qui peuvent s'avérer mortelles chez les individus les plus vulnérables (enfants et personnes âgées).

Afin d'assurer la destruction des micro-organismes présents dans l'eau, UV GERMI définit la puissance de rayonnement des UV-C nécessaire. Ce dimensionnement dépend de plusieurs caractéristiques pour le traitement des fluides, notamment leur débit, leur transmittance (c'est-à-dire que la qualité de l'eau doit être compatible pour permettre aux UV de la pénétrer, elle doit donc être suffisamment claire) ainsi que le taux de destruction qui est souhaité.

Dans le tableau ci-après, nous pouvons voir la dose d'UV (exprimée en millijoule/cm²), c'est-à-dire la quantité d'énergie contenue dans les rayonnements qui sont reçus par cm² d'eau traitée et son efficacité sur la destruction des micro-organismes (de 90 à 99%).

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

Une efficacité des UV sur les micro-organismes allant de 90% à 99,9%

Dose nécessaire d'UV en millijoule/cm ² selon l'efficacité souhaitée		90%	99,99%
Bactéries			
Escherichia coli	Bactérie intestinale (gastro-entérites, infections urinaires, méningites)	2,9	11,6
Salmonella typhosa	Bactérie présente dans l'eau, l'air ou encore l'intestin (fièvres typhoïdes, fièvres parathyroïdes et salmonelloses)	2,2	8,8
Bacillus subtilis veg	Bactérie présente dans différents substrats (notamment, les sols) qui n'est pas considérée comme pathogène pour l'homme mais qui peut contaminer des aliments et exceptionnellement provoquer des intoxications alimentaires	6,1	24,4
Bacillus subtilis spr		11,8	47,2
Streptococcus lactis	Bactérie présente dans le lait	5,5	22,2
Pseudomonas fluorescens	Bactérie pouvant contaminer les fromages	3,5	14
Staphylococcus albus	Bactérie responsable de diverses infections	1,8	7,2
Staphylococcus aureus	Bactérie la plus pathogène des Staphylococcus, responsable d'intoxications alimentaires, d'infections localisées suppurées et dans les cas les plus extrêmes d'infections mortelles	2,6	10,4
Vibrio comman cholerae	Bactérie source du choléra	3,4	13,6
Pseudomonas tumefaciens	Bactérie pouvant provoquer des maladies des végétaux	4,4	17,6
Pseudomonias cepacia	Bactérie source d'infection pulmonaire	4,5	18
Virus			
Poliovirus poliomyelitus	Virus source de la poliomyélite, maladie contagieuse du système nerveux pouvant entraîner une paralysie totale qui se transmet par voie directe ou rarement par des eaux ou des aliments contaminés	3,2	12,8
Hépatite virale	Inflammation chronique ou aigüe du foie due à un virus pouvant évoluer vers une forme grave, une cirrhose ou un cancer	5,8	23,2
Protozoaires			
Cryptosporidium	Protozoaire source de diarrhée chez les hommes voire de maladies plus sévères comme la pancréatite ou encore de malnutrition mortelle chez les enfants	5,8	22
Giardia	Protozoaire intestinal notamment, source de diarrhées persistantes sur plusieurs mois	5,2	22
Moisissures			
Penicilium roqueforti	Champignon présent dans les fromages : roquefort, fourmes ou bleus	26,4	106
Rhizopus nigricans	Moisissure commune	220	880
Levures			
Levure de boulanger	-	8,8	35
Levure de bière	-	6,6	27

Source : Société

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

En ce qui concerne le traitement de l'air et donc la destruction de certains composés volatils par photocatalyse, UV GERMI utilise la technologie UV en combinaison avec d'autres technologies afin de renforcer son efficacité sur les molécules chimiques présentes dans le milieu traité.

1.1.3 Un positionnement ciblé sur le marché de l'eau

1.1.3.1 Un portefeuille d'activités complet...

UV GERMI est présent sur les trois principaux segments qui composent le marché de l'eau, à savoir les eaux de piscines, les eaux industrielles et les eaux usées, et enfin l'eau potable. La société apporte des solutions précises en fonction des problématiques relatives à chacun de ces milieux. A ce titre, les eaux de piscines représentent son premier marché en termes de CA (27,3% du CA 2017 et 60,1% avec le relamping). Les eaux potables constituent son deuxième marché (21% du CA 2017), et enfin, les solutions industrielles et les eaux usées sont le troisième marché d'UV GERMI (16,8% du CA 2017).

Marchés et solutions d'UV GERMI

Marchés	Solutions UV Germi
Piscines	Déchloration (piscines publiques ou hôtellerie de loisirs, centres de santé/bien-être) Système global innovant de dépollution de centres aquatiques
Solutions industrielles et eaux usées	Traitement des eaux usées et des eaux grises Réutilisation à des fins d'irrigation Eaux agricoles et aquacoles Eaux intervenant dans les chaînes de production de l'industrie alimentaire Eaux ultra-pures pour les industries pharmaceutiques ou de haute technologique (à l'instar de la micro-électronique) Rejets en mer issus des activités humaines (centres de thalassothérapie, stations d'épuration...) Dépollution de l'air Dépollution des surfaces (industrie agro-alimentaire)
Eaux potables	Gestion de réseaux de proximité d'approvisionnement de l'eau Intégration au sein d'usines de potabilisation de l'eau de grandes tailles Traitement de l'eau des résidences individuelles et collectives Traitement des systèmes de dépollution

Source : Société

1.1.3.2 ... et une spécialisation dans les eaux de piscines

UV GERMI est présente depuis ses débuts sur ce marché et s'affiche désormais comme le leader français de la déchloration de piscines, notamment publiques, avec plus de 1200 bassins équipés (piscines municipales à Toulouse et à Marseille, notamment), sur un total estimé de 3300 bassins. La société dispose de l'agrément nécessaire délivré par le Ministère de la santé pour le procédé de déchloration UV basse pression en piscines publiques.

UV GERMI jouit en effet d'un avantage concurrentiel considérable, résidant dans sa parfaite maîtrise du phénomène de photolyse, qui lui a permis de concevoir et fabriquer des appareils de déchloration, UV DECHLO, à haut rendement et dont la durée de vie des lampes s'élève à plus de 16,000h.

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

Concrètement, l'utilisation de ces appareils permet aux utilisateurs de faire des économies en termes de consommation d'eau, et ainsi d'avoir un retour sur investissement très rapide.

Economies liées à l'utilisation d'un appareil UV DECHLO par bassin de piscines

Economies liées à la réduction d'apport d'eau neuve	Coût de l'eau traitée et chauffée par mètre cube	Estimation du nombre moyen de baigneurs par jour (hypothèse de 330 jours d'ouverture)	Quantité d'eau journalière économisée (hypothèse d'un besoin d'eau neuve réduit de 94l/baigneurs/jour à 50l/baigneur/jour)	Gain annuel sur l'apport d'eau neuve
	De l'ordre de 7€ TTC	424,2	18,6 mètres cubes par jour	43000€ TTC
Coût de l'investissement (achat et installation de l'appareil)	De l'ordre de 21000€ TTC			
Coût annuel d'exploitation (maintenance de l'appareil)	De l'ordre de 1800€ TTC			

Source : Société

L'exemple correspond ici à l'utilisation d'un appareil UV DECHLO pour le traitement de l'eau d'un bassin ludique de 150 mètres cubes. Il met principalement en avant le gain annuel effectué sur la consommation d'eau, celui-ci permettant à l'appareil d'être rentabilisé dès la première année.

Compte tenu de son expertise et de son savoir-faire sur ce segment de marché, la société souhaite élargir son offre à de nouveaux marchés, et notamment à des sites accueillant du public tels que les spas, les centres de thalassothérapie ou de kinésithérapie.

1.1.4 De fortes barrières à l'entrée sur le marché de l'eau : les agréments

1.1.4.1 Une technologie encadrée et soumise à l'obtention d'agréments

Dans le cas particulier des produits et procédés de traitement d'eau destinés à la consommation humaine (EDCH) utilisant des réacteurs UV, les conditions de mise sur le marché et d'emploi de ceux-ci sont définies à l'article R. 1321-50 (I et II) du Code de la santé publique, depuis l'arrêté du 9 octobre 2012.

Elles s'appliquent précisément aux réacteurs de lampes à rayonnements UV produits à partir de lampes de mercure, à basse ou moyenne pression, et positionnées dans le flux d'eau à traiter. Elles ont pour objectif de définir les exigences en termes d'innocuité et d'efficacité. Les réacteurs UV doivent être vendus avec une certification française.

Ainsi, pour permettre la mise sur le marché d'un réacteur UV, le metteur sur le marché doit disposer :

- ✓ De l'attestation de conformité sanitaire du réacteur aux UV délivrée par un laboratoire habilité par le Ministère de la Santé, relativement à l'article R. 1321-50-II du Code de la santé publique
- ✓ Des justificatifs d'allégations relatives à l'efficacité des UV tels qu'ils sont définis dans l'arrêté du 9 octobre 2012
- ✓ De la notice du réacteur UV

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

En effet, l'Attestation de Conformité Sanitaire (ACS) est indispensable à la mise sur le marché des produits et procédés de traitement d'EDCH équipés de réacteurs UV, puisqu'elle permet d'attester de la conformité ou non de ceux-ci aux dispositions énoncées plus haut.

Elle ne peut être délivrée que par un laboratoire habilité par le ministre de la Santé, vaut pour une durée de cinq ans et doit principalement remplir les deux conditions suivantes :

- ✓ La conformité de la formulation du produit, de l'échangeur ou du support de traitement à des listes positives de référence
- ✓ La conformité des résultats d'essais de migration vis-à-vis de critères d'acceptabilité

Au niveau européen, la réglementation en vigueur qui s'applique quant à la certification des appareils UV est particulièrement proche de celle s'appliquant en Allemagne (DVGW) et en Autriche (ÖNORM), qui sont à l'origine des deux principaux protocoles de validation de réacteurs UV les plus utilisés. Ces derniers imposent ainsi une Dose de Réduction Equivalente (DRE) égale à 400 J/m², correspondant à la dose photonique déterminée après la réalisation de tests à l'aide de la courbe dose-réponse. Néanmoins, il n'existe pas encore de norme européenne en tant que telle.

1.1.4.2 Une politique d'agrément et d'autorisation proactive pour UV GERMI

L'activité d'UV GERMI dépend largement de l'obtention ainsi que du renouvellement des agréments et autorisations nécessaires à la commercialisation de ses produits. La société estime ainsi que le temps nécessaire à l'obtention des agréments est de 3 à 4 ans, et que les coûts peuvent avoisiner les 70k€ par autorisation. Ses agréments sont délivrés pour des débits de 5 à 1000m³/h.

La société se doit donc de les maintenir et d'éviter leur perte. Elle participe ainsi à la mise en œuvre d'une veille juridique régulière au niveau de la réglementation qui concerne son activité. Par ailleurs, elle est membre du SIET (Syndicat des Industriels des Equipements du Traitement de l'eau), qui demeure un acteur central dans les évolutions des réglementations, aussi bien au niveau français qu'europpéen.

Liste des agréments dont dispose UV GERMI et leur date d'expiration

Intitulé	Date d'obtention	Date d'expiration
Agréments piscines publiques		
Agrément UVDECHLO	26/11/2006	
Attestation de conformité sanitaire matériaux		
Réacteurs UV à usage agro-alimentaire	01/07/2015	06/06/2020
Réacteurs UV à usage privé	01/07/2015	06/06/2020
Attestation de conformité sanitaire UV		
GERMI CD 200 MS	12/04/2013	13/12/2017
GERMI DP 300 NA	12/04/2013	11/12/2017
GERMI AD 200 MS	17/03/2014	05/12/2018
GERMI AP60	19/05/2014	12/03/2019
GERMI HD 300 NA	14/01/2015	14/01/2020
GERMI AD 120	21/08/2015	10/07/2020
GERMI BD 200	21/08/2015	10/07/2020
GERMI CD 300	29/12/2015	23/11/2020
GERMI DD 300	18/04/2017	18/04/2022
GERMI LD 600	18/04/2017	18/04/2022

Source : Société

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

1.2 Un modèle économique qui fait ses preuves

1.2.1 Une offre de produits diversifiée

1.2.1.1 Une large gamme de produits...

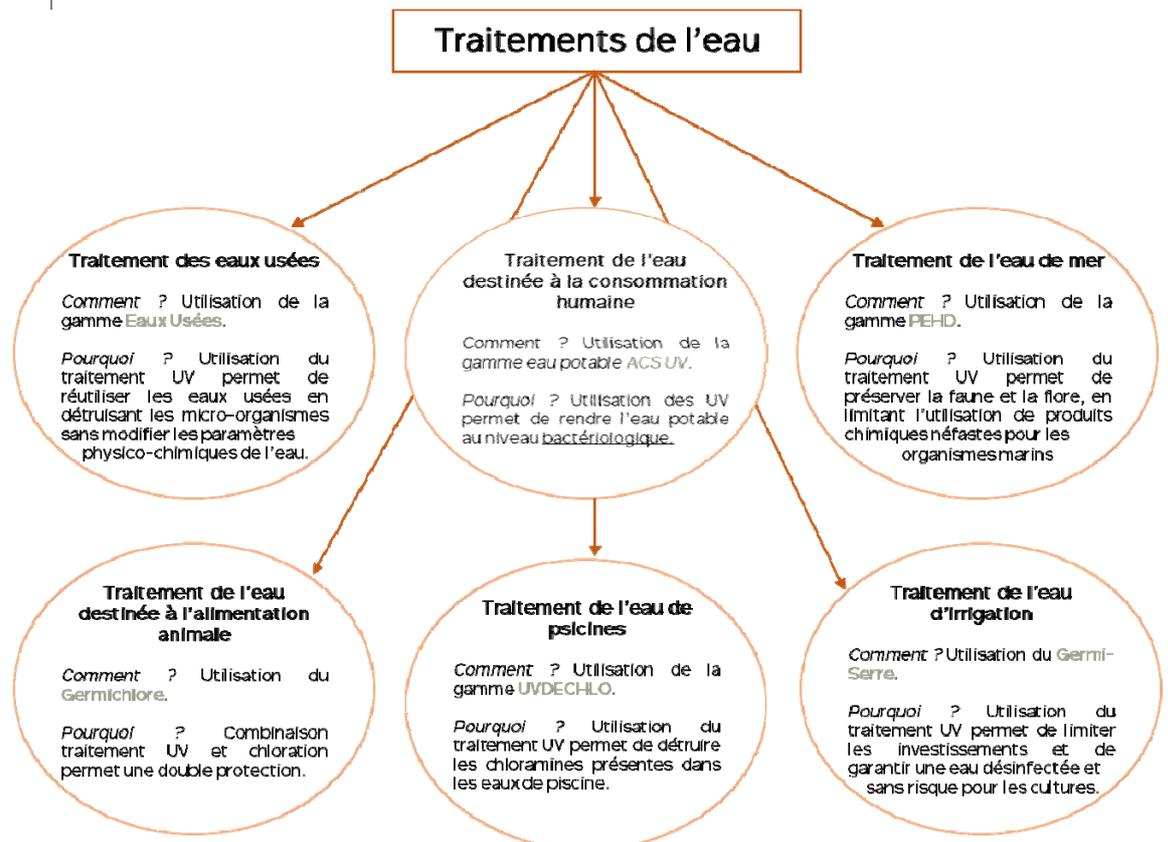
UV GERMI met à la disposition de ses clients une large gamme de produits, dont des produits dits standards, mais aussi des produits plus spécifiques, à savoir des installations sur mesure, notamment pour les industriels. Les prix varient sur une fourchette allant de 200€ (grand public) à 300k€ (professionnels).

Exemple d'appareil de déchloration UV Delcho

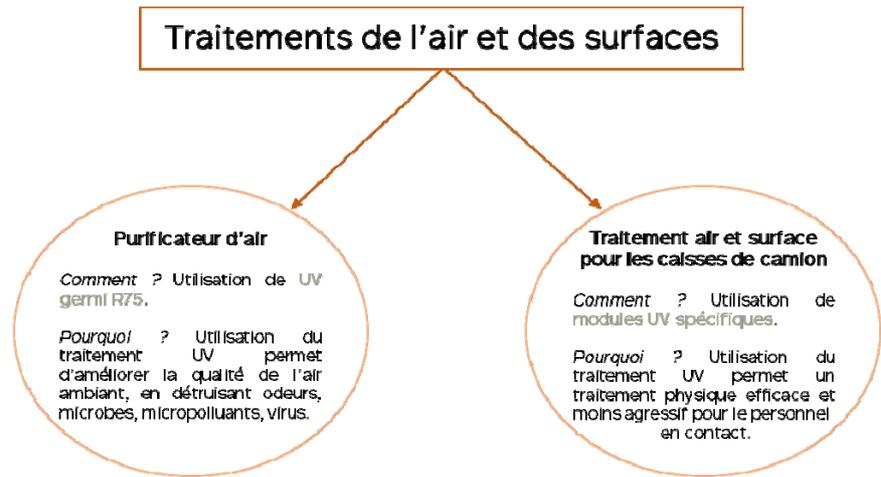


Source : Société

Selon les marchés ciblés et les problèmes (qu'ils soient environnementaux, sanitaires ou économiques) qui se posent, la société prévoit un type d'appareil spécifique qui peut être utilisé seul, ou bien en complément d'une autre méthode.



1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV



Source : Invest Securities

Le GERMI Airclean



Source : Société

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

1.2.1.2 ... adressée à un portefeuille clients diversifié

UV GERMI s'adresse à un portefeuille de clients variés, dont les collectivités locales, des grands groupes de l'eau, des distributeurs professionnels, des équipementiers et industriels ou encore des particuliers. La pluralité d'acteurs ciblés et surtout la pluralité des secteurs adressés constituent un avantage notable pour la société qui ne se voit pas trop exposée à un secteur en particulier, ce qui contribue à maintenir un risque de dépendance faible.

Exemples de clients selon les secteurs

Secteur	Clients finaux et mode de distribution	Exemples de clients finaux
Piscines publiques	Collectivités locales en direct ou intermédiation par installateur ou exploitant	
Piscines privées	Distributeurs professionnels	
Eaux usées	Grands groupes de l'eau ou collectivités locales	
Eau potable	Grands groupes de l'eau ou collectivités locales en direct	

Source : Société

1.2.2 Une technologie protégée et source de récurrence

1.2.2.1 Un dispositif spécialement dédié aux appareils UV GERMI

UV GERMI impose l'utilisation de ses propres lampes dans ses appareils de dépollution, que ce soit pour les appareils de traitement de l'eau, de l'air ou des surfaces. En effet, son activité est protégée par une technicité dans la fabrication de ces lampes, qui disposent d'une connectique spécifique, ne pouvant donc être utilisées que sur leurs appareils. Cette spécificité leur permet d'attester par ailleurs de la conformité aux normes (de commercialisation et sanitaires par exemple).

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

1.2.2.2 Les activités de maintenance et de « relamping »

Les activités de « relamping » correspondent au remplacement des lampes UV d'un système, dans le cadre de la maintenance de ce dernier et sont donc associées aux activités de maintenance, qui garantissent le fonctionnement des appareils. Ces activités représentent le premier poste de génération de CA, soit 34% du CA total de la société en 2016. Compte tenu de leur caractère séquentiel, elles sont sources de récurrence pour le CA de la société, ce qui représente un atout majeur et permet à l'entreprise de s'assurer un revenu minimal.

Les activités de « relamping » représentent à elles seules 25% du CA, pour un total de 2500 lampes commercialisées chaque année. Ainsi, bien que les lampes UV utilisées par la technologie UV GERMI aient une durée de vie considérée comme longue, elles doivent tout de même être remplacées tous les deux ans.

1.2.3 L'innovation au cœur du modèle

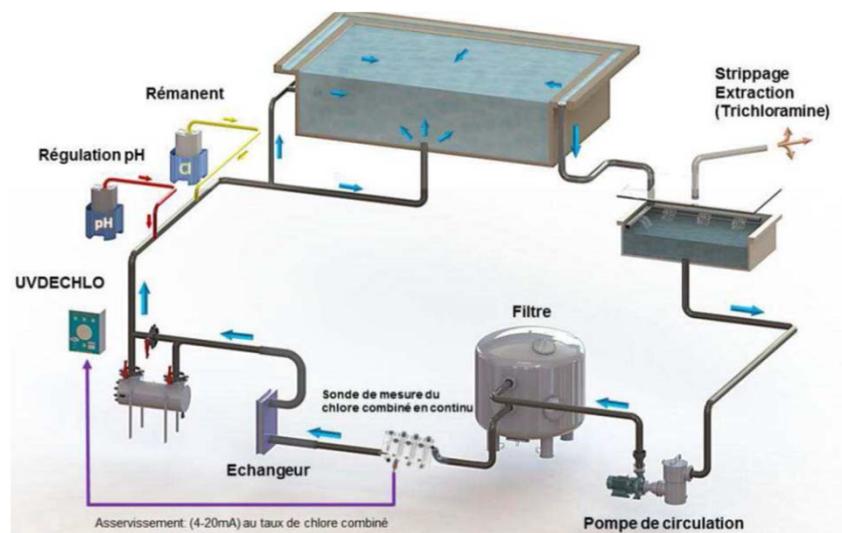
1.2.3.1 Un approfondissement constant de son expertise

UV GERMI accorde une place particulièrement importante à l'innovation, cela se manifestant par des investissements conséquents (2,5m€ au total depuis 2014) qui lui permettent d'approfondir son expertise sur le marché de l'eau, qu'elle considère comme un marché de niche à forte valeur ajoutée. En moyenne, l'équipe du centre de recherche et d'innovation conduit une dizaine de projets par an, à leur propre initiative ou à la demande spécifique de clients.

Cette stratégie s'inscrit finalement dans une volonté de proposer des produits efficaces tout en permettant de réduire les coûts, et d'obtenir les agréments et autorisations nécessaires à la pérennité de l'activité.

Par exemple, depuis 2013, UV GERMI met en place un système innovant sur ses appareils de déchloramination UV DECHLO, permettant de mesurer en temps réel le taux de chloramines présent dans l'eau traitée, et dont dépend la puissance des lampes utilisées.

Installation d'un appareil UV DECHLO sur le système de traitement d'une piscine



Source : Société

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

Forte de cette expertise sur le marché des eaux de piscine, la société bénéficie de nombreux relais de croissance sur le marché de l'eau en général, et notamment les sites accueillant du public et qui font par ailleurs l'objet d'un renforcement de la réglementation. Il s'agit donc de projets comme la réhabilitation de piscines collectives, la création de centres aquatiques...etc, le but étant de proposer des solutions globales appuyées sur la technologie de traitement par UV.

Notons par exemple le projet qu'elle a réalisé en 2016 pour la piscine intercommunale des Murs à Pêches à Montreuil, qui est devenue la première piscine à fonctionner uniquement par traitement naturel, afin de réutiliser l'eau de baignade, notamment pour l'arrosage des pelouses, les douches ou les appareils sanitaires. UV GERMI a donc développé un réacteur particulier, un ozonateur/désozonateur garantissant la propreté de l'eau.

1.2.3.2 La pénétration du marché de l'air

Consciente des opportunités et des enjeux, notamment sanitaires et écologiques, que représentent certains marchés, UV GERMI tend à étendre son activité à d'autres systèmes de dépollution, utilisant comme base la technologie UV. Il s'agit principalement du marché de l'air, qui ne représente actuellement que 1% du CA 2016 de l'entreprise, mais dont le potentiel de croissance est jugé considérable par la société.

En effet, la société estime que le marché de l'air pourrait représenter une grande partie de la croissance future de son CA, compte tenu des enjeux soulevés par la dépollution de ce milieu. La technologie de dépollution de l'air par les UV s'oppose ainsi à celle du filtre à charbon, actuellement utilisée, et elle présente des avantages par rapport à cette dernière, notamment quant à la facilité de son entretien.

UV GERMI a donc développé une gamme d'appareils destinés à la dépollution de l'air, dont le purificateur d'air UV GERMI R75 (petits volumes) et le tout nouveau GERMI Airclean (grands volumes : hall de gare, stations de métro, agroalimentaire...) qui permettent de détruire, au-delà des odeurs, les micro-organismes (virus de la grippe par exemple) et les molécules organiques (telles que la nicotine) présents dans l'air ambiant.

Il s'appuie sur le principe de la **photocatalyse UV, qui permet sous l'effet des UV-C de tuer les micro-organismes et de transformer les COV (Composés Organiques Volatils) en molécules simples et inoffensives (gaz carbonique et eau)**. Par ailleurs, il répond aux exigences de la norme française B44-200, qui impose que l'efficacité de l'appareil soit effective lorsque le pouvoir de réduction de celui-ci atteint 80%.

Ces appareils sont notamment destinés à des lieux particuliers, tels que les milieux hospitaliers ou médicaux (salles d'attente par exemple), les bureaux, vestiaires, sanitaires ou autres locaux accueillant du public.

1.2.4 Une internationalisation progressive

1.2.4.1 Une présence dans des zones touchées par le stress hydrique

Compte tenu de la concurrence accrue sur les marchés locaux d'UV GERMI et des enjeux sanitaires, écologiques, économiques et environnementaux autour de l'eau, UV GERMI se développe progressivement à l'international, et cible notamment des zones marquées par le phénomène de **stress hydrique**.

Celui-ci correspond à une **disponibilité limitée de la ressource, aussi bien pour les activités humaines que pour les besoins de l'environnement, et dont le seuil est fixé à 1700 mètres cubes par an et par habitant. En deçà de ce seuil, à 1000 mètres cubes par an et par habitant, on parle de pénurie.**

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

Actuellement, les trois quarts des pays arabes sont en situation de stress hydrique, dont près de la moitié se trouve même en dessous des 500 mètres cubes par an et par habitant.

Consciente de cette réalité et de l'urgence de la situation, UV GERMI cible principalement des pays qui sont fortement touchés par ce phénomène, à savoir l'Arabie Saoudite, les Emirats Arabes Unis ou encore la Turquie. De plus, elle prévoit d'étendre son action à d'autres cibles qui connaissent les mêmes préoccupations, telles que le Maroc, le Vietnam ou les Philippines.

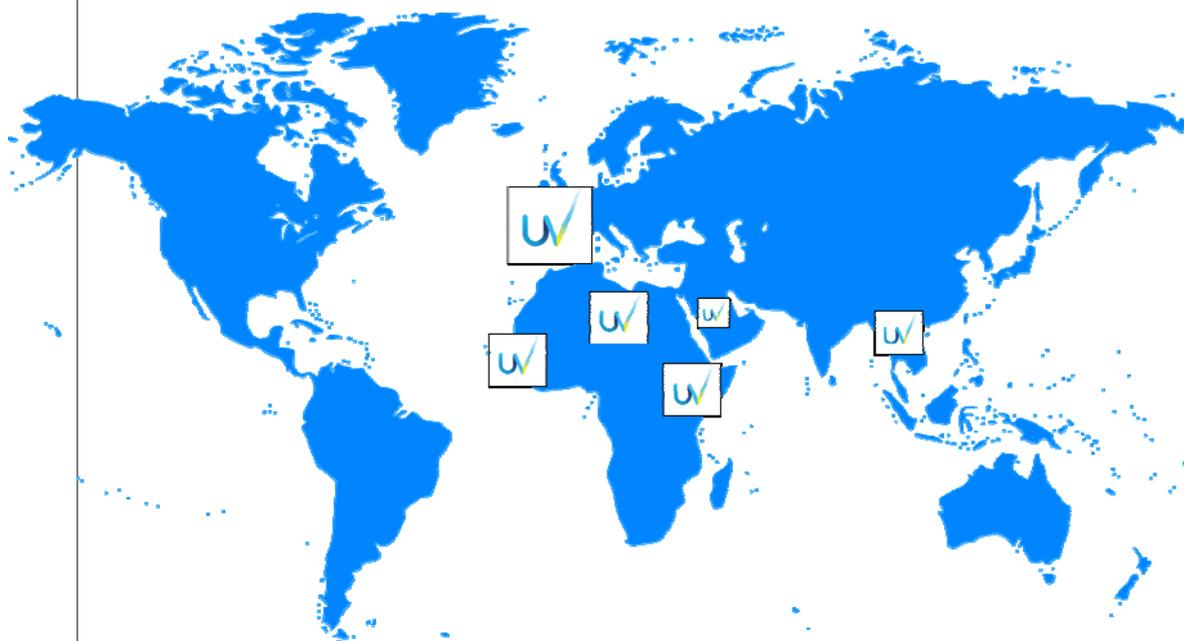
1.2.4.2 Une implantation récente à l'international qui croît rapidement

Actuellement (2016), la part du CA de la société consacrée à l'export est estimée à 15%, contre 10% en 2015 et 8% en 2014, et concerne principalement les appareils destinés au traitement de l'eau potable, des eaux usées (y compris grises) ou des eaux de piscines. Cette réalité est effectivement à mettre en lien avec le phénomène de stress hydrique précédemment énoncé.

Concrètement, UV GERMI renforce sa présence dans les zones citées ci-dessus, en participant à des événements d'envergure internationale comme des salons au Moyen-Orient (celui d'Abu Dhabi en 2015 par exemple), ou en élaborant des partenariats (avec la société UV GERMI KSA en Arabie Saoudite) et enfin via l'ouverture de filiale, comme à Dubaï en mai 2018.

Concernant son mode d'action, la société a opté pour un mode double de commercialisation, c'est-à-dire des ventes semi-directes (en Arabie Saoudite) et des accords de distribution (en Turquie, au Vietnam et au Maroc).

Présence d'UV GERMI à l'International



Source : Société

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV

1.3. Une dynamique de croissance avérée

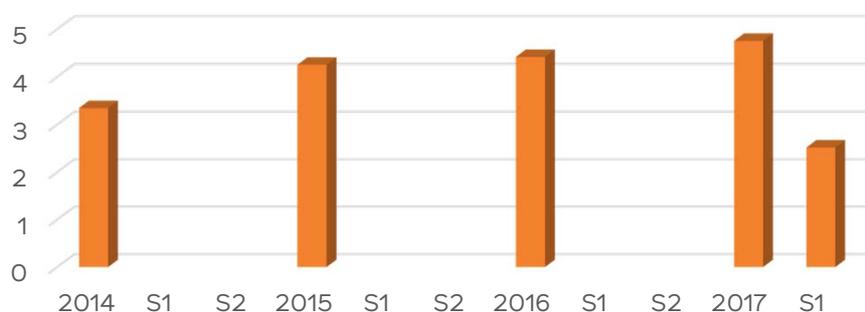
1.3.1 Une croissance du CA régulière

1.3.1.1 Une croissance déjà établie sur le marché de l'eau...

Créée en 2009, UV GERMI affiche un taux de croissance annuel de son CA à deux chiffres pour un total de +42% entre 2014 et 2017. Celle-ci est particulièrement portée par ses activités dans le traitement de l'eau, à savoir :

- Le traitement des eaux de piscines (28% du CA 2016)
- Le traitement de l'eau potable (21% du CA 2016)

CA annuels et semestriels (en m€)



Source : Invest Securities

1.3.1.2 ... et qui démarre sur le marché de l'air et des surfaces

Comme nous avons pu l'énoncer précédemment, la société prévoit d'étendre son activité à d'autres marchés que celui de l'eau, compte tenu du potentiel économique du développement sur le marché de l'air et celui des surfaces. En effet, est attendue une forte croissance dans ces activités, à la fois en France mais aussi au Moyen-Orient, compte tenu notamment des innovations technologiques mises en place.

De plus, ces activités dans les milieux ambiants, que sont l'air et les surfaces, demeurent des activités complémentaires à celles pratiquées pour le traitement de l'eau, notamment pour les industriels de l'agroalimentaire.

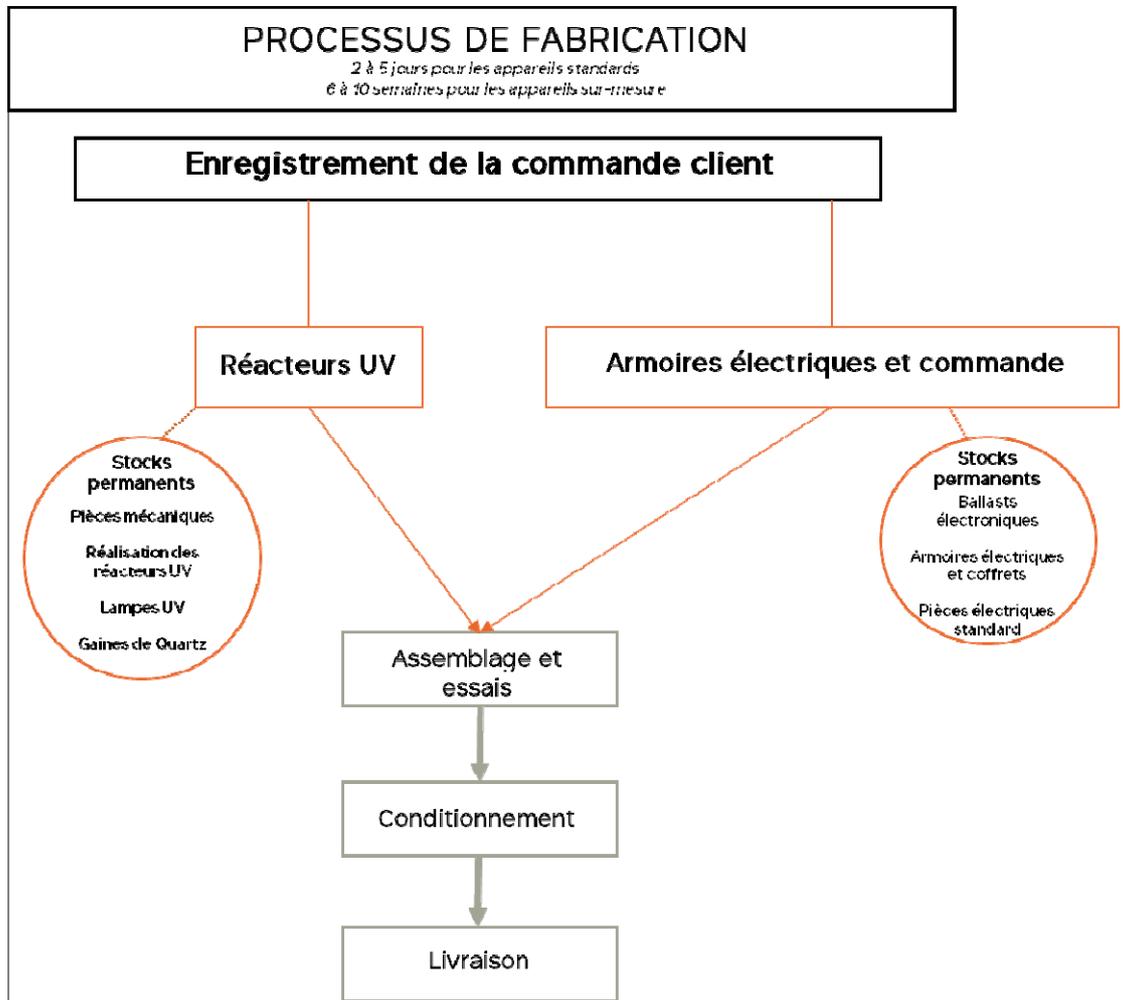
1.3.2 Une chaîne de valeur contrôlée

1.3.2.1 Une présence en amont jusqu'en aval de la production

La particularité d'UV GERMI réside dans le fait qu'elle est présente sur l'ensemble de la chaîne de valeur, de la conception, en passant par la fabrication, et jusqu'à l'assemblage (seule une partie de la production de certains composants est sous-traitée). Cela ne vaut toutefois pas pour la gamme de produits destinée à la dépollution de l'eau potable à destination des particuliers.

D'autre part, l'entreprise n'enregistre pas de stocks de produits finis et ne réalise le montage de ses appareils qu'à l'enregistrement de la demande du client. Cela lui permet de mieux gérer son BFR.

1 – Un acteur référent sur le marché de la dépollution de l'eau par les UV



Source : Société

1.3.2.2 Une capacité de production prête à absorber la croissance

L'équipe d'UV GERMI constitue l'un de ses atouts. Composée de deux docteurs, cinq ingénieurs, et disposant de son propre centre de recherche et d'innovation, l'équipe de la société est complémentaire et efficace dans la mise en œuvre de son activité, à savoir la conception et la fabrication des appareils de traitement.

Dotée également d'un site de production conséquent (1500m² et 10 postes de fabrication), la société produit en moyenne 170 appareils par mois, et pourrait en produire jusqu'à 250 au total, ce qui laisse une capacité non négligeable destinée à la croissance.

2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

2.1 Le marché de la dépollution par les UV	p.21
2.1.1 Une pluralité de traitements	p.21
2.1.2 Un marché protégé par des barrières à l'entrée	p.22
2.2 La technologie UV comme technique de dépollution de l'eau	p.24
2.2.1 Différents UV pour différentes réactions	p.24
2.2.2 De nombreux avantages par rapport aux autres méthodes	p.25
2.3 L'eau et son assainissement : une problématique d'envergure pour les années à venir	p.26
2.3.1 Une ressource à la disponibilité limitée	p.26
2.3.2 La dépollution de l'eau : une nécessité croissante	p.27

2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

2.1 Le marché de la dépollution par les UV

2.1.1 Une pluralité de traitements

2.1.1.1 Marché historique : le traitement des eaux

La technologie UV n'est pas une technique récente. Découverte au début du XXème siècle, ce n'est que depuis les années 1970 qu'elle a été développée pour stériliser l'eau. Son utilisation s'est ensuite démocratisée, compte tenu des enjeux actuels que soulève la qualité de l'eau traitée, à savoir les répercussions des méthodes déjà utilisées sur la santé de l'homme, sur l'environnement, la faune et la flore...etc.

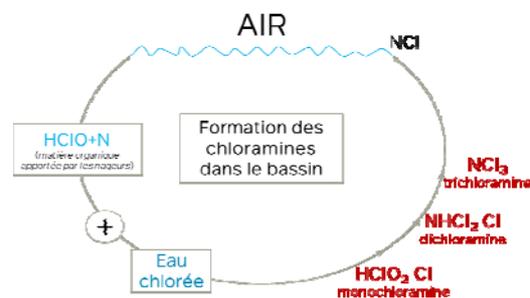
Toutefois, lorsque nous faisons référence au marché de l'eau, nous devons distinguer plusieurs sous-catégories au sein de ce segment :

- ✓ Les eaux de piscine : traitement de l'eau des bassins en complément du chlore ou seul (traitement naturel de l'eau)
- ✓ Les eaux usées : réutilisation des eaux usées pour l'agriculture et l'aquaculture (eau potable et d'usage général pour les fermes, le bétail, la pisciculture...etc)
- ✓ L'eau potable : traitement pour l'alimentation en eau potable de différents sites (villes, particuliers, hôtels, restaurants, écoles...etc)
- ✓ Les eaux industrielles : pour l'industrie alimentaire (eau de process) ou encore l'industrie pharmaceutique (eau de production de pureté élevée).

2.1.1.2 Marché principal : la désinfection des eaux de piscines privées et publiques

La désinfection des eaux de piscines, qu'elles soient privées ou publiques, est une problématique sérieuse. Le taux de chloramines présent dans l'eau des bassins de piscines constitue le principal problème. Issues de la réaction entre le chlore et l'ammoniac (venant des baigneurs : cheveux, poils, transpiration...etc), les chloramines sont toxiques et peuvent altérer la santé des baigneurs ou des personnels, en ce qu'elles favorisent le développement d'allergènes pour la peau, les yeux, les poumons ou le nez, mais surtout qu'elles peuvent être à l'origine de cancers. D'autre part, elles représentent un danger pour les milieux naturels aquatiques et leurs occupants, lorsque celles-ci y sont rejetées.

Schéma illustrant la formation des chloramines au sein des bassins de piscines



Source : Société

Jusqu'à présent, le seul moyen efficace de gérer ce taux présent dans les eaux des bassins était de perpétuer un apport régulier en eau neuve (la réglementation française impose de maintenir un taux <0,6mg/l de chloramines voire 0,4mg/l en présence de nouveaux-nés), qui au-delà de ses inconvénients écologiques, demeurerait coûteuse.

Le système de dépollution par les UV de l'eau des bassins des piscines présente donc l'avantage d'être plus écologique, plus économique mais aussi plus efficace, garantissant par ailleurs la destruction de certains parasites résistants au chlore (Giardia ou Cryptosporidium).

2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

2.1.1.3 Les marchés de l'air et des surfaces

Concernant le marché de l'air, l'enjeu est principalement sanitaire. Cette problématique de dépollution de l'air ambiant concerne aussi bien les industriels (ateliers de fabrication), que les professionnels (notamment de santé) ou les particuliers.

En ce qui concerne le marché des surfaces, l'enjeu est le même, et le traitement par UV concerne essentiellement les industriels, notamment pour la désinfection des surfaces de travail (tapis de convoyage par exemple).

2.1.2 Un marché protégé par des barrières à l'entrée

2.1.2.1 La technicité de l'offre

L'activité de dépollution des milieux ambiants nécessite une certaine expertise et un savoir-faire dans les procédés techniques qu'elle utilise, à savoir la technologie UV.

Cela nécessite également des investissements importants et une équipe complémentaire et compétente, aussi bien au niveau de la fabrication que de la commercialisation des systèmes.

2.1.2.2 Le renforcement de la réglementation

En matière de traitement de l'eau, les normes et réglementations qui s'appliquent peuvent être de quatre ordres différents :

- ✓ Concernant la construction d'équipements sous pression
- ✓ Concernant l'utilisation de matériaux en contact avec l'eau destinée à la consommation humaine
- ✓ Concernant la fabrication d'équipements électromécaniques
- ✓ Concernant la performance et l'efficacité des réacteurs UV

Actuellement, nous observons une tendance au durcissement des normes (concernant le taux de chloramines autorisé dans les bassins de piscines publiques, celui-ci devrait passer de 0,4mg/l à 0,2mg/l pour les nourrissons), bien qu'il n'existe pas d'harmonisation concrète au niveau mondial ou européen.

2.1.2.3 Les principaux acteurs de la dépollution

Globalement, le marché de la dépollution concentre deux types d'acteurs que sont les spécialistes mono-produits (comme UV GERMI) ou les grands groupes nationaux (comme Suez) ou internationaux (comme Trojan).

2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

Les principaux acteurs cotés sur le marché de la désinfection des milieux ambiants

Entité	Activité	CA 2017 (m€)
Bio-UV	Conception, fabrication et commercialisation d'appareils de traitement de l'eau par UV (y compris les eaux de ballast)	10
Envea	Groupe spécialisé dans la conception, fabrication et commercialisation d'appareils et de systèmes de mesure et d'évaluation de la qualité de l'air et de l'eau	80
Evoqua	Spécialiste des systèmes d'UV pour le traitement de l'eau dans les applications, le traitement des eaux municipales, des piscines et des industries	1051
H2O	Spécialiste en technologies de procédés membranaires et fournisseur de solutions intégrées de traitement de l'eau (eau potable, eaux usées, eaux industrielles...etc)	56
Halma	Conception, fabrication et commercialisation d'équipements de sécurité, notamment dans les infrastructures ou encore la santé	1092
Pentair	Fournisseur mondial de solutions pour la gestion de l'eau, les fluides, la gestion thermique et la protection des équipements, aux applications multiples	5
UV Germi	Conception, fabrication et commercialisation d'appareils de désinfection de l'eau, de l'air et des surfaces	5
UV RER	Spécialiste du traitement de la pureté de l'eau, de l'air et des surfaces par les UV	1
Xylem	Fabricant de systèmes de désinfection par UV destinés aux eaux usées et potables des industries et des municipalités	3775

Source : Invest Securities

2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

2.2 La technologie UV comme technique de dépollution de l'eau

2.2.1 Différents UV pour différentes réactions

2.2.1.1 Trois types d'UV pour trois types d'action

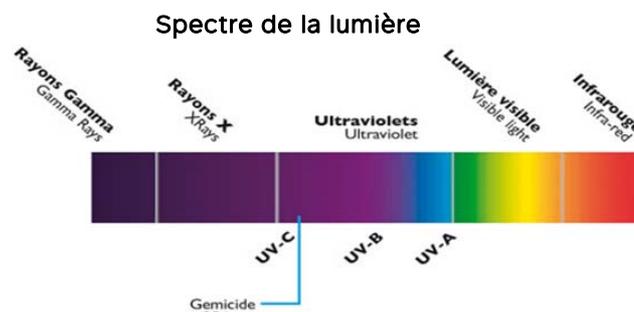
Les rayons UV sont un rayonnement électromagnétique de même nature que la lumière mais dont les longueurs d'onde sont inférieures et donc invisibles à l'œil nu. Si nous nous référons au spectre de la lumière, nous pouvons distinguer trois types d'UV, qui ont une action photochimique différente sur les corps selon leur longueur :

- ✓ Les UV-A (longueurs d'onde entre 315 et 400nm) : la pigmentation de la peau
- ✓ Les UV-B (longueurs d'onde entre 280 et 315nm) : la production de vitamine D
- ✓ Les **UV-C** (longueurs d'onde entre 180 et 280nm) : la **destruction des micro-organismes vivants**

La particularité des rayons UV-C réside dans leur capacité à détruire totalement les micro-organismes présents dans l'eau. Cette action stérilisante des UV-C est due à **une perturbation au niveau de la structure chimique de ces micro-organismes mais aussi au niveau de leur développement.**

Concrètement, la destruction de ces micro-organismes peut se faire soit par action directe (déchloration par exemple) soit par action indirecte, en le combinant à l'ozone, au peroxyde d'hydrogène, ou au dioxyde de titane (procédés d'oxydation avancée).

2.2.1.2 Un effet germicide à une longueur d'onde de 253,7nm



Source : Société

À la longueur d'onde précise de 253,7nm, la courbe d'absorption de l'ADN met en évidence un effet germicide profond. En ce sens, la perturbation apportée par les radiations UV va avoir un effet sur l'ADN des corps, qui selon leur intensité sera :

- ✓ **Bactériostatique** : dans ce cas, la cellule peut continuer à vivre, elle est stérilisée, mais sera privée de sa capacité à se reproduire, ce qui la voue à disparaître.
- ✓ **Bactéricide** : dans ce cas, la cellule est totalement détruite, ce qui l'empêche et de vivre et de se reproduire.

2.2.1.3 Fonctionnement de la technologie UV

Concrètement, les rayons UV-C vont être produits par des lampes à vapeur de mercure (basse ou moyenne pression) qui vont émettre la longueur d'onde précise de 254nm, très proche des 253,7nm à l'effet germicide puissant.

2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

L'appareil de traitement UV est donc composé d'une ou plusieurs lampes, placées dans des gaines de quartz, qui permettent de les isoler thermiquement et électriquement de l'eau. Ces dernières peuvent être assemblées soit dans un tube cylindrique (auquel cas il s'agit d'un appareil fermé) ou alors dans un canal (il s'agit d'un appareil ouvert).

Que ce soit pour un appareil ouvert ou fermé, le principe de fonctionnement est le même, à savoir que l'eau circule en couches minces autour de ces lampes, et va rapidement absorber les rayons UV et ressortir désinfectée du système.

Chacun des appareils est donc alimenté par ce que l'on appelle une armoire électrique qui assure l'allumage des lampes, leur bon fonctionnement, le calcul de leur durée de vie et qui permet d'alerter en cas de dysfonctionnement.

Enfin, l'énergie consommée par l'eau traitée varie en fonction de ses caractéristiques (turbidité, transmittance, clarté...etc), au même titre que la capacité de l'appareil dépend de sa puissance qui elle-même dépend de l'utilisation qui en est souhaitée (dispositif mono-lampe ou bien installation industrielle par exemple).

2.2.2 De nombreux avantages par rapport aux autres méthodes

2.2.2.1 La préservation de la qualité de l'eau et de ses caractéristiques organoleptiques

Cette méthode présente comme principal avantage le fait de conserver l'ensemble des caractéristiques organoleptiques de l'eau, d'autant plus qu'elle n'est pas chimique, donc sans danger pour la consommation. De même, c'est une méthode respectueuse de l'environnement qui permet de garder la qualité de l'eau récoltée en amont et de préserver le cycle de l'eau.

2.2.2.2 Une méthode peu onéreuse et sans danger

Cette méthode présente également des avantages pour les utilisateurs, à savoir que les coûts qu'elle induit sont relativement faibles (par rapport aux autres méthodes). Son entretien s'avère également facile. Enfin, elle garantit une quasi-innocuité pour le personnel qui la manipule (dans les usines) ou qui l'utilise (les professionnels des piscines par exemple).

Avantages – Inconvénients de la dépollution de l'eau par les UV

	Avantages	Inconvénients
Pour les consommateurs	<ul style="list-style-type: none"> Pas de goût, d'odeur, ni d'accoutumance Pas d'action corrosive, ou d'effets secondaires possibles Pas de sous-produits, ni de résiduel Qualité de l'eau identique à celle récoltée en amont Efficacité totale sur l'ensemble des micro-organismes, dont ceux résistants au chlore 	
Pour les utilisateurs	<ul style="list-style-type: none"> Réduction des coûts de financement et d'entretien Possibilité d'utiliser ce processus en complément d'autres mesures de dépollution telles que les solvants chlorés Quasi-innocuité des procédés utilisés Facilité de mise en place et d'entretien 	<ul style="list-style-type: none"> L'efficacité du traitement dépend de la qualité de l'eau traitée Pas de mesure d'efficacité immédiate du fait de l'absence de résiduel (pas d'effet rémanent) Circuit de distribution nécessairement court et bien entretenu pour assurer la potabilité de l'eau

Source : Invest Securities

2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

2.3 L'eau et son assainissement : une problématique d'envergure

2.3.1 Une ressource à la disponibilité limitée

2.3.1.1 La montée du phénomène de stress hydrique combinée au déficit hydrique

Dans un rapport publié en 2015 sur l'utilisation et la gestion de l'eau, les Nations Unies estiment que déjà 20% des réservoirs souterrains sont surexploités, et que le monde pourrait faire face à un déficit hydrique de 40% d'ici à 2030, si rien ne change. Outre la demande croissante pour les besoins humains portée par la démographie et l'augmentation du niveau de vie, l'agriculture et l'industrie sont également pointées du doigt.

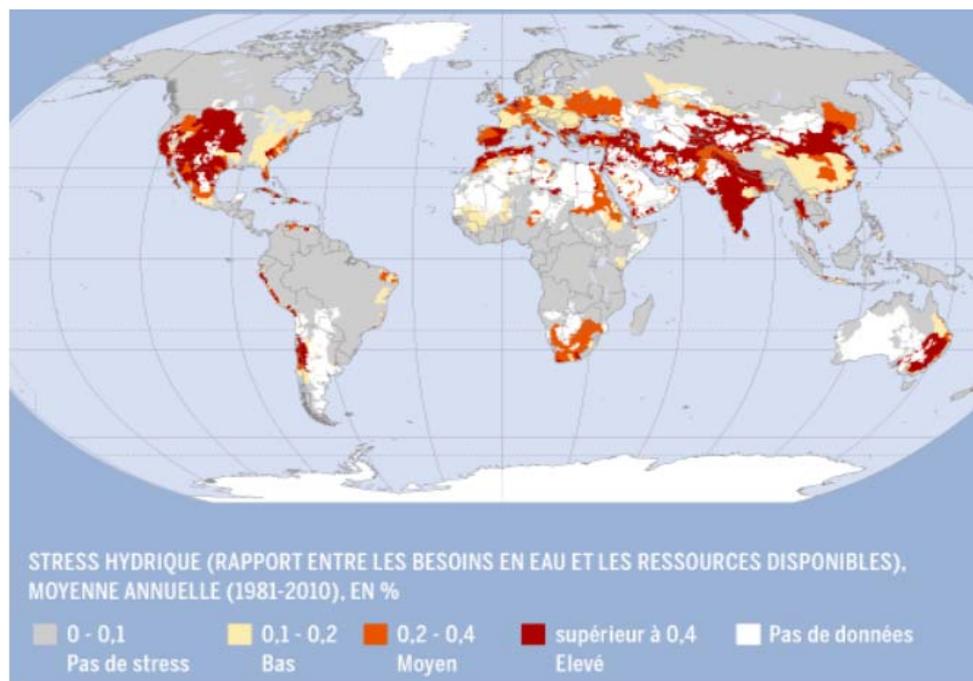
Ainsi, dans le monde, 748m de personnes seraient toujours privées d'eau potable (en 2015), alors que d'ici 2050, la demande en eau devrait augmenter de +55%.

Face à cette situation, la montée du phénomène de stress hydrique (seuil à partir duquel la disponibilité en eau est inférieure à 1700 mètres cubes par an et par habitant, que ce soit pour des activités humaines ou les besoins de l'environnement) tend à exercer des pressions supplémentaires sur les ressources en eau, et ce, dans des zones précises telles que l'Australie, les pays arabes ou des régions comme la Californie.

Certaines zones du globe sont même en situation dite de pénurie, c'est-à-dire que les habitants disposent de moins de 1000 mètres cubes d'eau par an, voire même de pénurie extrême lorsque la disponibilité en eau est réduite à moins de 500 mètres cubes par an et par habitant (Egypte ou Lybie par exemple).

Finalement, ce sont les questions liées aussi bien à l'accès, à l'utilisation, mais aussi à la gestion de la ressource qui sont au cœur du débat actuel.

Le stress hydrique dans le monde



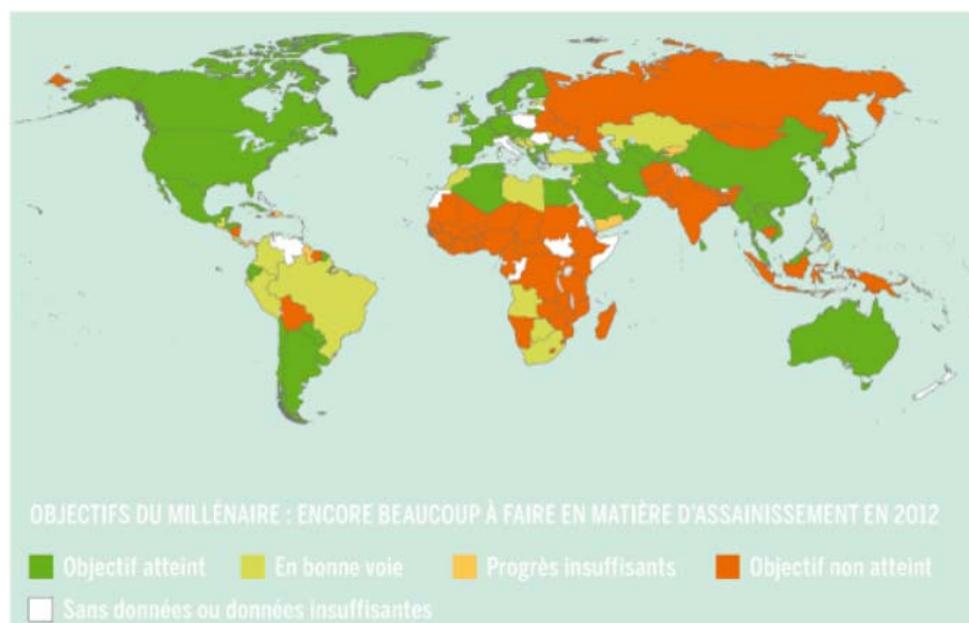
Source : www.lemonde.fr

2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

2.3.1.2 Le traitement de l'eau encore trop faible à l'échelle mondiale

Malgré l'urgence de la situation et les enjeux soulevés par ces questions de pénurie d'eau, le traitement de l'eau et plus particulièrement son assainissement, restent trop faibles, ne permettant pas une couverture de toutes les zones du globe. D'après l'ONU, 53Mds\$ d'investissements par an sur une période de cinq ans consécutifs seraient nécessaires à l'aboutissement d'un tel objectif.

La situation en matière d'assainissement



Source : www.lemonde.fr

Parallèlement à cela, la montée des océans et donc la pénétration de l'eau de mer dans les réservoirs d'eau douce accentue ce besoin d'assainissement de l'eau. De nombreux projets de dessalement voient ainsi le jour, dans des régions qui ont les moyens de les mettre en œuvre, comme en Californie ou bien dans certains pays arabes. A titre d'exemple, l'Arabie Saoudite déclarait en 2015 vouloir se doter de 16 nouvelles usines de dessalement fonctionnant à l'énergie nucléaire.

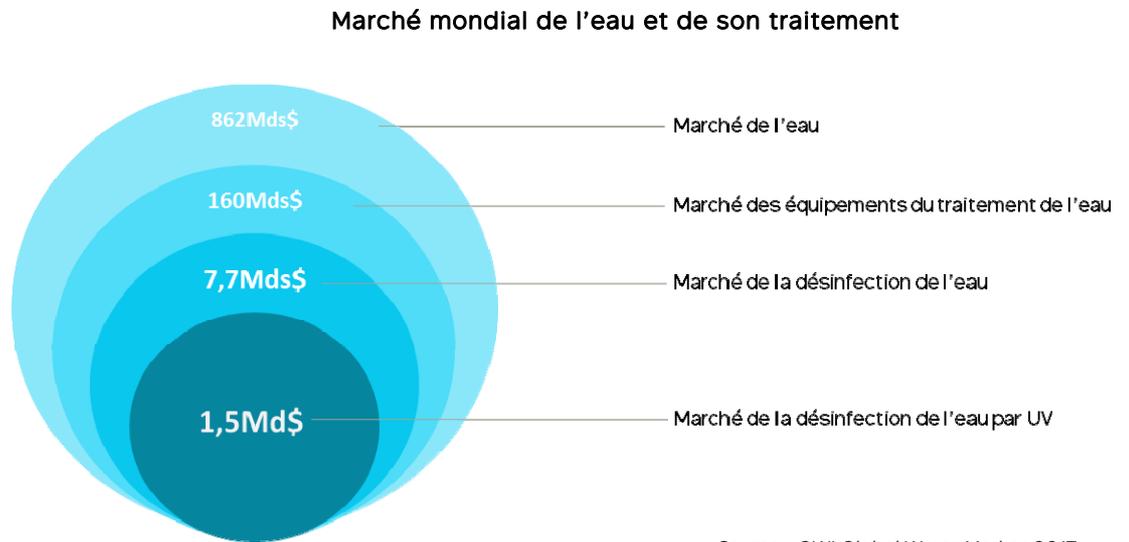
2.3.2 La dépollution de l'eau : une nécessité croissante

2.3.2.1 Des enjeux sanitaires encadrés par des normes législatives

Plusieurs techniques de dépollution et désinfection de l'eau sont possibles et chacune d'entre elles présente ses avantages et ses inconvénients, notamment sur les questions sanitaires (qualité de l'eau, présence de résidus, élimination de tous les polluants...etc). Or, seule la technique des UV permet de répondre aux exigences réglementaires et normatives en vigueur, et ce, d'autant plus dans un contexte de durcissement de celles-ci.

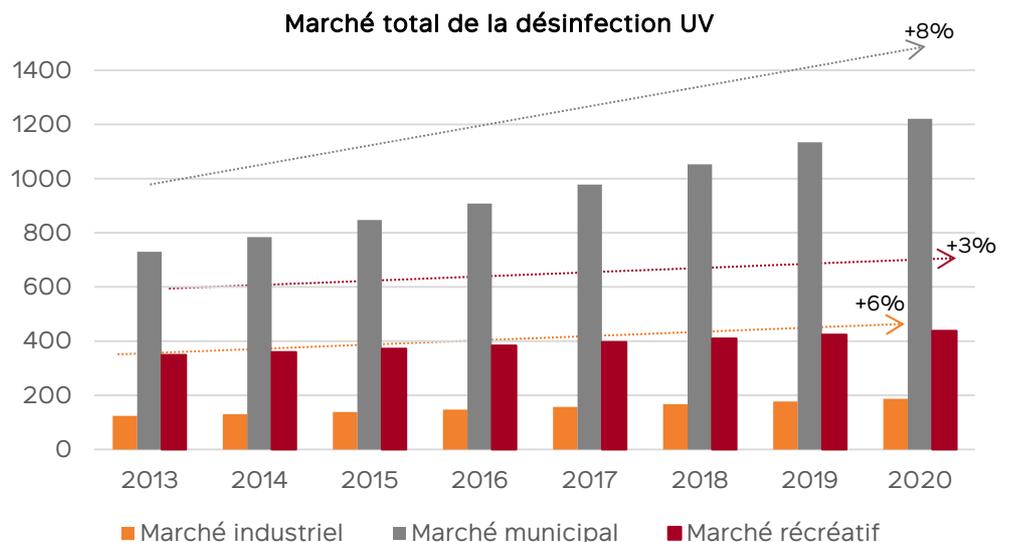
2 – Un marché prometteur : les enjeux de la dépollution

2.3.2.2 Un marché en croissance structurelle



Au niveau mondial, le marché de l'eau représente 862Mds\$, ce qui est considérable, et ce d'autant plus qu'il s'agit d'un marché qui n'est pas en croissance. En effet, compte tenu de la réduction structurelle de la consommation d'eau et de la hausse des coûts fixes des acteurs de la production et de la distribution de l'eau, Xerfi estime que la croissance de ces derniers restera en berne pour l'année 2018, soit -1,8%.

Parallèlement, le marché de la désinfection de l'eau est plus dynamique. Selon Xerfi, la croissance des acteurs de l'assainissement de l'eau s'établira à +1,5% pour 2018. Pour sa part, le marché du traitement de l'eau par la technologie UV représente 1,5Md\$, soit 0,9% du marché du traitement. Néanmoins, bien que cette part puisse paraître relativement faible, la croissance de ce marché est assez constante (+6% en moyenne entre 2013 et 2020e).



Dans le détail, si nous nous intéressons au marché total de la désinfection par les UV, nous pouvons distinguer trois segments différents, que sont le marché récréatif (piscines publiques et privées, spas collectifs ou privés, espaces ludiques...etc), le marché municipal et le marché industriel (eau potable, eaux usées, eaux recyclées...etc).

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

3.1 Une croissance qui sera tirée par l'innovation et l'international	p.30
3.1.1 Un tout nouveau centre de recherche et d'innovation	p.30
3.1.2 Une stratégie d'internationalisation qui passe par le Moyen Orient	p.30
3.1.3 Une croissance moyenne du CA 2018e-2022e de +24%	p.31
3.2 2019, l'année du retour à la rentabilité	p.31
3.2.1 Retour à un EBITDA positif en 2019	p.31
3.2.2 Une marge opérationnelle qui pourrait atteindre 15% à horizon 2022	p.32
3.2.3 Une structure financière solide grâce à la levée de fonds de juillet 2017	p.32
3.3 Un potentiel d'appréciation de +42%	p.33
3.3.1 Valorisation par la méthode des comparables	p.33
3.3.2 Valorisation par la méthode du DCF	p.36

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

3.1 Une croissance qui sera tirée par l'innovation et l'international

3.1.1 Un tout nouveau centre de recherche et d'innovation

La société a annoncé au cours du S1 2018 l'ouverture de son Centre de Recherche et d'Innovation, visant à accélérer la R&D. Ce nouvel espace de 400m² entièrement équipés regroupe cinq chercheurs qui conçoivent et testent les futures innovations. C'est le Dr Pierre-Jean Vialle, docteur en thermique spécialisé dans la ventilation et le traitement de l'air, qui le dirige depuis le début de l'année. Le Dr Pierre-Jean Vialle a plus de 20 années d'expérience en R&D, à des postes de management au sein d'institutions telles le Centre Technique des Industries Aéronautiques et Thermiques et la Compagnie Industrielle d'Applications Thermiques, branche du groupe international UTC.

La R&D est un élément clé de la stratégie du groupe qui y consacre environ 20% de son CA.

Cela lui a notamment permis d'annoncer fin novembre, le Germi Airclean, un nouvel appareil qui permet d'épurer l'atmosphère d'endroits confinés. L'équipe de R&D est partie d'un petit appareil, Air 75, développé en 2009 par la société et destiné à purifier une pièce d'une maison ou d'un bâtiment. L'idée était de multiplier la machine pour gérer une surface plus grande, touchant plusieurs centaines de personnes en combinant le filtrage de particules fines et l'épuration par photocatalyse : l'air est ainsi aspiré par la machine, filtré de ses particules et désinfecté par les réacteurs UV, avant de repartir dans l'atmosphère. L'appareil mobile fait l'objet d'un brevet qui a été déposé et pourra bientôt être commercialisé.

Dans notre modèle, le CA généré par les solutions industrielles (air & surface) représente la croissance la plus forte, avec +41% par an en moyenne sur la période 2018e-2022e.

en m€	12/17	12/18e	12/19e	12/20e	12/21e	12/22e
CA Piscines	1,30	1,45	2,00	2,40	2,80	3,20
CA Relamping et maintenance	1,56	1,70	2,00	2,50	3,00	3,40
CA Eau potable	1,00	1,05	1,20	1,40	1,60	1,80
CA Solution industrielles (dont air & surface)	0,80	0,90	1,50	2,20	3,00	3,60

Source : Invest Securities

Parallèlement, nous anticipons une croissance forte et corrélée des activités Piscines et Relamping avec respectivement un TMVA 2018e-2022e de +22% et +19%. Celle-ci sera sous-tendue par (i) la poursuite de l'équipement des piscines existantes mais également l'élargissement aux spa et (ii) une réglementation qui vise à abaisser de plus en plus le taux de chloramines.

3.1.2 Un stratégie d'internationalisation qui passe par le Moyen-Orient

Le nouvel appareil Germi Airclean a notamment été conçu à la suite d'une demande pour purifier l'air dans les stations de métro et de bus au Moyen-Orient. Cet axe de développement à l'international s'est concrétisé depuis mai 2018 avec la filiale UV GERMI Middle East FZE, officiellement enregistrée auprès du Gouvernement de Dubaï.

Parallèlement, UV GERMI a participé pour la 3^{ème} fois à l'International Water Summit (IWS) à Abu Dhabi. A l'occasion de la 6^{ème} édition de ce Sommet, l'équipe d'UV GERMI a consolidé sa présence et renforcé ses liens avec les acteurs majeurs du secteur de l'environnement. Cette année, la société a rencontré près de 80 sociétés, ce qui a conforté le besoin d'implantation de sa filiale à Dubaï afin de répondre mieux et plus rapidement, aux attentes de ces prospects. Par ailleurs, UV GERMI vient également

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

d'exposer sur le salon WETEX de Dubaï où la société a présenté, en avant-première, sa solution Airclean.

Grâce aux deux zones, Arabie Saoudite (où la société est partenaire d'une société locale) et Emirats Arabes Unis (via sa filiale à Dubaï), le CA réalisé à l'international, jusqu'ici relativement faible devrait, selon nous, connaître une forte croissance dans les prochaines années. Nous attendons ainsi un TMVA 2018e-2022e de plus de +40%.

en m€	12/17	12/18e	12/19e	12/20e	12/21e	12/22e
CHIFFRE D'AFFAIRES	4,76	5,10	6,70	8,50	10,40	12,00
dont CA France	4,44	4,70	6,10	7,60	9,20	10,45
<i>Croissance</i>	+6,2%	+5,9%	+29,8%	+24,6%	+21,1%	+13,6%
dont CA international	0,32	0,40	0,60	0,90	1,20	1,55
<i>Croissance</i>	+32,1%	+25,2%	+50,0%	+50,0%	+33,3%	+29,2%

Source : Invest Securities

3.1.3 Une croissance moyenne du CA 2018e-2022e de +24%

Au total, le TMVA 2018e-2022e de notre CA atteint près de +24%. Nous anticipons l'atteinte des 12m€ de CA en 2022.

en m€	12/17	12/18e	12/19e	12/20e	12/21e	12/22e
CHIFFRE D'AFFAIRES	4,76	5,10	6,70	8,50	10,40	12,00
CA Piscines	1,30	1,45	2,00	2,40	2,80	3,20
CA Relamping et maintenance	1,56	1,70	2,00	2,50	3,00	3,40
CA Eau potable	1,00	1,05	1,20	1,40	1,60	1,80
CA Solution industrielles (dont air & surface,	0,80	0,90	1,50	2,20	3,00	3,60

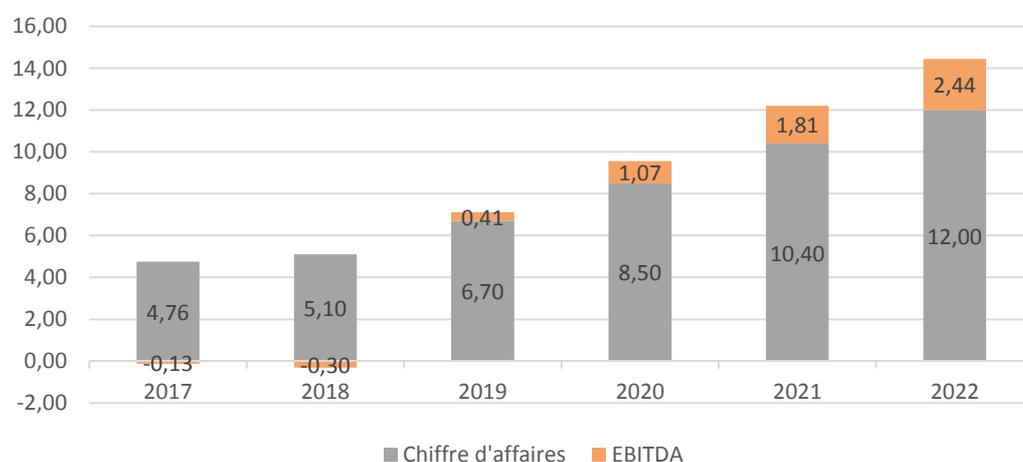
Source : Invest Securities

Cette croissance sera portée par une généralisation progressive de l'UV pour la désinfection, que ce soit de l'eau, de l'air ou des surfaces.

3.2 2019, l'année du retour à la rentabilité

3.2.1 Retour à un EBITDA positif en 2019

Evolution du CA et de l'EBITDA



Source : Invest Securities

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

Selon nos estimations, après 4 années d'EBITDA négatif, la société devrait renouer avec une rentabilité positive en 2019 notamment grâce à :

- ✓ Une marge brute stable à environ 68% du CA
- ✓ Une faible progression des charges externes (+11% sur la période 2018e-2020e)
- ✓ Une croissance de la masse salariale plus lente que celle du CA (+10% sur la période 2018e-2020e)

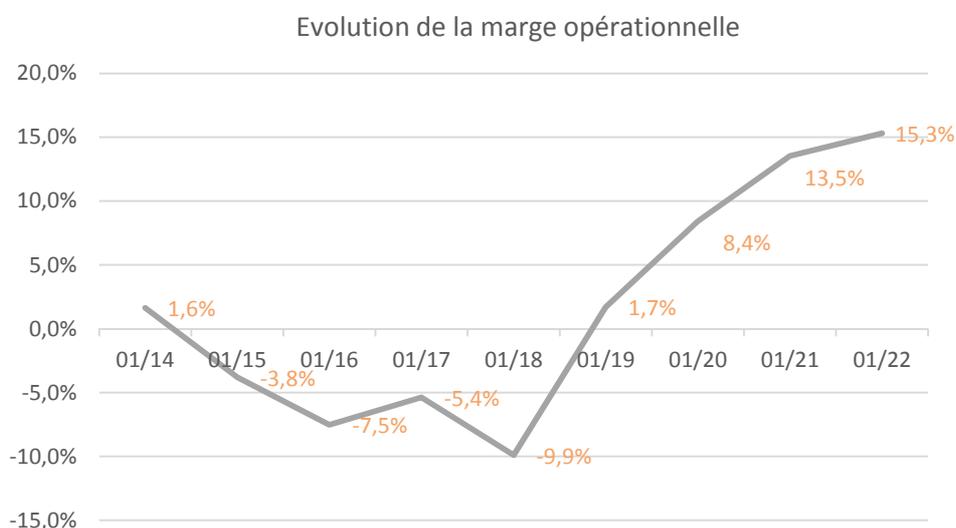
Evolution du nombre d'employés et du salaire moyen chargé

	12/17	12/18e	12/19e	12/20e	12/21e	12/22e
Nombre de salariés moyen	28	35	38	40	42	44
Salaire moyen chargé (m€)	-0,060	-0,050	-0,052	-0,054	-0,056	-0,058
Masse salariale (m€)	-1,69	-1,75	-1,98	-2,16	-2,36	-2,57
CA/nb employé moyen (m€)	0,17	0,15	0,18	0,21	0,25	0,27

Source : Invest Securities

3.2.2 Une marge opérationnelle qui pourrait atteindre 15% à horizon 2022

Après s'être dégradée de 2015 à 2017, la marge opérationnelle devrait atteindre un point bas en 2018, les investissements (nouvelle équipe commerciale, salons régionaux, ouverture de la filiale à Dubaï...) pesant sur la rentabilité. En revanche, avec l'accélération du CA, notamment à l'international, nous anticipons une forte remontée de la rentabilité en 2019 (pour atteindre l'équilibre) et en 2020.



Notons que le report déficitaire (1,6m€ estimé à fin 2018) permettra à UV GERMI de ne pas payer d'impôt jusqu'en 2021.

3.2.3 Une structure financière solide grâce à la levée de fonds de juillet 2017

La société a levé 6m€ lors de son introduction en bourse en juillet 2017. Cet argent, qu'elle entend investir sur une période de 4 ans, lui a déjà permis de réaliser son nouveau centre de recherche et d'innovation, d'étoffer ses équipes (chercheurs et commerciaux) et de finaliser l'ouverture de son bureau de Dubaï.

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

La consommation de cash, essentiellement due à la variation du BFR et aux investissements, devrait perdurer jusqu'en 2020e avec un pic en 2019. Nous attendons le retour à une génération de cash positive en 2021. Le montant levé lors de l'introduction en bourse devrait largement suffire à atteindre cet objectif.

Cash Flow Statement (m€)	12/17	12/18e	12/19e	12/20e	12/21e	12/22e
Résultat net	-0,19	-0,35	0,07	0,70	1,39	1,37
DAP nettes	0,15	0,20	0,30	0,35	0,40	0,60
Autres impacts non cash						
Cash Flow Brut	-0,03	-0,15	0,37	1,05	1,79	1,97
Variation du BFR	-0,08	-0,31	-0,71	-0,59	-0,38	-0,23
Investissements	-0,20	-0,60	-1,00	-1,00	-0,75	-0,60
Free Cash Flow	-0,31	-1,06	-1,34	-0,54	0,66	1,14
Investissements financiers	-0,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cessions immobilisations	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Distribution		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital nette	5,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
autres	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation du cash avant dette	4,53	(1,06)	(1,34)	(0,54)	0,66	1,14

Source : Invest Securities

3.3 Un potentiel d'appréciation de +42%

Nous avons procédé à une approche multicritères pour évaluer la société.

Nous avons utilisé les deux méthodes suivantes :

- ✓ Valorisation par la méthode des comparables ;
- ✓ Valorisation par la méthode des FCFE ;

Notre valorisation est la moyenne arithmétique des deux méthodes, soit 14m€ et 5,5€/action, elle fait ressortir un potentiel d'appréciation de +42%.

Synthèse		
Valorisation	m€	€
DCF	15,5	6,0
Comparables	12,7	4,9
	14,1	5,5

Source : Invest Securities

3.3.1 Valorisation par la méthode des comparables

Il existe plusieurs sociétés cotées dans le traitement des eaux. Peu néanmoins sont, comme UV GERMI, spécialisées dans les UV. Seule Bio UV group est dans ce cas et constitue à cet égard le meilleur comparable boursier. De plus, les capitalisations boursières sont proches et les deux sociétés sont à peu près au même stade de développement. D'autres sociétés, essentiellement étrangères, sont comparables mais dans une moindre mesure et surtout elles ont des tailles bien plus importantes.

Ce constat nous amène à réaliser deux univers de comparables en fonction des tailles des sociétés : le premier échantillon dont la capitalisation moyenne sera proche de celle d'UV GERMI n'aura pas de décote de taille, le second, constitué des comparables les plus importants, aura une décote qui sera tirée de l'abaque d'Eric-Eugène Grena. Les ratios que nous utilisons sont VE/CA, VE/EBITDA et VE/EBIT.

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

Notre premier échantillon est constitué des trois sociétés suivantes :

✓ BIO-UV group

Créé en 2000 par son actuel Président Directeur Général Benoît Gillmann, BIO-UV Group conçoit, fabrique et commercialise des systèmes de désinfection de l'eau par traitement ultra-violet (UV). A l'origine, il développe le concept BIO-UV de traitement de l'eau automatique sans chlore des piscines et spas privés, qui lui permet d'obtenir la position de leader en France et en Europe, sur le marché résidentiel et le marché public et semi-public, de la déchloration de piscines. Actuellement, il tend à se positionner sur le marché de la désinfection des eaux de ballast (30% du CA 2017), en développant les systèmes de traitement BIO-SEA. Pour l'année 2017, il a réalisé un CA total de 10,2m€ et a enregistré une croissance annuelle moyenne de près de +12% sur la période 2013-2017.

✓ Envea

Envea (anciennement Environnement S.A) est un groupe international spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'appareils et de systèmes de mesure et d'évaluation de la qualité de l'air et de l'eau. Présent en France, au Royaume-Uni, en Italie, en Inde, en Chine et aux Etats-Unis, il regroupe sept filiales principales, à savoir : Environnement S.A, PCME Ltd, SWR engineering GmbH, TDL Sensors Ltd, Cairpol Microsensors, Iséo Environnement et enfin Mercury Instruments. En 2017, il a comptabilisé un CA total de 80,4m€, enregistrant une croissance annuelle moyenne de +10% sur la période 2013-2017.

✓ H2O innovation

Créé en 2000 à Québec suite à l'acquisition de Darv-Eau Inc., H2O innovation est un spécialiste en technologies de procédés membranaires et un fournisseur de solutions intégrées de traitement de l'eau (eau potable, eaux usées, eaux industrielles, recyclage de l'eau...etc). Majoritairement présent en Amérique du Nord et en Asie (Chine) mais aussi en Europe (Espagne et France), il conçoit et fabrique ainsi des systèmes intégrés de traitement de l'eau sur-mesure basés sur les technologies membranaires, à destination des particuliers, des industriels mais aussi des acteurs publics. Disposant de cinq lignes d'affaires spécialisées et d'une franchise, il a généré un CA 2017 de 56m€, en hausse de +63,3% par rapport à 2016.

Univers de comparables 1			
	Ticker	Cap. m€	CA 2018
Bio-UV Group SA	ALTUV-FR	23	12,0
Envea SA	ALTEV-FR	80	89,5
H2O Innovation Inc.	ALHEO-FR	25	65,4
Moyenne		43	

Univers de comparables 1	VE/EBIT			VE/EBITDA			VE/CA		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Bio-UV Group SA	49,3	22,5	5,7	16,4	11,9	4,7	1,6	1,2	0,7
Envea SA	6,6	6,2	5,0	6,0	5,5	4,4	1,0	0,8	0,7
H2O Innovation Inc.		13,8	6,3	13,5	6,3	4,1	0,6	0,4	0,3
Moyenne	28,0	14,2	5,7	12,0	7,9	4,4	1,1	0,8	0,5

Source: Consensus Factset au 12/12/2018

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

Le second échantillon est constitué des quatre sociétés suivantes :

✓ Pentair

Société fondée en 1966, dont le siège se trouve à Londres, Pentair est un fournisseur mondial de solutions pour la gestion de l'eau, les fluides, la gestion thermique et la protection des équipements, aux applications résidentielles, commerciales, industrielles, agricoles et d'infrastructures. Présent principalement en Asie, en Amérique du Nord, en Australie et au Moyen-Orient, il fait état d'un CA de 3,98Mds€ en 2017, soit en croissance de +2% par an en moyenne depuis 2015.

✓ Evoqua

Créée en 2013, cette société américaine est le leader mondial des systèmes, des services et des technologies apportés aux municipalités et industriels pour le traitement de l'eau. Elle dispose ainsi de la plus large gamme d'équipements de traitement biologique (dont les UV) pour les eaux usées, et est à l'origine du processus de nitrification/dénitrification simultanée pour l'élimination des éléments nutritifs présents dans les bassins hydrographiques américains. Principalement active en Amérique du Nord et surtout aux Etats-Unis, elle a réalisé un CA de 1,1Md€ en progression de +4,4% en moyenne par an sur la période 2014-2017.

✓ Halma

Groupe créé en 1894 et aujourd'hui composé de près de 50 filiales, il concentre sa technologie au service de la détection des dangers, de la protection de la vie, de l'amélioration de la santé personnelle et publique, et de la protection de l'environnement. Il est ainsi spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements de sécurité, notamment dans les infrastructures et la santé, dont des solutions de désinfection UV destinées aux installations hydrauliques municipales. Très présent en Europe, aux Etats-Unis et en Asie, il a affiché en 2017 un CA de 1,1Md€, soit une croissance de +19% sur la période 2013-17.

✓ Xylem

Xylem Water Solutions (créée en 2011 à la suite de la scission du groupe ITT Corporation) est le leader mondial dans le secteur des technologies de l'eau, offrant plus particulièrement un ensemble de produits, services et solutions couvrant la totalité du cycle de l'eau (pompage, traitement de l'eau, redistribution...etc). S'adressant principalement au marché industriel (et ensuite municipal), le groupe est présent dans plus de 40 pays et réalise la majeure partie de son CA en Europe, aux Etats-Unis et en Asie. Il a fait état d'un CA au niveau mondial de 3,78Mds€ en 2017, en croissance annuelle moyenne de +5% depuis 2013.

Univers de comparables 2			
	Ticker	Cap. m€	CA 2018
Xylem Inc.	XYL-US	10377	4569
Pentair plc	PNR-US	6047	2605
Evoqua Water Technologies	AQUA-US	1033	1187
Halma plc	HLMA-GB	5540	1329
Moyenne		5749	

Univers de comparables 2	VE/EBIT			VE/EBITDA			VE/CA		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Xylem Inc.	18,9	16,8	13,4	13,8	12,0	10,4	2,6	2,4	2,2
Pentair plc	15,1	13,1	12,3	13,8	11,8	11,0	2,7	2,4	2,3
Evoqua Water Technologies	28,3	17,9	14,0	9,3	8,6	7,7	1,5	1,4	1,3
Halma plc	20,6	18,8	17,0	18,2	16,6	15,2	4,3	4,0	3,7
Moyenne	20,7	16,7	14,2	13,8	12,2	11,1	2,8	2,5	2,4

Source: Consensus Factset au 12/12/2018

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

Le consensus Factset nous donne des ratios pour les années 2018 à 2020 mais pas au-delà. Or, d'après notre modèle, 2018 et 2019 ne sont pas des années pertinentes pour UV GERMI qui sera en phase de redressement des marges pendant ces années. Ainsi, nous faisons l'hypothèse d'une constance des ratios dans le temps et appliquons les ratios 2018-2020 de nos échantillons aux chiffres 2020-2022 d'UV GERMI puis nous actualisons la valorisation trouvée sur deux ans. Les résultats sont les suivants :

Valorisation par l'échantillon 1	
UV Germi	
Dettes nettes UV Germi	
Valorisation induite	
Moyenne des valorisations	12,6

Valorisation par l'échantillon 1	EBIT			EBITDA			CA		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
UV Germi	0,7	1,4	1,8	1,1	1,8	2,4	8,5	10,4	12,0
Dettes nettes UV Germi	-1,6	-2,3	-3,4	-1,6	-2,3	-3,4	-1,6	-2,3	-3,4
Valorisation induite	18,0	18,5	12,0	12,0	14,0	12,1	9,0	8,9	8,7
Moyenne des valorisations									

Source: Consensus Factset au 12/12/2018

La décote de l'échantillon 2 est donnée par l'abaque d'Eric-Eugène Grena, qui indique que lorsque le rapport des capitalisations (valorisation / moyenne des capitalisations de l'échantillon) est inférieur à 2%, la décote est maximale et de 40%.

Valorisation par l'échantillon 2	
UV Germi	
Dettes nettes UV Germi	
Valorisation induite	
Moyenne des valorisations	21,2
Moyenne après décote	12,7

Valorisation par l'échantillon 2	EBIT			EBITDA			CA		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
UV Germi	0,7	1,4	1,8	1,1	1,8	2,4	8,5	10,4	12,0
Dettes nettes UV Germi	-1,6	-2,3	-3,4	-1,6	-2,3	-3,4	-1,6	-2,3	-3,4
Valorisation induite	13,8	21,4	24,7	13,6	20,3	25,4	20,8	23,9	26,7
Moyenne des valorisations									
Moyenne après décote									

Source: Consensus Factset au 12/12/2018

Les valorisations des deux échantillons convergent et nous retenons la moyenne qui est de 12,7m€ soit 4,9€ par action.

3.3.2 Valorisation par la méthode des DCF

Principales hypothèses

Nous utilisons un DCF sur 10 ans et nous nous sommes basés sur nos prévisions pour la période 2019 à 2022 avec un flux normatif en 2030. Nous avons ensuite établi les flux en retenant les hypothèses suivantes :

- ✓ Un taux de croissance annuel moyen 2023-2029 de +15%/an
- ✓ Une marge d'exploitation normative de 15% ;
- ✓ Un taux de croissance à l'infini de +2% ;
- ✓ Un BFR normatif de 22% du CA.

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

Calcul du WACC et tableau de flux

Pour le calcul du coût du capital nous avons retenu un taux sans risque de 0,78% (moyenne 3 mois de l'OAT 10 ans au 12/12/18) et une prime de risque du marché de 6,03% calculée par Factset (par rapport au CAC 40, moyenne 3 mois au 11/12/18). Nous ne retenons pas le bêta pour notre calcul du coût du capital, car le titre n'est pas coté depuis assez longtemps pour que ce dernier soit significatif. Nous utilisons à la place une prime de risque spécifique que nous retenons égale à 4%. La société n'étant pas endettée (dette nette négative), notre taux d'actualisation repose exclusivement sur le coût du capital et ressort à 10,8%.

Calcul du WACC	
Capitalisation boursière (m€)	10,0
Taux sans risque	0,8%
Prime de marché	6,0%
Prime spécifique	4,0%
Coût du capital	10,8%
Coût de la dette	3,0%
Taux d'imposition	25,0%
Coût net de la dette	2,3%
Dette nette	0%
Equity	100%
Taux d'actualisation	10,8%

Source : Factset

m€	12/19e	12/20e	12/21e	12/22e	12/23e	12/24e
CA	6,7	8,5	10,4	12,0	13,8	15,9
EBIT	0,1	0,7	1,4	1,8	2,1	2,4
Marge d'exploitation	1,7%	8,4%	13,5%	15,3%	15,0%	15,0%
DAP nettes	0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6
EBITDA	0,4	1,1	1,8	2,4	2,7	3,0
Impôt théorique	31,0%	28,0%	26,5%	25,0%	25,0%	25,0%
Cash flow brut	0,4	0,9	1,4	2,0	2,2	2,4
BFR	2,3	2,9	3,3	3,5	3,5	3,5
BFR en % du CA	34,1%	33,8%	31,3%	29,1%	25,3%	22,0%
Variation du BFR	-0,7	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Investissements	-1,0	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6
Free cash flow	-1,3	-0,7	0,3	1,1	1,6	1,8
coeff	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
FCF actualisés	-1,2	-0,6	0,2	0,8	0,9	1,0

m€	12/25e	12/26e	12/27e	12/28e	12/29e	Normatif
CA	16,2	16,5	16,8	17,2	17,5	17,5
EBIT	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6
Marge d'exploitation	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
DAP nettes	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EBITDA	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2
Impôt théorique	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Cash flow brut	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6
BFR	3,6	3,6	3,7	3,8	3,9	3,9
BFR en % du CA	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Variation du BFR	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investissements	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Free cash flow	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
coeff	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	10,0
FCF actualisés	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	

Source : Invest Securities

3 – Vers une croissance rentable dès 2020

Notre DCF fait ressortir une valorisation de 15,5m€, soit 6,0€/action sur une base diluée.

Valorisation	m€ €/action	
Somme des FCF actualisés	4,1	
Valeur terminale	7,7	
Endettement net fin 2018e	-3,5	
Minoritaires	0,0	
Immobilisations financières	0,1	
Valorisation	15,5	6,0

Source : Invest Securities

Nous présentons ci-dessous les tableaux de sensibilité aux principales hypothèses de notre modèle. On peut remarquer, qu'en particulier, si la croissance venait à s'accélérer par rapport à nos estimations, notre objectif de cours serait de 6,6€. De même, la diminution d'un point du WACC (par exemple en ayant une visibilité supérieure sur nos prévisions) conduirait, à taux de croissance constant à relever notre objectif à 6,8€.

Tableau de sensibilité à la croissance et au taux de croissance à l'infini								
	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	17,0%	19,0%	21,0%	23,0%
0,5%	5,3	5,3	5,4	5,4	5,6	5,7	5,8	5,9
1,0%	5,4	5,5	5,5	5,6	5,7	5,9	6,0	6,1
1,5%	5,6	5,7	5,7	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3
2,0%	5,8	5,9	5,9	6,0	6,1	6,3	6,4	6,6
2,5%	6,0	6,1	6,2	6,2	6,4	6,5	6,7	6,8
3,0%	6,3	6,3	6,4	6,5	6,7	6,8	7,0	7,1
3,5%	6,6	6,6	6,7	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5

Tableau de sensibilité au WACC et à la marge d'exploitation normative								
	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	18,0%	19,0%
7,8%	7,7	8,3	8,9	9,4	10,0	10,6	11,1	11,7
8,8%	6,5	7,0	7,5	7,9	8,4	8,9	9,3	9,8
9,8%	5,7	6,0	6,4	6,8	7,2	7,6	8,0	8,4
10,8%	5,0	5,3	5,7	6,0	6,3	6,7	7,0	7,3
11,8%	4,5	4,8	5,0	5,3	5,6	5,9	6,2	6,5
12,8%	4,0	4,3	4,5	4,8	5,1	5,3	5,6	5,8
13,8%	3,7	3,9	4,1	4,4	4,6	4,8	5,0	5,3

Source : Invest Securities

ANALYSE SWOT

FORCES

- ❑ Chaîne de production contrôlée de l'amont à l'aval
- ❑ Des solutions à l'efficacité reconnue
- ❑ Un large portefeuille d'agrément et autorisations
- ❑ Récurrence dans les activités de « relamping » et SAV
- ❑ Un pôle de recherche et d'innovation internalisé

FAIBLESSES

- ❑ Taille modeste
- ❑ Forte dépendance au marché français
- ❑ Forte dépendance à son fondateur et dirigeant

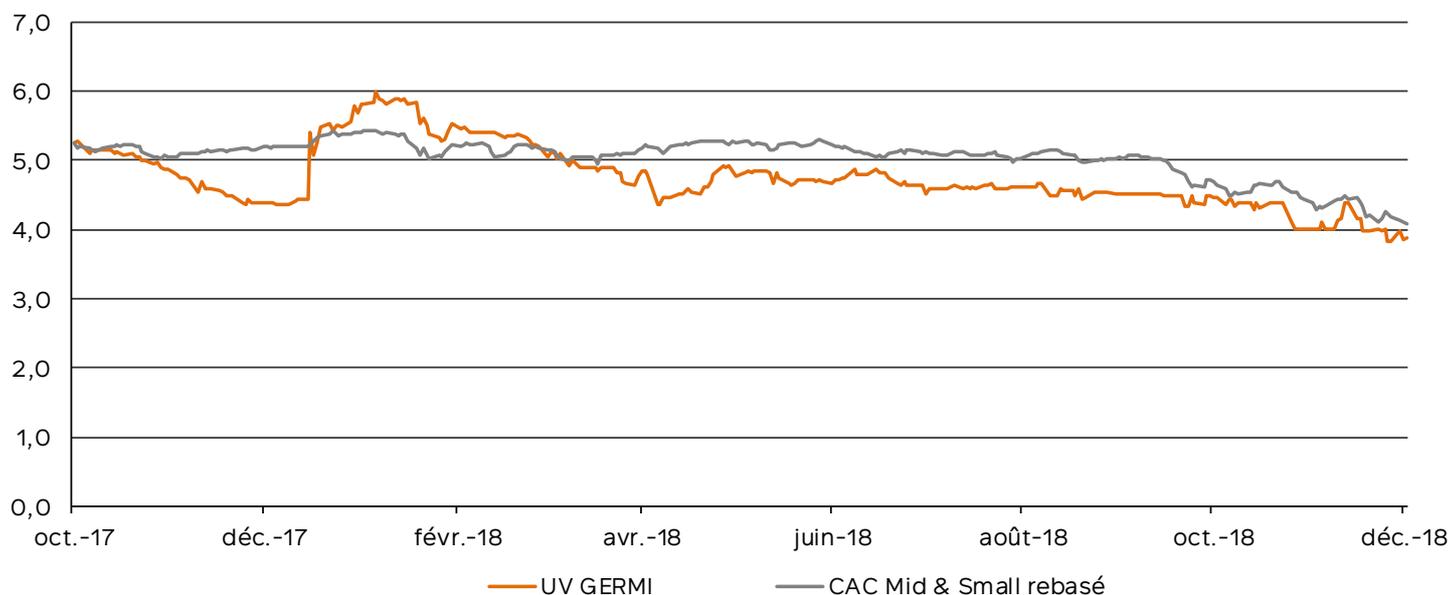
OPPORTUNITES

- ❑ Développement à l'International
- ❑ Développement sur les marchés porteurs de l'air et des surfaces
- ❑ Relais de croissance dans les marchés de l'eau (spa, thalassothérapie...etc)
- ❑ Renforcement de la réglementation et des normes sanitaires

MENACES

- ❑ Concurrence accrue sur les marchés locaux
- ❑ Apparition d'une nouvelle technologie
- ❑ Renouvellement des agrément et autorisations

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
UV GERMI	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions et/ou obligations émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen sur les abus de marché. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens des articles L.411-2, D.411-1 et D.411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Claire Barbaret
Média / Stock-Picking

+33 1 44 88 77 93
cbarbaret@invest-securities.com

Johann Carrier
Stock-Picking

+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Bruno Duclos
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Benoit Faure-Jarrosion
Immobilier

+33 1 44 88 77 88
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière, CFA
Technologie

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Vladimir Minot
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
vminot@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsampe@invest-securities.com

Olga Smolentseva
Biotechs

+33 1 44 88 88 09
osmolentseva@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotechs

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

Laurent Wilk
Cleantech

+33 1 44 88 77 97
lwilk@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

Eric d'Aillières
Senior Advisor

+33 1 55 35 55 62
edaillieres@invest-securities.com

François Habrias
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@invest-securities.com

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

+33 1 55 35 55 64
dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
blmm@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard
Vente Institutionnelle

+33 1 72 38 26 32
rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Amaury Dada
Chargé d'Affaires

+33 1 73 73 90 31
adada@invest-securities.com

Claude Bouyer
Senior Advisor

+33 1 44 88 88 02
cbouyer@invest-securities.com