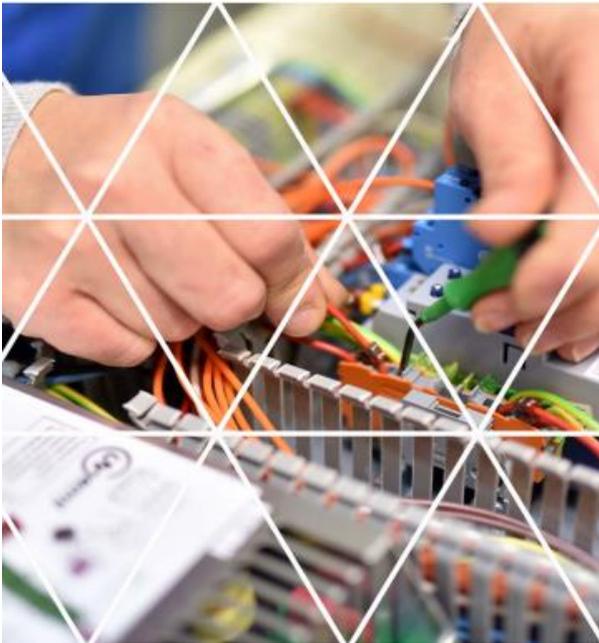
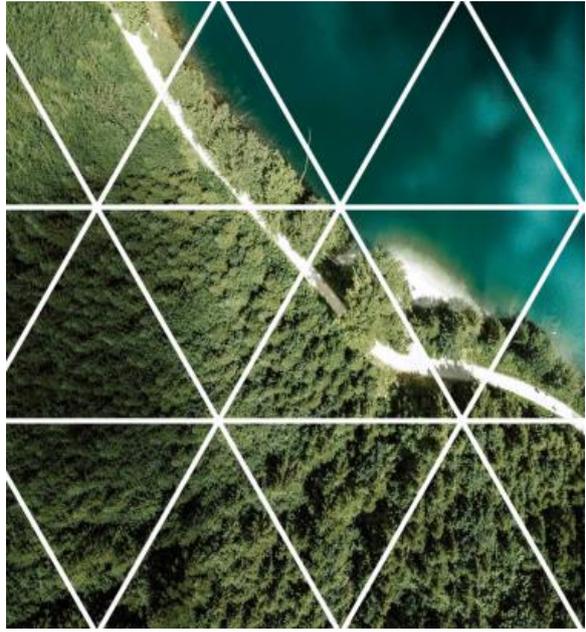


UVGERMI®

ULTRAVIOLETS DE HAUTE TECHNOLOGIE



UV GERMI

SOLIDE DYNAMIQUE DE CROISSANCE EN VUE !

Objectif : 6 €
Cours : 4,80 €
Upside : +25%
ACHAT

UV GERMI en un coup d'œil : Créée en 2009 par André Bordas, UV GERMI est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'appareils utilisant la technologie des ultraviolets dans un but de dépollution. Ces produits sont destinés à purifier l'eau (traitement de l'eau potable, de la chloramine des eaux de piscine, des eaux des serres et des eaux usées), l'air et les surfaces. L'UV permet une désinfection sans produits chimiques. La Société dispose d'une production intégrée sur son site de Saint-Viance en Corrèze.

Un secteur en effervescence : Le marché total des équipements de désinfection par UV (eau, air, surfaces) représente 5 Mds \$ et devrait croître à un taux de 12,5% par an d'ici 2027 porté par :

- La prévalence croissante des maladies infectieuses mise en exergue par le Covid-19 tout comme l'augmentation de la population âgée
- La nécessaire gestion raisonnée de la ressource en eau comme en témoigne la sécheresse actuelle en France et le plan Eau lancé ;
- Enfin et surtout, les avantages indéniables et écologiques de la désinfection par UV par rapport aux méthodes alternatives en termes de résidus chimiques, de dangerosité et de maintenance.

Atouts d'UVGERMI : 1/ position de leader en France dans la désinfection de l'eau avec les UV, 2/ R&D performante, 3/ portefeuille dense de produits et d'agrément, 4/références clients de renom, 5/ soutien de la réglementation et prise de conscience environnementale favorable à la désinfection de l'eau et de l'air, 6/ politique de remontée des marges payante, 7/ stratégie export reconstruite.

Catalyseurs : Nous identifions certains catalyseurs tels que 1/ des gains de contrats à l'export, 2/une opération de croissance externe, 3/ le maintien d'une croissance organique à haut niveau dans l'eau, 4/ l'avènement d'une réglementation favorisant la désinfection de l'air par UV.

Valorisation :

Nous initions la couverture d'UV GERMI avec une recommandation à l'achat et un objectif de cours de 6 € par action.

Contacts

Alexandre Asgarinia

Sales Specialist
 +33 140 741 540
 alexandre.asgarinia@tsaf-paris.com

Christel Clème

Equity Research
 +33 669 461 264
 christel@clèmefinance.com

Données clés

Pays	France
Secteur	Equipement de purification et de traitement
Bloomberg Ticker	ALUVI FP
Capitalisation boursière (M€)	15.0
Flottant	59.5%
Valeur d'entreprise (M€)	11.4
Volume moyen sur 30 jours (#)	4,230

Indicateurs financiers (M€)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Chiffre d'affaires (M€)	6.7	6.3	7.2	8.2	9.2
Var en %	7.9%	(5.1%)	13.4%	13.8%	12.5%
EBITDA (M€)	0.3	0.1	0.4	0.6	0.9
Marge (%)	4.9%	1.7%	4.9%	7.0%	9.3%
BPA ajusté (€)	0.2	(0.3)	0.0	0.1	0.2
Dividende net (€)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF (M€)	(0.3)	(0.4)	(0.1)	0.2	0.5
ROCE (%)	5.0%	(2.7%)	(0.2%)	8.6%	12.1%
Ratio d'endettement (x)	(5.7x)	(4.8x)	(10.2x)	(6.7x)	(5.0x)

Multiples de valorisation

	2023E	2024E
PER (x)	n.m.	22.2x
VE/CA (x)	1.4x	1.2x
VE/EBITDA (x)	19.4x	12.5x
VE/EBIT (x)	n.m.	18.7x

Sources : UV GERMI, estimations de TSAF

Note : Les états financiers consolidés audités de l'exercice 2022 n'ont pas encore été publiés

ACHAT

UV GERMI
ALUVI FP
 Spot price (€) 4.8
 Market cap. (€m) 15.0
 30d Volume Avg. 4,230

Ratios & Valorisation

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
VE/CA (x)				1.4x	1.2x
VE/EBITDA (x)				19.4x	12.5x
EV/EBIT (x)				n.m.	18.7x
P/E (x)				n.m.	22.2x
Rendement du FCF (%)				n.m.	n.m.
Ratio d'endettement (x)	(5.7x)	(4.8x)	(10.2x)	(6.7x)	(5.0x)
Taux d'endettement (%)	(28.0%)	(8.9%)	(40.6%)	(41.4%)	(43.4%)
Couverture des intérêts (x)	(1x)	(0x)	0x	4x	8x
RoE (%)	6.4%	13.9%	0.9%	4.4%	7.0%
RoCE (%)	5.0%	(2.7%)	(0.2%)	8.6%	12.1%
RoA (%)	4.6%	(10.1%)	0.7%	3.6%	5.9%
ANpa (€)	2.6	2.3	2.8	3.0	3.2
FCFpa (€)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	0.1	0.1
BFR/Chiffre d'affaires (%)	45.1%	65.2%	61.0%	56.3%	53.0%

Croissance et marge (%)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Croissance du chiffre d'affaires total	7.9%	(5.1%)	13.4%	13.8%	12.5%
Croissance de l'EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Croissance de l'EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Croissance du BPA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Croissance du Dpa	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Marge brute comptable	70.6%	70.7%	72.7%	72.7%	72.7%
Marge EBITDA	4.9%	1.7%	4.9%	7.0%	9.3%
Marge EBIT	1.6%	(2.8%)	0.2%	3.6%	6.2%
Marge nette	1.3%	(16.4%)	0.9%	4.9%	7.3%

Compte de résultat (M€)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Chiffre d'affaires	6.7	6.3	7.2	8.2	9.2
Achats	(2.0)	(1.9)	(2.0)	(2.2)	(2.5)
Charges externes	(4.9)	(5.1)	(5.0)	(5.5)	(6.0)
Autres produits/(charges) d'exploitation	0.5	0.7	0.2	0.1	0.2
EBITDA	0.3	0.1	0.4	0.6	0.9
D&A	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
Autres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	0.1	(0.2)	0.0	0.3	0.6
Intérêts nets	0.1	(0.9)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Autres	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
Non récurrent	0.0	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
Bénéfice avant impôt	(0.1)	(1.2)	(0.1)	0.2	0.5
Impôts	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat net ajusté (avant exceptionnel)	0.4	(0.9)	0.0	0.4	0.7
Résultat net (post-exceptionnel)	0.1	(1.0)	0.1	0.4	0.7
Bénéfice par action	0.2	(0.3)	0.0	0.1	0.2
Bénéfice par action dilué	0.2	(0.3)	0.0	0.1	0.2
DPS (€)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Taux de distribution des dividendes (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Nb d'actions en M	2.6	2.6	3.1	3.1	3.1
Nb d'actions dilué en M	2.6	2.6	3.1	3.1	3.1

Contacts

Alexandre Asgarinia
 Sales Specialist
 +33 140 741 540
 alexandre.asgarinia@tsaf-paris.com

Christel Clème
 Equity Research
 +33 669 461 264
 christel@clemeffinance.com

Bilan (M€)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Trésorerie et équivalents	3.3	1.1	4.4	4.2	4.5
Clients et comptes rattachés	1.6	1.7	1.7	1.8	2.0
Stocks et en-cours	2.2	3.2	3.3	3.5	3.7
Autres actifs courants	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total des actifs courants	7.0	6.0	9.4	9.5	10.2
Immobilisations corporelles nettes	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
Immobilisations incorporelles nettes	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
Titres de participation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres actifs non courants	1.0	0.4	0.1	0.1	0.1
Total des actifs non courants	2.5	1.8	1.5	1.5	1.5
Total de l'actif	9.5	7.8	10.9	11.0	11.7
Fournisseurs et comptes rattachés	0.8	0.8	0.6	0.8	0.9
Dettes à court terme	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres dettes à court terme	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
Total des dettes à court terme	1.5	1.3	1.2	1.5	1.7
Dettes à long terme	1.4	0.6	0.8	0.3	0.2
Autres passifs non courants	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total des passifs non courants	1.4	0.6	0.8	0.3	0.2
Total des dettes	2.9	1.9	2.0	1.8	1.8
Total des fonds propres	6.6	5.9	8.8	9.2	9.9
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total du passif	9.5	7.8	10.9	11.0	11.7
Dettes nettes	(1.9)	(0.5)	(3.6)	(3.8)	(4.3)

Tableau de flux (M€)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenu net	0.4	(0.9)	0.1	0.4	0.7
Ajustements cash	0.2	1.6	0.3	0.2	0.2
Δ BFR	(0.5)	(1.1)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
Impôts	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Flux de trésorerie d'exploitation	0.3	(0.2)	0.3	0.5	0.8
Investissements	(0.6)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
Acquisitions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cessions	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
Flux de trésorerie liés aux investissements	(1.0)	(0.4)	(0.1)	(0.3)	(0.3)
Dividendes versés	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Δ dette	0.4	(0.9)	0.3	(0.5)	(0.2)
Δ capitaux propres	0.0	0.1	2.9	0.0	0.0
Autres flux de trésorerie	0.1	(0.9)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Flux de trésorerie liés au financement	0.4	(1.6)	3.1	(0.6)	(0.2)
Effet de change	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Δ trésorerie	(0.2)	(2.2)	3.3	(0.3)	0.2
Flux de trésorerie nets d'exploitation	(0.3)	(0.4)	(0.1)	0.2	0.5

Performance boursière


	YTD	3M	6M	12M
Absolu (%)	45%	35%	13%	8%
Relatif (ppts)	40.4	37.1	3.6	11.5

Table des matières

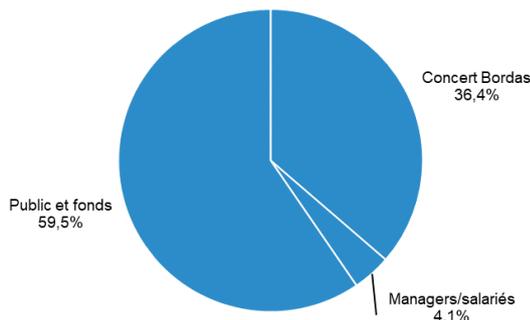
UV GERMI en bref _____	3
La dynamique du secteur en bref _____	5
Argumentaire d'investissement _____	6
Performance et évaluation _____	7
La désinfection par UV, un secteur en effervescence _____	10
Présentation d'UV GERMI _____	17
Des résultats en redressement en 2022 _____	25
Stratégie et projections financières _____	29
Annexes _____	33
Avertissement _____	39

UV GERMI en bref

Analyse SWOT	
<p>Forces</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ PME française reconnue sur son secteur ■ Catalogue dense de produits sur tous les segments des UV avec un profil haut de gamme ■ Portefeuille d'agrément et d'autorisations ■ Bureau de R&D innovant et intégré ■ Usine intégrée avec un sourcing majoritairement français ■ Portefeuille de clients diversifié ■ Forte dimension RSE : technologie des UV sans danger, sans chimie ■ Structure financière saine 	<p>Faiblesses</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Flottant réduit ■ Internationalisation à approfondir ■ Dimension de l'usine à terme ■ Fabrication parfois sur-mesure pour les clients pouvant réduire les marges
<p>Opportunités</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Nouveaux segments de marchés renforcés post Covid et sécheresse : air, surface, eaux usées ■ Soutien réglementaire à approfondir (Air, réutilisation des eaux usées) ■ Marchés exports à évangéliser ■ M&A par le biais d'acquisitions ciblées 	<p>Menaces</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Inflation des coûts matières et difficultés d'approvisionnements ■ Concurrence accrue de grands acteurs

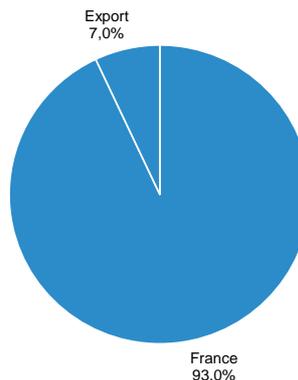
Sources : TSAF, Société

Graphique 1 : Actionnariat d'UV GERMI



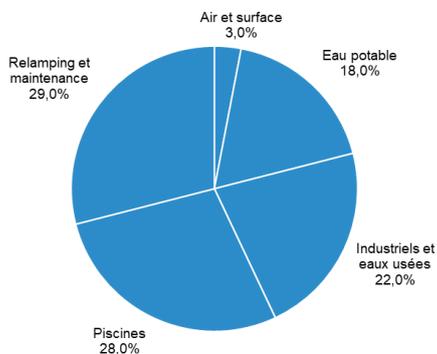
Source : UV GERMI

Graphique 2 : Ventes 2022 d'UV GERMI par zone



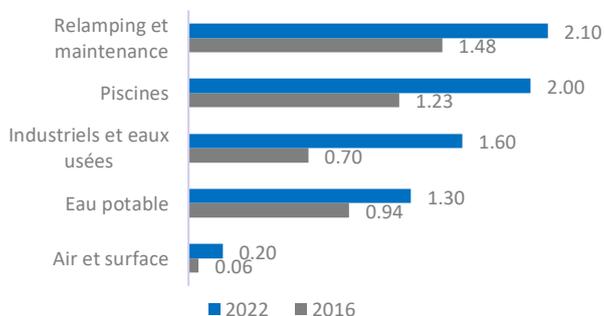
Source : UV GERMI

Graphique 3 : Ventes 2022 d'UV GERMI par activité



Source : UV GERMI

Graphique 4 : Ventes d'UV GERMI par activité (2016-2022) en M€



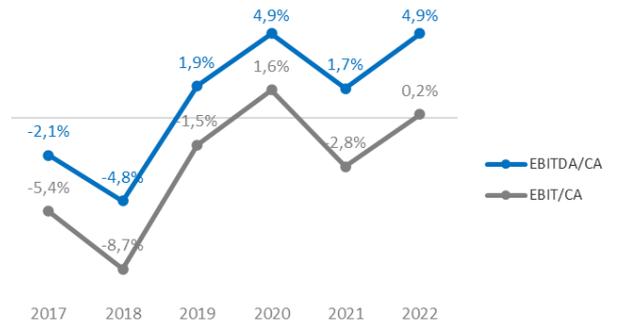
Source : UV GERMI

Graphique 5 : Croissance organique : +8%/an depuis 2017 (K€)



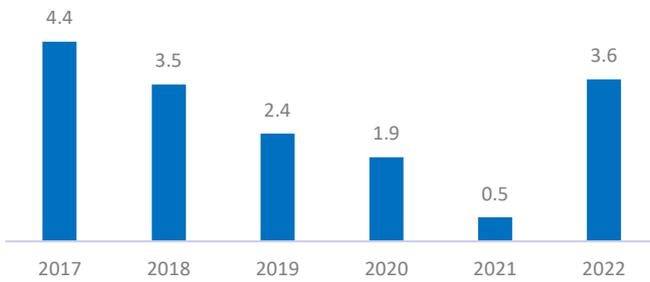
Source : UV GERMI

Graphique 6 : Des marges opérationnelles en redressement



Source : UV GERMI

Graphique 7 : Excédent financier net en M€



Source : UV GERMI

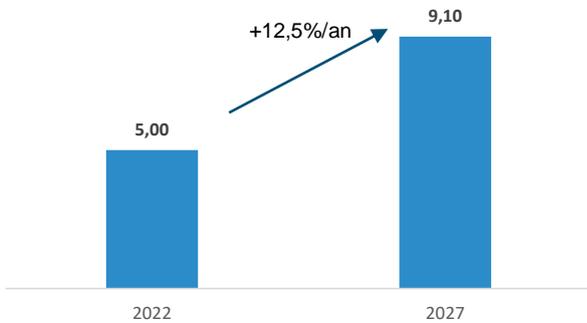
Graphique 8 : Résultat net par action (€)



Source : UV GERMI

La dynamique du secteur en bref

Graphique 9 : Marché de la désinfection par UV dans le monde (Md\$)



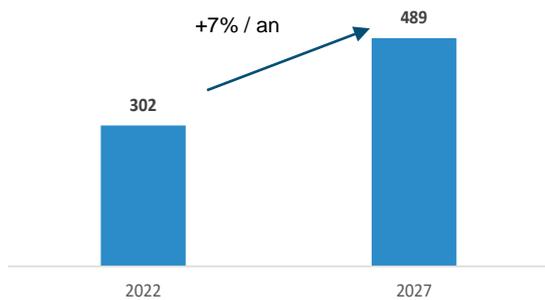
Sources : Markestandmarkets

Tableau 10 : Modes de désinfection de l'eau

	Chloration	Ozonation	UV
Efficacité			
Inactivation bactérienne	+	++	+++
Inactivation virale	-	++	+++
Inactivation des protozoaires	-	+++	+++
Effets secondaires			
Innocuité pour la vie aquatique	-	-	+++
Absence de formation de produits nuisibles	-	-	+++
Absence de corrosion induite	-	-	+++
Innocuité pour la santé des consommateurs	+	++	+++
Innocuité pour le personnel exploitant	-	-	+++
Utilisation et coûts			
Simplicité d'utilisation	+	-	+++
Facilité d'entretien	-	-	+++
Coûts d'exploitation	+++	+	++

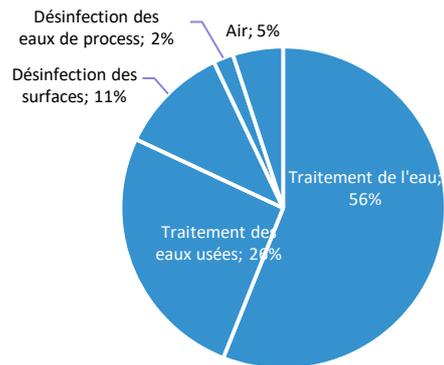
Sources : UV GERMI

Graphique 11 : Marché du traitement de l'eau dans le monde (Md\$)



Sources : Fortune Business Insights

Graphique 12 : Marché de la désinfection UV par application (2020)



Sources : Reportsandata

Argumentaire d'investissement

Un secteur mondial porteur

Le marché mondial des équipements de désinfection par UV est actuellement estimé à 5 Md\$ et devrait atteindre 9,1 Md\$ en 2027 soit +12,5% par an. Centré sur l'eau et son traitement, le secteur s'est ouvert à l'air à la faveur de la crise du Covid-19. La technologie de la désinfection par UV cumule en effet les avantages : -pas de chimie, pas de formation de sous-produit, manipulation sûre, coût modéré.

Sur ce marché marqué par des barrières à l'entrée importantes et liées notamment aux autorisations nécessaires à la commercialisation des produits, UV GERMI a su développer une position de premier rang en France sur la désinfection de l'eau par UV.

Une stratégie volontariste

Fort d'un portefeuille de produits parmi les plus dense du marché français, UV GERMI souhaite désormais profiter pleinement :

- des perspectives du marché de la réutilisation de l'eau notamment en France où la vague de sécheresse actuelle rappelle l'impératif d'économie sur cette ressource et incite à des mesures de soutien au secteur (cf plan Eau du Président Emmanuel Macron) ;
- de toute ouverture réglementaire sur le segment de l'air dont l'attrait avait été mis en lumière pendant la crise du Covid-19 ;
- du potentiel de l'export : après des tentatives au Moyen-Orient et en Afrique, le groupe ambitionne désormais de pénétrer ses marchés voisins européens avec en cible prioritaire : l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie.

Des acquisitions pourraient venir accélérer ces projets et des pistes sont à l'étude en Allemagne.

Une montée en puissance des résultats

Après un exercice 2022 de redressement des performances opérationnelles, nous attendons une croissance à deux chiffres des ventes pour dépasser 10 M€ en 2025 et une montée progressive du taux d'EBITDA/CA à près de 12% (5% à date). L'EBITDA serait ainsi multiplié par 3,5 entre 2022 et 2025 et ce, sans intégrer d'ouverture significative du marché de l'air ni d'acquisitions. L'excédent financier de 3,6 M€ à fin 2022 permet amplement de financer ce plan.

Une valorisation encore modérée

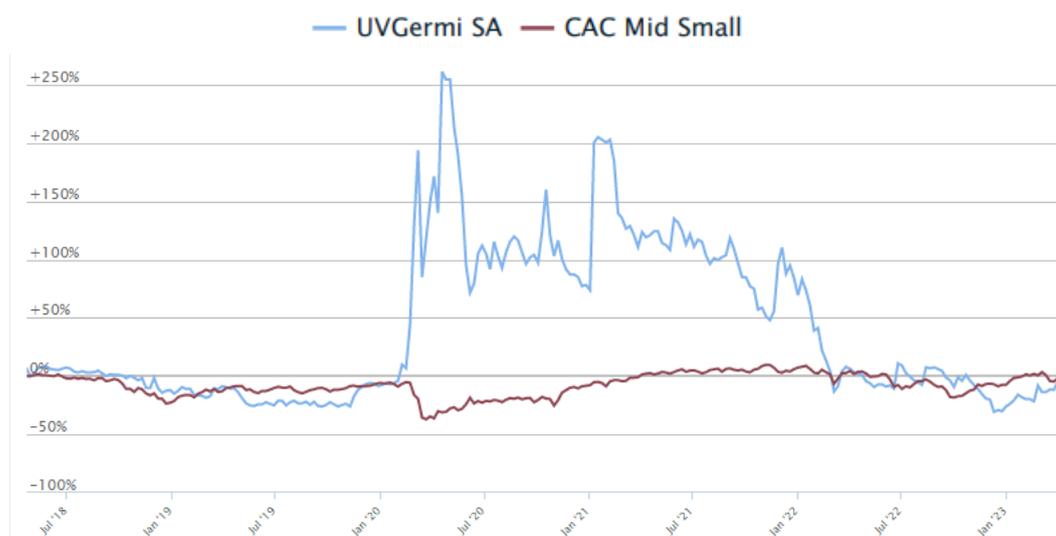
Nous initions le suivi d'UV GERMI avec une recommandation à l'Achat et un cours objectif de 6 €. Malgré la remontée du cours depuis fin 2022, nos méthodes de valorisation font ressortir un upside attractif de 25%.

Performance et évaluation

Performance et tendances boursières

Sur les 5 dernières années, la performance boursière d'UV GERMI a dépassé celle de l'indice CAC Mid Small, uniquement sur la période du Covid-19. Depuis le point bas de fin 2022 (3,07€), le cours se redresse significativement.

Graphique 13 : Performance du cours de l'action de UV GERMI par rapport à l'indice Small et Mid caps



Sources : InFront, cours au 25/04/23

Évaluation

Nous initions la couverture d'UV GERMI avec une recommandation à l'achat et un prix cible de 6 € /action, calculé sur la base de la méthode des DCF, la plus appropriée pour une entreprise de cette taille et avec ce profil de résultat. Nous communiquons l'approche par les comparables boursiers à titre indicatif. Il convient de préciser que le plan prévisionnel retenu est prudent et n'intègre pas de réglementation favorable dans l'air, ni d'opérations de croissance externe.

Tableau 14 : Élaboration de notre objectif de prix

Méthode	Prix / Action	Coefficient
DCF	6,0	100%
Comparables	5,0	0%
Synthèse	6,0	100%

Source : TSAF

Tableau 15 : Multiples implicites au cours objectif

	2023E	2024E	2025e
VE/CA	1,8	1,6	1,3
VE/EBITDA	25,8	16,8	11,1
VE/EBIT	50,2	25,1	14,5
P/E	46,8	27,7	18,1

Source : TSAF

Approche par comparaisons boursières

Compte tenu du profil de montée en taille et profitabilité d'UV GERMI, nous évaluons le groupe en utilisant les multiples EV/EBIT 2025E d'un échantillon composé d'acteurs du secteur du traitement de l'eau avec une présence dans la désinfection UV et des tailles très diversifiées.

Sur ces bases, la valorisation ressort à 15,7 M€ soit 5 €.

Tableau 16 : Evaluation par comparaisons boursières

	Données		
	UV Germi 2025 en M€	Multiple médian 2025 échantillon	VE induite en M€
CA	10,26	2,5	25,6
EBITDA	1,21	13,2	16,0
VE centrale en 2025			20,8
Trésorerie nette retraitée			-5,2
Valeur des fonds propres			15,7
<i>soit en € par action</i>			<i>5,0</i>

Source : estimations TSAF

Tableau 17 : Multiples de l'échantillon de comparables retenus

En M€	Capi. boursière	CA 2022	EBITDA/CA	VE/CA				VE/EBITDA			
				2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Xylem Inc.	17 052	5 160	15,8%	3,6	3,3	3,1	2,8	21,8	18,8	16,5	14,9
Pentair plc	7 972	3 851	17,0%	2,7	2,6	2,4	2,2	13,4	12,3	11,0	9,7
Evoqua Water Technologies Corp.	5 429	1 772	12,3%	3,8	3,5	3,3	3,0	22,4	19,7	18,1	16,0
Watts Water Technologies Inc.	4 876	1 849	17,8%	2,6	2,5	2,3	2,1	14,4	13,8	12,8	11,4
BIO-UV GROUP	42	51	13,7%	1,3	1,2	1,0	1,2	9,5	8,2	5,7	6,9
Médiane			16,4%	3,1	3,0	2,7	2,5	18,1	16,3	14,7	13,2

Sources : TSAF, In Front, Moyenne 3 mois au 17/04/2023

Tableau 18 : Description des comparables retenus

Société	Description
Xylem Inc.	Xylem est un groupe américain intervenant sur toute la chaîne de valeur de l'eau : Transport, test, analyse et traitement de l'eau, et notamment dans la désinfection par ozone et UV
Pentair plc	Pentair Plc est spécialisée dans la fourniture de solutions d'eau pour les applications résidentielles, commerciales, industrielles, d'infrastructure et agricoles. Elle opère dans les segments d'activité suivants: Systèmes aquatiques (piscines), Solutions de filtration (traitement de l'eau) et Technologies de flux.
Watts Water Technologies Inc.	Watts Water Technologies, Inc. intervient dans la fabrication et la fourniture de produits pour la conservation de l'eau, sa sécurité et le contrôle du débit. Ses services comprennent des solutions de plomberie et de contrôle de débit, de qualité et la climatisation de l'eau, la réutilisation et le drainage de l'eau...
Evoqua Water Technologies Corp.	Créé en 2013, Evoqua Water technologies intervient dans le traitement de l'eau via plusieurs modes de traitements propriétaires dont la désinfection par UV pour les municipalités et les bassins aquatiques.
Applied UV, Inc.	Applied UV est une entreprise récente de 2019 dédiée à la désinfection par UV des surfaces et de l'air cotée au Nasdaq avec des dispositifs qui s'adressent essentiellement aux hôpitaux et industriels. CA
BIO-UV GROUP	Créée en mai 2000, BIO-UV fabrique et commercialise des systèmes de désinfection par UV pour la déchloration des piscines, la purification de l'eau potable et le traitement des eaux usées, le traitement de l'eau des ballasts de bateaux

Sources : TSAF, sites corporate

Approche DCF

Pour l'approche DCF, nous avons utilisé les hypothèses suivantes :

- Flux au-delà du prévisionnel :
 - o Ralentissement progressif de la croissance des ventes ;
 - o Marge d'EBIT tendant vers un niveau normatif proche de 11%;
 - o Dépenses d'investissements convergentes avec les amortissements ;
 - o BFR ramené à 35% du CA ;
 - o Croissance infini 2%
- Taux d'actualisation à 9,2%
 - o Taux sans risque : 2,8% (OAT 10 ans)
 - o Prime de risque actions : 5,6% (source Fairness Finance)
 - o Facteur de risque : 1,1
- Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :
 - o Trésorerie nette 2022 à 3,6 M€
 - o Valeur des participations financières et prêts associés : 0 M€
 - o Valeur des reports déficitaires fin 2022 : 0,7 M€

Sur ces bases, la valorisation ressort à 18,6 M€ soit 6 € par action sachant que le plan prévisionnel retenu n'intègre pas de réglementation favorable dans l'air, ni d'opérations de croissance externe.

Tableau 19 : Résultats de l'évaluation du DCF

Cash flow net (en M€)		2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	Flux terminaux
CA		8,2	9,2	10,3	11,4	12,5	13,6	14,7	15,7	16,7	17,5	
	Var en %	14%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	
EBIT		0,3	0,6	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	1,9
	Var en %	ns	93%	63%	10%	16%	15%	13%	12%	6%	5%	
	% du CA	3,6%	6,2%	9,0%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,0%	11,0%	
(-) Impôt théorique post CIR		-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
	% EBIT	-32,6%	-4,8%	6,7%	8,4%	10,7%	12,5%	14,0%	15,2%	15,7%	16,2%	16,2%
= EBIT après impôt		0,4	0,6	0,9	0,9	1,1	1,2	1,3	1,5	1,5	1,6	1,5
(+) Dot. aux amort		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
(-) Investissements		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
	% du CA	3,7%	3,3%	2,9%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
(-) Variation du BFR		0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
	BFR	3,9	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	4,9	5,0	5,1	
	% du CA	47,8%	44,4%	41,1%	38,1%	36,1%	34,1%	32,1%	31,1%	30,1%	29,1%	
CF		0,2	0,4	0,7	0,8	0,9	1,1	1,3	1,3	1,4	1,5	1,4
DCF		0,2	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6

Dernier flux normatif

Taux de croissance infini	2,0%
Dernier flux normatif	1,4
Valeur de sortie	20,4
Valeur de sortie actualisée	8,7

Synthèse en M€

Sommes des flux 2023e-2032e	5,6
+ Valeur de sortie actualisée	8,7
= Valeur globale de l'entreprise	14,3
- Endettement net 2022	-3,6
+ Reports déficitaires fin 2022	0,7
+ Valorisation des immo. financières	0,0
= Valeur des fonds propres	18,6
soit en € par action	6,0

CMPC	croissance à l'infini		
	1,5%	2,0%	2,5%
8,71%	6,1	6,4	6,6
9,21%	5,8	6,0	6,2
9,71%	5,5	5,6	5,8

Source : TSAF

La désinfection par UV, un secteur en effervescence

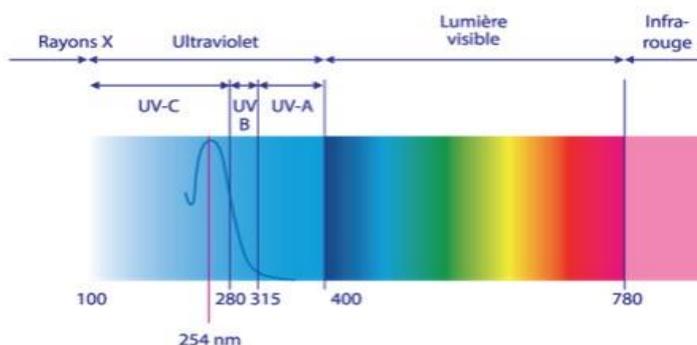
Les Uvc, un procédé « clean » de désinfection

Fonctionnement de la désinfection par UV

La désinfection par UV (UVC) est un procédé permettant de détruire de nombreuses substances indésirables contenues dans l'eau, l'air ou les surfaces par l'action d'un rayonnement émis à une longueur d'onde spécifique. Contrairement aux méthodes de désinfection par produits chimiques, la lumière UV inactive rapidement et efficacement les microorganismes par un processus physique. Lorsque les bactéries, les virus et les protozoaires sont exposés aux longueurs d'onde germicides de la lumière UV (de 180 à 280 nanomètres et plus particulièrement à longueur d'onde de 253,7 nm émise par les lampes à vapeur de mercure), ils deviennent incapables de se reproduire et perdent leur pouvoir d'infection. De même, des produits chimiques (comme les chloramines ou micropolluants) peuvent être détruits par « photolyse » (décomposition d'un composé chimique par la lumière).

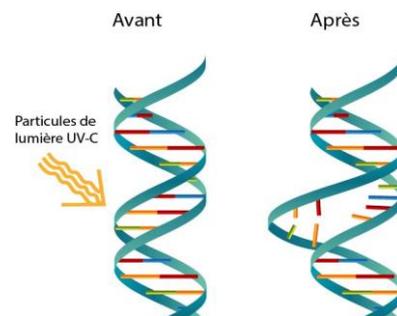
- Les rayons ultra-violet sont des ondes électromagnétiques dont le spectre se divise en 3 tranches distinctes. Ces rayons ont une action photochimique sur les corps, action qui se manifeste par des réactions diverses ;
 - o UVA : de 315 à 400 nm – pigmentation de la peau
 - o UVB : de 280 à 315 nm – production de vitamine D
 - o UVC : de 180 à 280 nm – destruction des micro-organismes
- Les rayons ultra-violet à la longueur d'onde de 253,7 nanomètres inactivent les micro-organismes instantanément en provoquant des réactions photochimiques sur leur ADN. Une liaison anormale se crée sur la chaîne ADN et la bactérie perd ainsi sa capacité de reproduction. La division cellulaire s'arrête et le micro-organisme devient inoffensif.

Graphique 20 : Spectre de la lumière



Source : UV GERMI

Graphique 21 : Procédé de désinfection par UVC



Source : Université de Geisenheim

Champ d'intervention de la désinfection par UV

L'efficacité du rayonnement par UVC a été documentée par la UV GERMI sur plusieurs types d'agents pathogènes pour l'homme ou les animaux : virus, bactérie, protozoaires ou levures.

- Dans l'eau, l'efficacité germicide varie entre 90 et 99,99 % suivant la durée d'exposition de l'eau au rayonnement. Elle dépend de plusieurs facteurs : la qualité de l'eau, le débit, la dose UVC délivrée.

- Dans l'air, à titre indicatif, l'efficacité de produits tels que le Germi R75 d'UV GERMI permet en 3 minutes de détruire de 99 % la " charge virale " aéroportée présente dans une pièce. Ce résultat correspond à une destruction d'au moins 90% des virus présents dans l'air lors de chaque passage dans l'appareil. Ce type de produit détruit les virus et les bactéries contenus dans l'air ambiant, détruit les odeurs indésirables (nicotine, moisissures...) et les polluants aéroportés.

Efficacité d'épuration

- Virus H1N1: 99 %d'abattement en 1 passage, 99.9% en 2 passages.
 - Composés Organiques Volatils : Abattement complet en plusieurs passages sans génération d'ozone.
- Sur les surfaces, la baladeuse d'UV GERMI permet une inactivation instantanée des micro-organismes, bactéries, moisissures et virus.

Graphique 22 : Exemples d'efficacité germicide des rayons UVc

Dose d'UV en millijoule/cm2		Elimination	
		90%	99,99%
Bactéries			
Escherichia coli	Bactérie intestinale source chez l'homme de gastro-entérites, infections urinaires, méningites ou sepsis	2,9	11,6
Salmonella typhosa	Bactérie (présente dans l'eau, l'air ou encore l'intestin) source chez l'homme de fièvres typhoïdes, fièvres parathyroïdes et salmonelloses	2,2	8,8
Bacillus subtilis veg	Bactérie présente dans différents substrats non 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 notamment les fromages (taches, goût, défauts d'aspects)	3,5	14
Staphylococcus albus	Bactérie du genre Staphylococcus responsable de diverses infections	1,8	7,2
Staphylococcus aureus	Bactérie la plus pathogène du genre Staphylococcus qui est responsable d'intoxications alimentaires, d'infections localisées suppurées et pour les personnes fragiles, 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	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
Covid-19		<i>Confidentiel</i>	
Protozoaires			
Cryptosporidium	Protozoaire source de diarrhée chez les vertébrés dont l'homme voire de maladies plus sévères comme la pancréatite ou encore de malnutrition pouvant être mortelle chez les enfants	5,8	22
Giardia	Protozoaire intestinal notamment, source de diarrhées persistantes	5,2	22
Moisissures			
Penicillium roqueforti	Champignon présent notamment, dans le roquefort, les fourmes et les bleus	26,4	106
Rhizopus nigricans (fromage)	Moisissure commune	220	880
Levures			
Levure de boulanger	-	8,8	35
Levure de bière	-	6,6	27

Source : UV GERMI

Les atouts de la désinfection par UVc

La désinfection par UV réunit de nombreux avantages qui en font une technologie très adaptée aux besoins actuels du marché (source Société) :

- Pas de modification de la composition chimique de l'eau, de l'air,
- Pas de modification des qualités organoleptiques,
- Pas d'ajout de produits chimiques,
- Pas de formation de sous-produits toxiques,
- Sécurité des utilisateurs qui n'ont pas à manipuler de produits dangereux,
- Temps de contact très court,
- Coût modéré : les seuls frais d'exploitation sont le changement des lampes et la consommation électrique,
- Maintenance réduite au remplacement des lampes et au nettoyage des gaines quartz,
- Pas de risque de réactions secondaires,
- Pour l'eau : aucun souci de dosage, pas de dépendance du PH, pas de corrosion des installations due au surdosage de réactifs, action plus efficace que le chlore dans l'eau sur certains virus et protozoaires,
- Pour l'air : pas de souci de changement de filtre.

Le fonctionnement des appareils de traitement par Uvc

Les UV sont utilisés soit seuls soit en association avec un autre procédé (photolyse, oxydation avancée, photocatalyse) selon les domaines d'application :

Graphique 23 : Mode d'intervention des UV selon les objectifs et les utilisations



Source : UV GERMI

- **Pour l'eau** : Un appareil de traitement UV se compose d'une ou plusieurs lampes placées dans des gaines quartz, leur permettant ainsi d'être isolées thermiquement et électriquement de l'eau. Les rayons UVC sont produits par des lampes à vapeur de mercure, qui peuvent être des lampes dites basse pression, ou des lampes dites moyenne pression. Ces lampes peuvent être assemblées dans un tube cylindrique (appareil de type

fermé) ou dans un canal (appareil de type ouvert). Dans les deux cas l'eau circule autour des lampes en couches minces car les rayons UV sont rapidement absorbés par l'eau. Le dimensionnement des appareils est réalisé sur la base d'informations concernant l'application, le débit et la transmittance (capacité à absorber de la lumière) de l'eau à traiter. À la sortie de l'appareil, l'eau est désinfectée (microbiologiquement saine).

- **Pour l'air** : Les appareils traitant l'air par UVC sont peu fréquents (UV GERMI a déposé un brevet sur Germi AirClean) : ceux du groupe fonctionnent avec un procédé de photocatalyse.
- **Pour les surfaces** : Les appareils traitant les surfaces comme la baladeuse UV GERMI fonctionnent avec une simple application du rayon UV sur la surface à désinfecter.

Graphique 24 : Schéma d'un réacteur UV/ eau
UV GERMI



Graphique 25 : Schéma d'un réacteur UV / air



Graphique 26 : Baladeuse UV GERMI



Source : UV GERMI

Un marché UV de 5 Md\$ en croissance à deux chiffres

Taille et moteurs de croissance du marché

Selon les dernières données de marketsandmarkets, le marché mondial des équipements de désinfection par UV est actuellement estimé à 5 Md\$ et devrait atteindre 9,1 Md\$ en 2027 soit **+12,5% par an**.

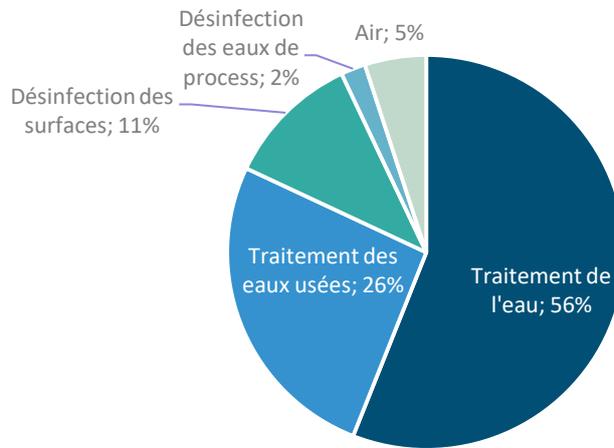
Plusieurs moteurs de croissance majeurs sont identifiés :

- Prévalence croissante des virus mise en exergue par le Covid-19 ; au moins 30 nouvelles maladies seraient apparues ces 20 dernières années et représentent une réelle menace collective pour la santé ;
- Augmentation de la population âgée renforçant la nécessaire lutte « écologiques » contre les virus et les infections ; ce vieillissement impose de recourir plus massivement à des solutions de désinfection, la population âgée n'étant pas en mesure de supporter ou réagir favorablement à certains traitements.
- Avantages indéniables du traitement par UV sur les autres méthodes chimiques traditionnelles en termes de résidus chimiques, de dangerosité et de maintenance.
- Deux niches plus précisément sont apparues :
 - Désinfection hospitalière pour lutter contre les maladies nosocomiales et la propagation des virus grâce à la désinfection par UV des surfaces et de l'air ;
 - Recherche d'une eau ultrapure pour certaines industries de pointe comme la pharmacie et les semi-conducteurs.

Des applications encore centrées sur l'eau

Actuellement, le marché mondial de la désinfection par UV est centré sur l'eau (84% des applications) devant les surfaces et l'air. On note des disparités selon les zones : priorité à l'eau en Europe, aux surfaces en Asie, à l'air aux USA.

Graphique 27 : Marché des équipements UV par segment d'application en 2020

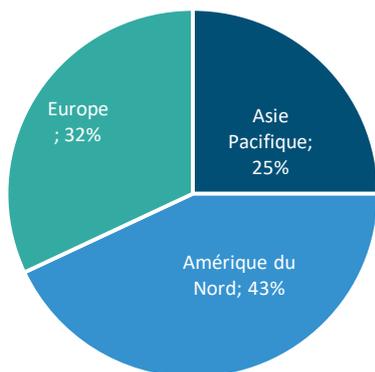


Source : reportsanddata.com

Une zone US dominante

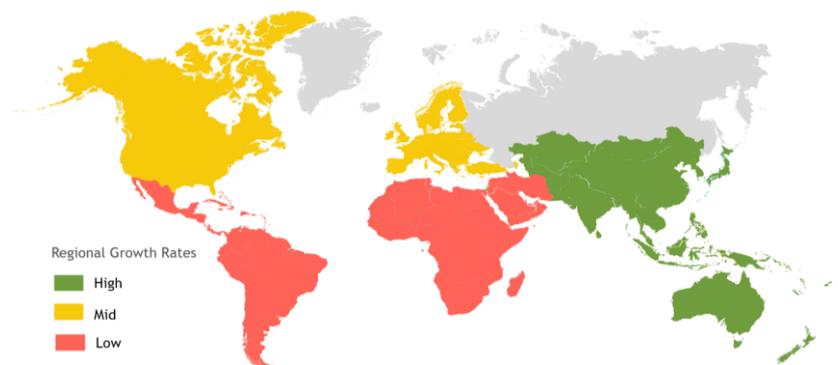
Encore minoritaire par rapport à l'Amérique du Nord et l'Europe, l'Asie Pacifique est attendue en croissance moyenne annuelle supérieure notamment en Inde et en Chine où la croissance de la population alliée à une ressource en eau rare conduira à la recherche de solutions de traitement à la fois de l'eau potable mais aussi de l'eau industrielle.

Graphique 28 : Marché des équipements UV par zone en 2019



Source : reportsanddata.com

Graphique 29 : Croissance de désinfection par UV par zone (2020-2025)



Source : Mordor Intelligence

Le secteur municipal, premier utilisateur

Le 1er utilisateur est le secteur municipal via les collectivités gérant les services d'eau (38,5% du marché). Dans le résidentiel (environ 1/3 du marché), le traitement par UV est surtout utilisé pour la désinfection de l'eau potable et également pour la désinfection de l'air et des surfaces ; notamment dans les pays où une industrialisation et une urbanisation rapides ont conduit à une pollution mal gérée des eaux et de l'air. Dans le secteur industriel, le traitement par UV permet une désinfection majoritairement dans les secteurs cosmétique, agroalimentaire, santé.

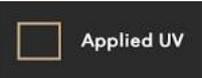
Un panorama concurrentiel hétérogène

Le marché est protégé par des barrières à l'entrée élevées compte tenu de la technicité des appareils, des investissements nécessaires au développement d'une offre, de l'expertise humaine adéquate et enfin de l'obtention des autorisations réglementaires (obligatoires pour le segment de l'eau potable notamment et souvent différentes selon chaque pays).

A ce jour, le secteur de la désinfection par UV est hétérogène et regroupe des acteurs de taille et d'appartenance diverses. Sur chaque application, eau, air ou surface, la désinfection par UV se trouve par ailleurs en concurrence d'acteurs utilisant d'autres procédés.

Les principaux acteurs de la désinfection par UV

Tableau 30 : Quelques acteurs intervenant sur le secteur de la désinfection par UV

Groupes	Description
	Issu du rapprochement avec Suez Water Technologies & Solutions, Veolia Water Technologies & Solutions intervient dans tous les modes de traitement de l'eau avec une branche UV en interne des produits aquaray (issue de Suez).
	Trojan est l'un des pionniers du secteur des UV. Il détient un nombre important de brevets. Trojan Technologies conçoit, fabrique et vend des systèmes UV et d'oxydation avancée pour les stations d'eau potable et d'eaux usées municipales et les industriels. Trojan est une filiale du groupe coté Danaher.
	Xylem est un groupe américain intervenant sur toute la chaîne de valeur de l'eau : Transport, test, analyse et traitement de l'eau, et notamment dans la désinfection par ozone et UV. En France, Xylem Water Solutions a réalisé 124 M€ de CA en 2019.
	En France, la société COMAP Water Treatment est basée à Montelieu (26), et appartient au groupe COMAP, présent dans plus de 20 pays et filiale du groupe Aalberts Industries NV (coté aux Pays-Bas). Comap WT est spécialisé dans la conception, la fabrication et le contrôle de matériels de traitement et d'assainissement des eaux pour des applications résidentielles (domestiques et collectives), mais aussi industrielles.
	Créé en 2013, Evoqua Water technologies intervient dans le traitement de l'eau via plusieurs modes de traitements propriétaires dont la désinfection par UV pour les municipalités et les bassins aquatiques. Son chiffre d'affaires atteint 1,7 Md € dont l'essentiel aux Etats-Unis.
	Créée en mai 2000, BIO-UV fabrique et commercialise des systèmes de désinfection par UV pour la déchloration des piscines, la purification de l'eau potable et le traitement des eaux usées, le traitement de l'eau des ballasts de bateaux. La société a été introduite en bourse en juillet 2018 (10 M€ de levée de fonds) et a levé 12,7 M€ par placement privé en octobre 2020.
	Applied UV est une entreprise récente de 2019 dédiée à la désinfection par UV des surfaces et de l'air cotée au Nasdaq avec des dispositifs qui s'adressent essentiellement aux hôpitaux et industriels. CA 19 M€.
	SITA (Italie) est une société de fabrication d'équipements UV pour le traitement de l'eau. CA affiché 5,3 M€
	Créée en 1992, cette société est spécialisée dans le traitement par UV et a signé un partenariat avec Berson UV aux Pays-Bas. Elle a installé 2000 appareils en France dans le traitement UV de l'eau et l'air et dispose d'une gamme de désinsectiseurs UV (gamme INSECTRION ®). Dernier chiffre d'affaires connu 2,6 M€ en 2015.
	UVRER ANEMO est une entreprise française (proche de Lyon) de désinfection de l'eau, l'air et des surfaces par UV de 1,6 M€ de CA (2019).

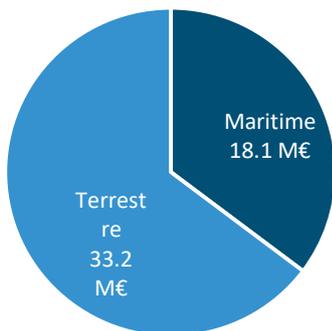
Sources : sites corporate

Comparatif UV GERMI et BIO-UV

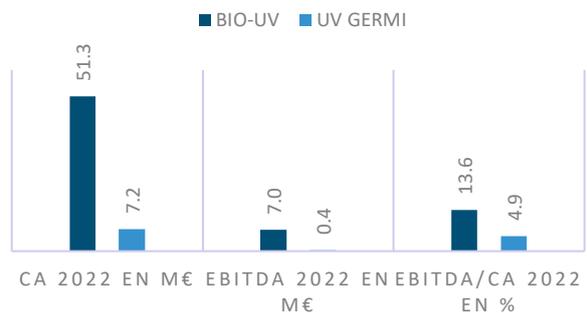
Coté sur Euronext Growth depuis juillet 2018 et évoluant sur le segment de la désinfection par UV notamment des eaux de piscine en France, BIO-UV se distingue d'UV GERMI à plus d'un titre :

- Taille : BIO-UV génère 51,3 M€ de CA en 2022 dont 18,1 M€ dans le Maritime (traitement des eaux de ballast), un segment international dont UV GERMI est totalement absent ; ce secteur est capitalistique et risqué. UV GERMI pèse 7,2 M€ de CA ;
- Croissance externe : BIO-UV a notamment racheté en 2019 Triogen, une entité écossaise de 8 M€ de CA (EBITDA/CA 10%) issue du groupe Suez pour 6,29 M€ (7,4 M\$) puis Corelec (traitement de l'eau de piscine par électrolyse de sel) une entité de 10 M€ de CA. UV GERMI n'a pas encore réalisé de croissance externe ;
- Croissance organique : BIO-UV affiche une croissance hors acquisition de 11% en proforma en France et de 30% à l'export sur les activités terrestres. UV GERMI a publié une croissance organique de 13% quasi exclusivement sur la France ;
- Marges d'EBITDA : La marge de BIO-UV ressort à 13,7% en 2022 avec un effet mix important ; celle d'UV GERMI est inférieure à près de 5% compte tenu d'une taille moindre notamment ;
- La structure financière de BIO-UV est endettée (gearing de 77%) contre une situation de trésorerie nette pour UV GERMI.

Graphique 31 : Données de CA 2022 BIO-UV



Graphique 32 : Indicateurs 2022 comparés



Source : sites corporate

Graphique 33 : Evolution comparée des cours de bourse BIO-UV et UV GERMI sur 12 mois



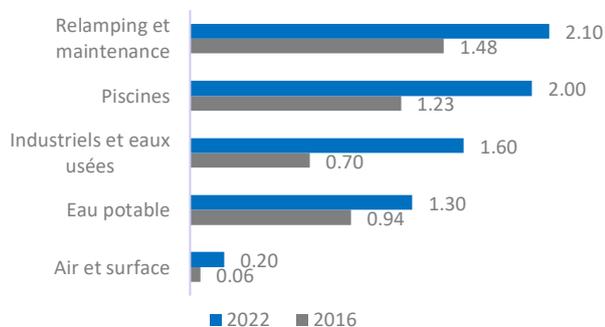
Source : Zonebourse, cours au 25/04/23

Présentation d'UV GERMI

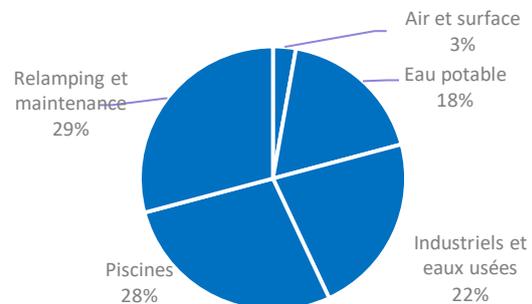
UV GERMI est un acteur historique français de la désinfection par UV bénéficiant de l'une des gammes les plus complètes du marché avec une stratégie et un modèle économique à plusieurs facettes :

- L'innovation et l'avance technologique tout comme l'ampleur du catalogue produits sont clés : les efforts de recherche et développement réalisés par l'équipe (en moyenne 10% du CA) ont permis à l'entreprise de se doter d'une gamme étoffée d'appareils et de se déployer sur plusieurs domaines d'activités (piscines publiques et privées, eaux usées, eaux potables, traitement de l'air et des surfaces), permettant ainsi de réduire l'exposition à un segment en particulier ;
- L'export représente encore moins de 10% du CA et est considéré comme un vecteur de croissance complémentaire à un marché français encore à conquérir sur certains segments. Ainsi, le déploiement international est en phase de redynamisation après la sortie d'une implantation au Moyen-Orient et d'une participation en Afrique.
- Compte tenu du changement de taille opéré et du choix d'un modèle intégré de la conception à la fabrication et la commercialisation, l'entreprise s'est récemment structurée et à optimiser ses modes de fonctionnement (mise en place d'un ERP, amélioration des méthodes de production...) avec l'objectif de gagner en productivité et en rentabilité.
- La récurrence des ventes est importante : on note une part de 29% du CA réalisé sur de la maintenance des machines et du « relamping » (remplacement des lampes tous les 2 ans avec une connectique spécifique UV GERMI).

Graphique 34 : Evolution CA par segment 2016/2022 en M€



Graphique 35 : Données de CA 2022 UV GERMI par segment



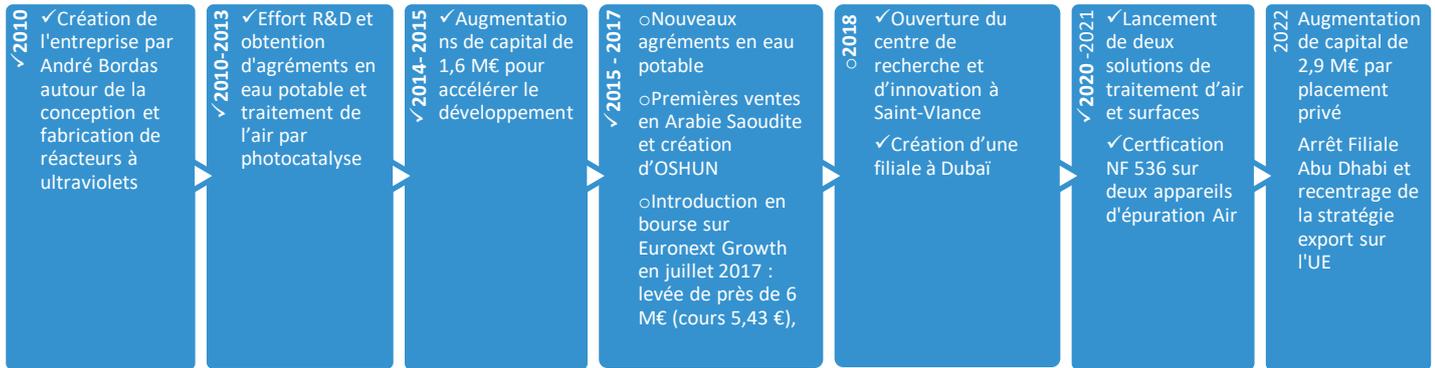
Source : UV GERMI

Histoire et organisation du groupe

Fondée en 2010 par André Bordas, UV GERMI a un historique riche d'innovations.

- o A l'origine, André Bordas avait une entreprise de bobinage industriel en Corrèze qu'il diversifie dans les fournitures industrielles. Il est sollicité par la chambre d'agriculture pour apporter des solutions destinées au traitement de l'eau des serres. Il décide alors de se lancer dans la conception et la fabrication de réacteurs de traitement par ultraviolet pour ce sujet et développe un brevet (2013 : élimination des bactéries par traitement ultraviolet, brevet n°0013230) puis obtient en 2006 un agrément ministériel sur le « déchloraminateur » en piscine publique. L'activité UV prenant beaucoup d'importance, il décide de créer une entité juridique dédiée : UV GERMI.

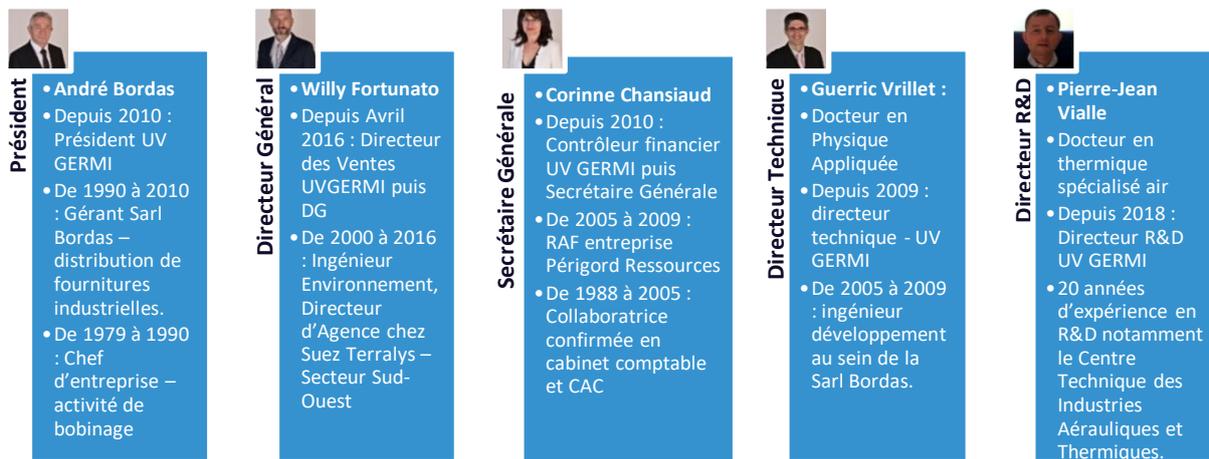
Graphique 36 : Historique UV GERMI



Source : UV GERMI

Le management est expérimenté et dispose d'une ancienneté solide d'ans l'entreprise.

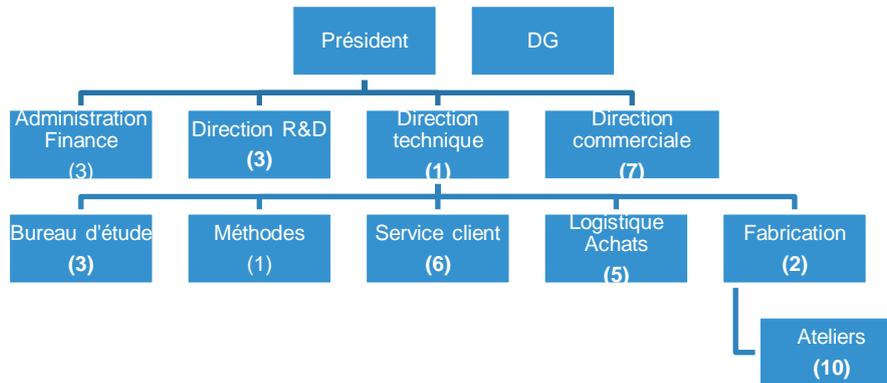
Graphique 37 : Management UV GERMI



Source : UV GERMI

Le groupe concentre l'ensemble de son personnel sur son site de St Viance en Corrèze. L'organisation opérationnelle s'est étoffée depuis l'introduction en bourse de 2017 et l'effectif est passé de 28 collaborateurs à 43 début 2023.

Graphique 38 : Organisation opérationnelle à date UV GERMI



Source : UV GERMI

En termes d'organisation juridique, le groupe n'aura plus de participation et filiale d'ici fin 2023 : la filiale au Moyen-Orient a été fermée et OSHUN (dont UV GERMI détient 15%) est en cours de liquidation.

De plus, l'actionnariat du groupe est marqué par plus de 59% de public et fonds devant le concert Bordas (André Bordas, Bernadette Bordas, Sandrine Bordas et la Sarl Bordas) pour 36,37% du capital et des managers/salariés (4,09%).

Une innovation au cœur de l'activité et un portefeuille d'autorisations clé dans le secteur

Les agréments et autorisations (obtenues en général au niveau national) constitue l'une des principales barrières à l'entrée sur le secteur de la désinfection par UV.

- En France, UV GERMI a obtenu depuis 2006 sur les piscines et 2013 sur l'eau potable, l'ensemble des autorisations nécessaires. La politique d'agréments fait partie intégrante de la stratégie du groupe et demande du temps et des dépenses importantes, le portefeuille développé constitue une barrière à l'entrée sur le marché : le temps nécessaire par autorisation atteint en effet de l'ordre de 3 à 4 ans et le coût peut s'élever à 70 K€. De plus, le groupe dispose de 3 brevets dont deux sur l'air (un en cours d'obtention).
- A l'export, sur les marchés de l'eau notamment, le plus souvent le marquage CE suffit ainsi que les agréments obtenus en France. Certains pays comme l'Allemagne peuvent requérir des normes spécifiques.

Tableau 39 : Portefeuille d'agrément et brevets UV GERMI

Intitulé	Date de dernière obtention	Date d'expiration*
Agrément Piscines Publiques		
Agrément UVDECHLO	29/11/2006	
Attestation de conformité sanitaire matériaux		
Réacteur UV light	19/12/2018	19/12/2023
Réacteurs UV à usage agro-alimentaire	02/07/2021	19/12/2023
Réacteurs UV à usage privatif	02/07/2021	19/12/2023
Brevet		
Dispositif d'épuration d'air pour grands volumes	15/04/2022	
Dispositif de traitement des eaux par rayonnement ultraviolet	04/06/2021	
Dispositif d'épuration de fluide gazeux et utilisation d'un tel dispositif pour épurer l'air et l'habitacle d'un véhicule	en cours	
Attestation de conformité sanitaire UV		
GERMI AP60 ACS	20/05/2019	20/05/2024
GERMI AD120	16/10/2020	19/12/2023*
GERMI AD200	24/10/2018	24/10/2023
GERMI BD200	16/10/2020	19/12/2023*
GERMI CD200	12/04/2013	13/12/2017
GERMI CD300	02/07/2021	19/12/2023*
GERMI DD300	11/01/2023	14/04/2027
GERMI HD300	16/03/2020	16/03/2025
GERMI DP300NA	21/12/2018	21/12/2023
GERMI LD600NA	11/01/2023	14/04/2027

Source : UV GERMI

*le renouvellement des agréments est une démarche administrative restreinte au cours de laquelle la Société atteste de la conservation des spécificités techniques des appareils

Le catalogue de produits d'UV GERMI est marqué par une particularité technologique forte : le choix d'ampoules UV à basse pression et non à moyenne pression. Ce choix qui distingue le groupe de certains concurrents s'explique par les avantages économiques et technologiques de ce procédé :

- rendement électrique (transformation en rayonnement UV de l'électricité consommée) de 35% à 40% contre seulement 15% pour la technologie moyenne pression ;

- durée de vie accrue des lampes (jusqu'à 16.000 heures de fonctionnement contre 8.000 heures pour les lampes moyennes pressions) ;
- mise en œuvre du plasma à basse température (90°C) contre huit à dix fois plus pour les lampes moyenne pression ce qui nécessite des systèmes de sécurité plus coûteux afin de protéger les personnels et le fonctionnement des appareils ;
- longueur d'onde monochromatique de 254 nm permettant de mieux maîtriser les processus physiques mis en œuvre en raison de l'action ciblée du rayonnement UV (100% de la dose de rayon UV-C étant délivrée sur une unique longueur d'onde) et garantissant la meilleure efficacité pour la destruction des micro-organismes.

Grâce à des département R&D et bureau d'études récemment importants dans le secteur (6 personnes au total, 1 PhD, 1 ingénieur), UV GERMI développe chaque année une dizaine de projets de R&D menés en interne depuis la phase d'étude jusqu'à la conception et réalisation. A ce jour, les projets suivants sont à l'étude :

- *Etude sur les Leds UV : caractériser et comprendre le fonctionnement des leds UVc afin de pouvoir créer des outils de calculs et dimensionnement pour de futurs types de réacteurs.*
- *Recherche sur les Norovirus : déterminer les doses UV nécessaires à l'abattement des Norovirus*
- *Caractérisation des lampes UV : exploitation d'un banc de test développé en interne pour la mise au point de nouveaux modèles*
- *Traitement UV diffusion d'air : développement d'une solution de traitement UV pour les diffuseurs d'air*
- *Traitement saumures : éliminer les bactéries sulfatoréductrices présentes dans les puits de stockage de carburant*
- *Abattements spores de Kelp : neutraliser les spores d'algues contenus dans les eaux de rejet d'aquariums marins*
- *ACV PEPs : pouvoir réaliser à terme l'analyse de cycle de vie de l'ensemble des produits UV GEMRI afin de pouvoir répondre aux attentes de nos clients*
- *Canal Ouvert : garantir la performance d'épuration des rejets de STEP avec un minimum d'intervention humaine pour le fonctionnement et la maintenance des appareils*
- *Traitement Uv Foudres : décontamination rapide des foudres entre deux campagnes de vieillissement en fût de chêne.*
- *Nouvelle gamme petits débits : conception d'une nouvelle génération de réacteurs UV domestiques pour traiter l'eau potable, avec comme objectifs principaux : supprimer l'échauffement de l'eau entre deux puisages et améliorer le rendement des réacteurs.*
- *Skid Reuse : créer la brique UV d'un skid de traitement des eaux usées permettant une réutilisation directe de l'eau traitée*

Les bases éligibles au CIR et CII ont représenté près de 10% du CA en 2002.

UVGERMI teste l'ensemble de ses appareils dans son propre laboratoire d'expérimentation, et valide leur efficacité en partenariat avec le laboratoire d'analyse départemental de la Corrèze qui lui fournit les résultats d'analyses bactériologiques et microbiennes. UV GERMI travaille également avec l'Ensil, une école d'ingénieurs de Limoges.

Preuve du dynamisme du département innovation, ce catalogue produits est l'un des plus denses du marché avec 89 appareils standards proposés sur tous les segments : Eau (79 appareils), Air (6), Surfaces (4).

Tableau 40 : Produits UV GERMI

Segment de marché	Illustration produit
<p>Traitement des eaux de piscine</p> <p>Les déchloramineurs UV DECHLO pour les piscines s'intègrent sur le circuit de recyclage de la piscine et leur dimensionnement tient compte du débit, du volume d'eau à traiter, du taux de chloramines, de la fréquentation, du diamètre des canalisations. La gamme UV ZEN est destinée aux piscines privées. Aujourd'hui la Société UV GERMI a déjà une base installée de 3 000 UV Déchlo sur plus de 5 000 bassins couverts en France.</p>	<p>Gamme UV Dechlo</p> 
<p>Traitement de l'eau potable</p> <p>Les appareils pour le traitement de l'eau potable UV GERMI sont élaborés en fonction du débit du réseau.</p> <p>La Société dispose aujourd'hui des agréments pour des débits allant de 5 à 1000 m3 ce qui lui permet d'être présent sur la plupart des appels d'offres.</p> <p>UV GERMI est également un fournisseur de solutions pour les particuliers et notamment via la Société du Canal de Provence : il fournit l'ensemble des appareils de traitement de l'eau potable issue du canal.</p>	<p>Usine d'eau potable de Royan</p>   <p>Modèle AP 60</p>
<p>Traitement des eaux usées et industrielles</p> <p>Dans les eaux usées, l'appareil développé par UV GERMI permet de répondre aux exigences de qualité d'eau en sortie de station d'épuration à proximité des zones dites sensibles : la Société a déjà équipé plus de 100 stations d'épuration. UV GERMI équipe également des stations de traitement pour la réutilisation des eaux à des fins d'irrigation.</p> <p><i>C'est dans ce segment qu'UV GERMI propose des systèmes de désinfection UV adaptés aux ReutBox d'EPUR (Veolia) qui permettent de produire une eau en sortie de process épuratoire suffisamment propre pour être utilisée pour l'irrigation agricole, le nettoyage urbain, l'arrosage d'espaces verts, de stades ou de golfs.</i></p>	<p>Traitement des eaux usées Ile de Ré</p>  
<p>Traitement des eaux agricoles</p> <p>Le GERMISERRE permet de traiter les eaux de drainage des cultures hors sol pour les réinjecter dans la culture en place avec la solution nutritive neuve. Le traitement permet d'éviter les risques de contamination par des champignons, des bactéries ou des virus sur l'exploitation. Cette méthode permet une économie d'engrais et d'eau.</p>	<p>GermiSerre</p> 
<p>Traitement de l'air</p> <p>Le GERMI R75 et le RClean sont destinés à traiter l'aérocontamination de l'air : odeurs, composés organiques volatils (COV), virus, bactéries...Il permet la protection du personnel ou des clients grâce au couplage de la photocatalyse et de la désinfection UV. Ces dispositifs sont efficaces contre le coronavirus humain souche 229E avec un taux d'abattement de la concentration virale aéroportée de 98% (certifiée par laboratoire).</p>	<p>Germi R75</p>  <p>Germi RClean</p> 
<p>Traitement de surfaces</p> <p>La baladeuse UV GERMI BAL 2Z60 est un appareil portable dédié à la décontamination des surfaces sèches et inertes.</p> <p>Le GERMI DP75 est un appareil mobile conçu pour détruire les micro-organismes pathogènes de type virus, bactéries ou moisissures présents sur les surfaces par irradiation directe.</p>	<p>Baladeuse UV GERMI</p>  <p>Germi DP75</p> 

Source : UV GERMI

Des références clients prestigieuses

UV GERMI détient un portefeuille de références clients de renom réparti entre des grands groupes de l'eau, des collectivités locales, des exploitants ou distributeurs d'équipements de piscines, des industriels. La plupart sont des grands comptes et les relations sont souvent pluriannuelles avec la maintenance des équipements et le renouvellement des lampes.

Les dernières commandes emblématiques sont les suivantes :

- la nouvelle commande de 15 déchloramineurs pour le groupe de campings CAPFUN ;
- l'installation de 11 déchloramineurs pour le site du Grand Nancy Thermal ;
- les commandes d'EPUR (Veolia) pour équiper ses nouvelles unités dédiées à la réutilisation des eaux usées soit 30 unités livrées en 2022 et un premier marché symbolique d'environ 300 k€ ;
- les commandes pour quinze déchloramineurs UVDECHLO destinés à équiper les bassins du Centre Aquatique Olympique et ceux de plusieurs centres d'entraînement et de préparation, à l'occasion des prochains Jeux Olympiques de Paris 2024.

Tableau 41 : Le portefeuille de clients d'UV GERMI

Segment	Clients & mode de distribution	Quelques références clients
Piscines publiques	Collectivités locales en direct ou intermédiation par installateur ou exploitant	
Piscines privées	Distributeurs professionnels	
Eau potable	Grands groupes de l'eau ou collectivités locales en direct	
Eaux usées, agricoles et industrielles	Grands groupes de l'eau ou collectivités locales ou industriels ou coopératives	
Air et Surface	Entreprises, commerçants, établissements de santé	

Source : UV GERMI

Une organisation commerciale et industrielle intégrée et optimisée

La force d'UV GERMI est de disposer d'une équipe intégrée de la R&D, à la production en passant par le commercial :

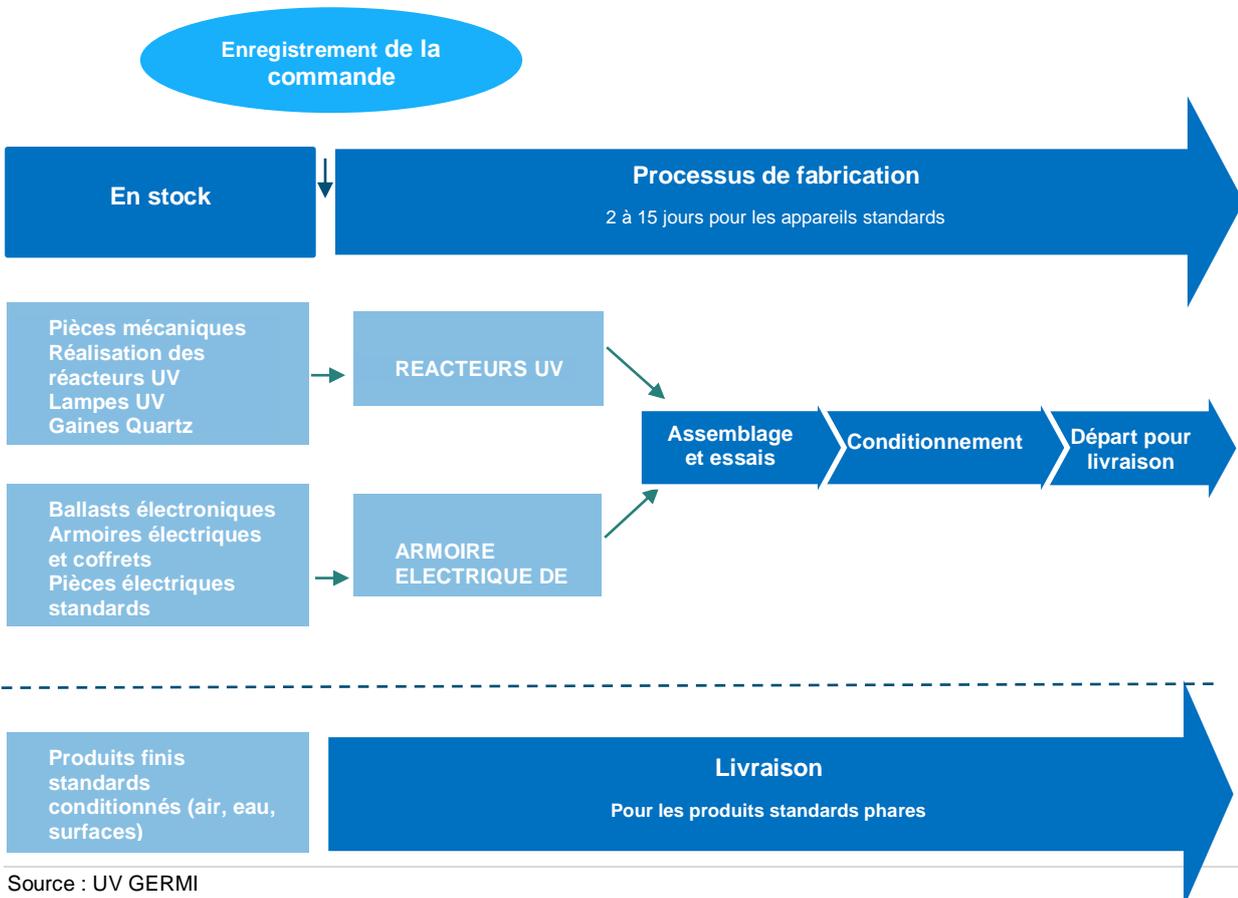
Graphique 42 : Organisation opérationnelle UV GERMI



Source : UV GERMI

- La production : sur une surface dédiée de 1 500 m² en Corrèze, l'essentiel de la fabrication est réalisé sur place avec deux ateliers (électrique / hydraulique) pour le réacteur UV et l'armoire électrique de commande. Pour gagner en rapidité, le groupe dispose désormais d'un stock de produits finis sur ses produits standards phares. Sur l'ensemble de ses produits, 2 fournisseurs sont sélectionnés. Une importante optimisation du stockage (désormais en hauteur et automatisée) et des process de fabrication a été réalisée consécutivement au recrutement d'un ingénieur méthodes.

Graphique 43 : Processus de fabrication UV GERMI



Source : UV GERMI

- le commercial est géré par une équipe de 9 personnes organisée par régions en France (7 secteurs) avec un commercial dédié aux piscines municipales et un directeur commercial responsable des grands comptes, de l'export et de l'Ile-de-France. Chaque commercial a une responsabilité sur les pays limitrophes de sa région et une commerciale est dédiée au marketing et réseaux sociaux. Au vu du potentiel de ventes par commercial, à structure équivalente, le chiffre d'affaires généré peut atteindre 10 M€.

Parallèlement, la politique de participation aux salons a été complétée par une stratégie médias dynamique et renforcée par le Covid-19 et les annonces du plan Eau en France face à la sécheresse actuelle.

En parallèle, après la fermeture des entités à l'export, une nouvelle stratégie a été mise en place pour capter les ventes hors de France : le groupe a désormais recours à un cabinet d'aide au développement à l'international depuis début 2022. L'idée est d'ouvrir des pays européens clés et de se déployer progressivement sur Italie, Espagne, Allemagne, des marchés de taille en Europe.

Des résultats en redressement en 2022

Depuis son introduction sur Euronext Growth en 2017, UV GERMI a vu ses ventes multipliées par 1,5 entre 2017 et 2022 pour atteindre 7,2 M€ avec une performance notable sur le relamping (changement des lampes) et les segments industriels / eaux usées.

En parallèle, après un exercice 2018 marqué par une élévation des charges externes (impact de l'IPO et des investissements), les marges opérationnelles se sont redressées sauf en 2021 où le groupe a subi une hausse des coûts matières et l'impact de la fermeture de la filiale au Moyen-Orient. En 2022, avec les premiers effets des optimisations de fabrication, la marge opérationnelle (EBITDA/CA) retrouve son niveau de 2020 soit 4,9%.

Une performance organique solide

Depuis 2016, la croissance organique moyenne du groupe a été de 8,5% par an avec seule année de recul, 2021, lié à l'effet du Covid-19 sur le segment de l'eau (report des investissements et de la maintenance) non compensé par une performance élevée dans l'air liée au contexte (CA porté à 0,8 M€).

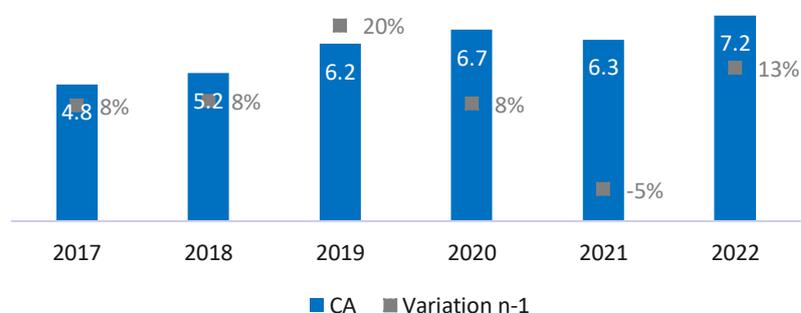
L'exercice 2022 se traduit par un chiffre d'affaires de 7,2 M€ en hausse de 13,4% : le segment le plus dynamique est l'eau (+36%) notamment dans les piscines et les eaux usées & industriels. Le relamping & maintenance a connu une bonne année (+11%). Seul le segment Air et Surface enregistre un recul sensible (0,2 M€ vs 0,8 M€) avec la fin ponctuelle des préoccupations sur la qualité de l'air.

Tableau 44 : Chiffre d'affaires par segment 2021/2022

En M€	2021	2022	Var	
Relamping et maintenance	1,9	2,1	11%	
Piscines	1,4	2,0	43%	Eau +36%
Eau potable	1,1	1,3	18%	Services relamping +11%
Industriels et eaux usées	1,1	1,6	45%	
Air et surface	0,8	0,2	-75%	Air -75%
Total	6,3	7,2	14%	
dont export	0,9	0,5	-44%	

Source : UV GERMI

Graphique 45 : Chiffre d'affaires depuis 2017



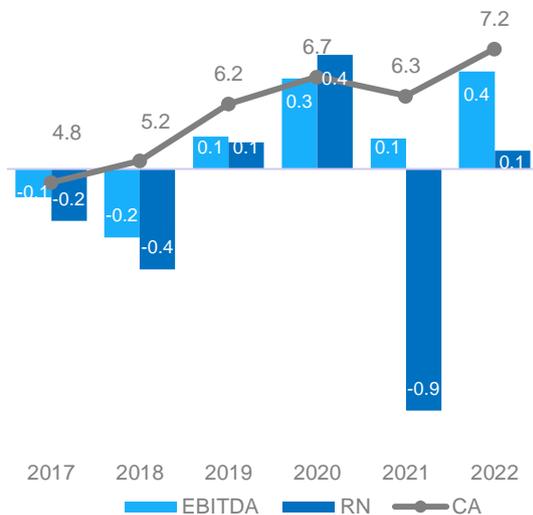
Source : UV GERMI

Une profitabilité portée par l'efficacité opérationnelle

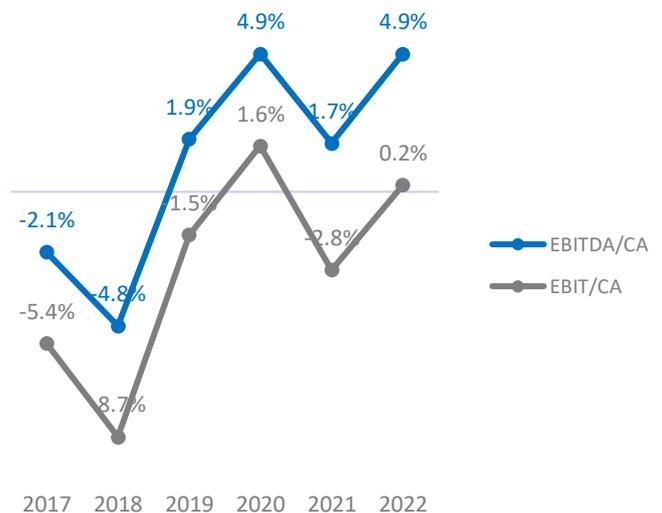
Après des années axées sur la structuration de l'entreprise et un développement parfois coûteux des ventes au grand export, le groupe a réussi en 2022 à retrouver un niveau de marge solide à l'identique de celui de 2020. Le résultat net atteint ainsi 0,2 M€ pour un EBITDA de 0,4 M€ (5% du CA). Ce redressement tient à :

- l'amélioration de la marge brute grâce à la bonne gestion des approvisionnements ;
- la hausse de la productivité industrielle portée par les effets des réorganisations de fabrication et stockage menées ;
- la maîtrise des charges externes qui ont reculé de 5% depuis 2020;
- la fermeture de la filiale au Moyen-Orient dont les pertes pesaient sur la profitabilité du groupe ; les coûts de fermeture avaient entraîné une perte nette en 2021.

Graphique 46 : Indicateurs de résultats depuis 2017 en M€



Graphique 47 : Marges opérationnelles depuis 2017



Source : UV GERMI, TSAF

Tableau 48 : Compte de résultat (en normes françaises)

En K€	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	6 659,6	6 317,5	7 163,3
Autres produits d'exploitation	657,6	786,4	366,9
Achats	1 955,0	1 852,1	1 953,2
Charges du personnel	2 305,2	2 506,0	2 568,5
Autres achats et charges externes	2 582,3	2 554,7	2 461,3
Autres charges	148,1	81,6	195,6
Excédent Brut d'Exploitation	326,6	109,5	351,6
Dotation aux Amortissements	269,5	325,1	313,5
Dotation aux provisions	-51,9	-39,9	21,2
Résultat d'exploitation	109,0	-175,7	16,9
Résultat financier	109,0	-175,7	16,9
Résultat courant	185,3	-1 028,2	-56,6
Impôts sur les bénéfices	-211,7	-165,5	-172,8
Exceptionnel	13,3	-6,9	-50,2
Résultat net	410,3	-869,5	66,0

Sources : UV GERMI, TSAF

Les principaux éléments de comptes de l'entreprise sont les suivants :

- Les autres produits sont constitués 1/de production stockée sachant que depuis 2019 le groupe a opté pour la constitution d'un stock de produits finis sur les gammes standards les plus demandées et 2/de production immobilisée sur les frais de développement capitalisés (en moyenne 0,2 M€ / an) ;
- Les achats de composants qui représentent désormais 27% du CA en 2022 contre en moyenne plus de 30% précédemment soit une marge brute de 73%. A noter que le groupe communique sur une marge brute de 63% en intégrant une part de sous-traitance industrielle classée en charges externes ;
- Les autres achats et charges externes ont diminué de 5% depuis 2020 avec les rationalisations de coûts menées ;
- Les frais de personnel représentent 35,9% du CA 2022 et ont augmenté moins vite que le CA en 2022 après des années de recrutements ;
- Les dotations aux amortissements représentent 0,3 M€ sur la période et renvoient aux investissements machines, équipements et logiciels. On note que les frais de recherche sont enregistrés en charges tandis que les frais de développements sont capitalisés et amortis dès leur mise sur le marché : les immobilisations en cours représentent 427 K€ non amorties à fin 2022 et les frais de développement nets atteignent 329 K€ ;
- Les charges financières sont liées aux emprunts en cours ; en 2021, une dépréciation sur des créances liées à la filiale au Moyen-Orient a représenté 0,7 M€ ;
- Les éléments exceptionnels intègrent en 2022 la liquidation de la filiale au Moyen-Orient (reprise de provision de 0,6 M€, abandon de compte courant de 0,9 M€) et un produit à récupérer de 0,3 M€ sur l'assurance export BPI ;
- La Société bénéficie de crédits d'impôt (CIR, CII, mécénat) à hauteur de 172 K€ et ne verse pas d'IS compte tenu de reports déficitaires de 2,9 M€ à fin 2022.

Une structure financière solide

Tableau 49 : Bilan

En M€	2019	2020	2021	2022
Fonds propres	6,2	6,6	5,9	8,8
Immobilisations nettes	1,8	2,5	1,8	1,5
BFR	2,1	2,3	3,6	3,8
<i>en % du CA</i>	33%	34%	57%	52%
Trésorerie nette	2,4	1,9	0,5	3,6

Sources : UV GERMI, TSAF

Le bilan d'UV GERMI est marqué à fin 2022 par :

- Des fonds propres élevés à 8,8 M€ grâce à la levée de fonds de début d'année (+2,9 M€ nets de frais / cours 5,5 €) ;
- Un actif immobilisé de 1,5 M€ en réduction avec la fermeture des entités export ; les immobilisations sont constituées de 0,6 M€ d'immobilisations incorporelles (logiciels et frais de développement) et 0,9 M€ d'immobilisations corporelles et en cours (aménagement des locaux et machines),
- Un besoin en fonds de roulement élevé de 3,8 M€ représentant 52% du CA contre 30/35% avant 2021. Ceci tient avant tout au poids des stocks (120 jours de CA – compte tenu de la volatilité des coûts et délais d'approvisionnements, la Société préfère maintenir un stock élevé) et au raccourcissement des délais fournisseurs.

Tableau 50 : Détails du BFR en jours de chiffre d'affaires

En jours de CA	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Stocks	73	81	88	119	184	168
Clients	64	56	63	65	68	48
Fournisseurs	42	53	39	41	47	30
Autres actifs circulants	23	36	36	23	33	36
Autres passifs circulants	26	21	26	39	29	31
BFR	92	99	122	126	209	192
En % CA	25%	27%	33%	34%	57%	52%

Sources: UV GERMI, TSAF

- Une trésorerie nette de 3,6 M€ en redressement par rapport à 2021 grâce à l'augmentation de capital et au résultat de l'année. La dette brute intègre des prêts restants de 264 K€, un prêt innovation BPI de 60 K€ et un PGE de 500 K€ contracté en 2022 et remboursé début 2023.

En termes de flux, la CAF couvre sur 2002 l'ensemble des besoins de l'entreprise et l'augmentation de capital a été conservée en trésorerie.

Tableau 51 : Tableau de flux

En M€	2019	2020	2021	2022
Capacité d'autofinancement	0,3	0,7	0,3	0,4
-Variation du BFR (bilan)	0,7	0,2	1,3	0,1
= Flux de trésorerie liés à l'activité	-0,4	0,4	-1,0	0,3
Flux de trésorerie lié aux investissements	0,7	1,0	0,4	0,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,1	2,9
+Variation nette d'emprunts LT	0,1	0,4	-0,9	0,3
= Flux de trésorerie liés au financement	0,1	0,4	-0,7	3,1
Variation de trésorerie nette	-0,9	-0,1	-2,2	3,3

Sources : UV GERMI, TSAF

Stratégie et projections financières

Axes stratégiques annoncés par le groupe

UV GERMI a fondé sa stratégie sur un modèle intégré avec la recherche des meilleures technologies et qualités sur ses produits et la volonté de disposer d'une gamme étendue sur chacun de ses segments de marché. Aujourd'hui, son ambition est d'accompagner et d'amplifier la croissance des marchés de la désinfection par UV sur l'ensemble des segments sur lesquels il est positionné. L'impact du Covid-19 a été fort tout comme celui des pénuries d'eau en France : ces deux événements ont relancé la problématique d'une désinfection efficace des eaux et de l'air et des surfaces tout comme la nécessaire réutilisation des eaux.

- Sur les piscines, le marché est relativement mature en France : UV GERMI est très bien positionné sur les piscines publiques et dispose de produits haut de gamme sur le segment particulier. L'export est un réel vecteur de croissance.
- Sur l'eau potable, UV GERMI intervient toujours adossé à un acteur de taille type Veolia dont il est fournisseur privilégié, le marché est mature avec uniquement du renouvellement ; la désinfection par UV est de plus en plus incontournable par rapport aux autres technologies (nanofiltration, chloration unique...) pour des raisons écologiques et de coût. L'export sur ce segment est une voie privilégiée d'entrée sur le secteur de la désinfection UV puisque les contrats avec les municipalités constituent des références solides et imposent le respect de réglementations spécifiques au niveau national.
- Sur les eaux usées et industrielles, les traitements des eaux avant rejet dans le milieu naturel sont généralisés sur les lieux remarquables (eaux de baignade, littoral) mais restent à développer sur l'ensemble des rivières et fleuves tout comme la réutilisation des eaux industrielles dans le cycle de production de certains métiers. Le plan Eau en France annoncé début 2023 insiste sur ce point et fixe un objectif de 10% d'eaux réutilisées d'ici 2030 (cf annexe). UV GERMI s'est également construit une position notable dans la réutilisation des eaux agricoles avec le GermiSerre.
- Sur l'air et les surfaces, le marché a été en pleine effervescence dans les suites de la crise sanitaire et le groupe dispose d'une antériorité notable sur les deux segments ; le marché doit se structurer via une réglementation adéquate pour notamment imposer une norme aux appareils. Le groupe a remporté de nombreux contrats avec des industriels (EDF), commerçants, quelques acteurs de la santé (Ephad, pharmacie...) mais cherche un modèle pérenne.

Notons que le groupe n'intervient pas sur le segment de la désinfection à l'international des eaux de ballast à la différence de Bio UV.

Graphique 52 : Croissance attendue des segments de marché et forces d'UV GERMI

	Marché France	Marchés Exports	Principales forces UV GerMI	Principaux concurrents UV
Piscines et spas	=	++	Gamme complète et reconnue, partenariats de long terme avec les acteurs du secteur	Bio UV
Eau potable	+	++	Positionnement sur les petits et les gros débits, partenariat avec Veolia et Canal de Provence	Trojan (gros débits), Abiotec, Xylem, Wedeco
Eaux usées, agricoles et industrielles	++	+++	Expérience élevée en France et partenariats, premières ventes clés Reuse, innovation du GermiSerre	Trojan (gros débits), Abiotec, Xylem, Wedeco
Air et surfaces	++	++	Antériorité sur le traitement de l'air et des surfaces + technologie avancée	Bio UV (surfaces)

Source : UV GERMI

Sur ces bases, les principaux axes stratégiques retenus par le management nous paraissent judicieux au regard de l'évolution du marché et des forces actuelles de la Société et UV GERMI pourrait atteindre 10 M€ de CA en 2025 avec une marge en nette élévation :

- Croissance élevée attendue en France dans tous les segments de l'eau (hors piscine compte tenu de la position acquise) avec les effets de rattrapage d'investissement post-Covid et les plans de réutilisation de l'eau envisagés ;
- Forte percée à l'export avec, en plus des contacts historiques au Moyen-Orient, des avancées sur trois marchés clés identifiés : Italie, Espagne et Allemagne ; un niveau de 1,5 M€ de CA pourrait être envisagé d'ici 2025 ;
- Développement dans l'Air et les Surfaces contraint par l'absence de réglementation structurante ; le management a une position opportuniste sur ce segment ;
- Poursuite des effets d'optimisation des process industriels et des gains d'efficacité sur la marge. Un développement de capacité industrielle n'est pas à exclure dans les exercices à venir.

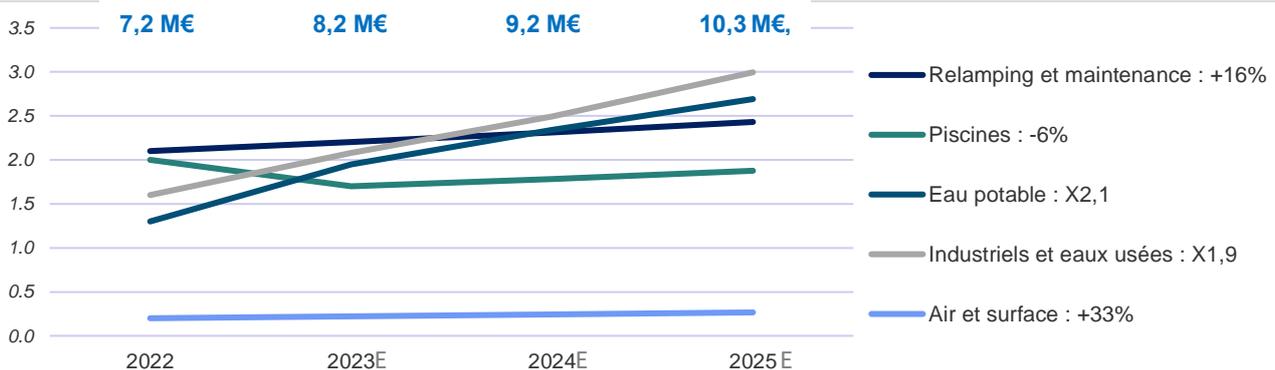
Des opérations de croissance externe pourraient intervenir pour accélérer l'export.

Une croissance des ventes portée par l'eau et l'export

Pour construire le prévisionnel de ventes d'UV GERMI passant 7,2 M€ à plus de 10 M€ en 2025 soit +13% par an (en ligne prudemment avec le marché), nous avons retenu ces hypothèses :

- Une croissance modérée du relamping / maintenance après le rebond de 2022 ;
- Un tassement des ventes en piscines sur 2023 en contre-coup de 2022 puis une hausse modérée portée principalement par l'export ;
- Une progression importante dans l'eau potable notamment à l'export où ce segment constitue un excellent point d'entrée ;
- Une nette augmentation dans les eaux usées et industrielles avec le déploiement de la réutilisation de l'eau dans un contexte de pénurie et de sécheresse en France (cf plan Eau lancé en 2023 par le gouvernement¹) ;
- Une évolution modérée dans l'air et les surfaces sans soutien réglementaire solide.

Graphique 53 : Chiffre d'affaires d'UV GERMI en M€ (croissance entre 2022 et 2025)



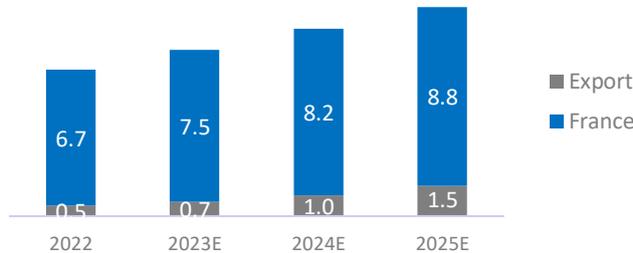
Source : estimations TSAF

¹ Le plan Eau annoncé par E. Macron prévoit :

- une sobriété dans la consommation (10% d'économies dans tous les secteurs d'ici 2030) ;
- des investissements pour résorber les fuites sur le réseau (180 M€ ajoutés) et un renforcement des budgets des agences de l'eau ;
- des ajustements tarifaires ;
- le développement d'une stratégie de réutilisation des eaux usées (taux de 10% fixé pour 2030 vs 1% à date) avec des allègements réglementaires à venir.

En parallèle, nous tablons sur une montée de l'export à près de 15% du CA 2025 soit 1,5 M€ de ventes.

Graphique 54 : Chiffre d'affaires d'UV GERMI en M€ (croissance entre 2022 et 2025)

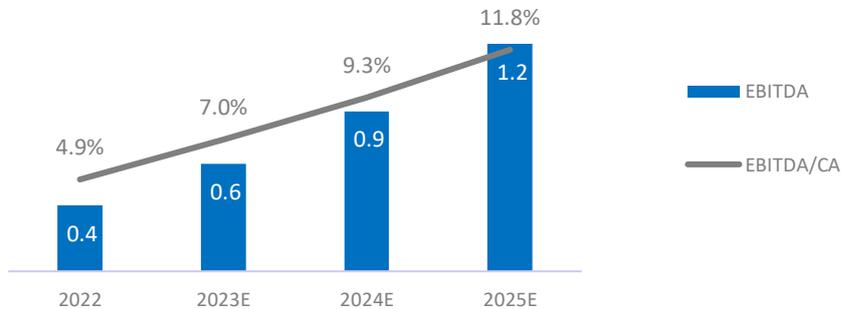


Source : estimations TSAF

Une progression de la marge liée à l'effet taille et aux mesures d'efficacité réalisées

Nous anticipons une progression régulière de la marge d'EBITDA et d'EBIT à respectivement près de 12% et 9% fin 2025 contre 5% et 0,2% soit un niveau proche de la concurrence et tenant compte d'une stabilité de la marge sur achats, d'une progression contenue des charges externes et surtout des frais de personnel.

Graphique 55 : EBITDA en M€ et en % du CA



Source : estimations TSAF

En intégrant des frais financiers et une fiscalité limitée au CIR compte tenu des reports déficitaires, nous estimons ainsi que le résultat net pourrait représenter près de 1 M€ en 2025 sachant que dès 2026 l'entreprise paierait de l'IS.

Tableau 56 : Compte de résultat prévisionnel simplifié

en K€	2022	%	2023E	%	2024E	%	2025E	%
Chiffre d'affaires	7 163	100,0%	8 155	100,0%	9 178	100,0%	10 258	100,0%
Marge brute comptable	5 210	72,7%	5 931	72,7%	6 676	72,7%	7 461	72,7%
Frais de personnel	2 569	35,9%	2 748	33,7%	2 941	32,0%	3 088	30,1%
Charges externes	2 461	34,4%	2 753	33,8%	3 043	33,2%	3 340	32,6%
EBE/EBITDA	352	4,9%	574	7,0%	854	9,3%	1 214	11,8%
Amort. Et Prov	335	4,7%	279	3,4%	284	3,1%	287	2,8%
Résultat d'exploitation	17	0,2%	295	3,6%	571	6,2%	927	9,0%
Résultat financier	-74	-1,0%	-70	-0,9%	-70	-0,8%	-70	-0,7%
Impôts	-173	-2,4%	-173	-2,1%	-173	-1,9%	-173	-1,7%
Résultat net	66	0,9%	398	4,9%	673	7,3%	1 030	10,0%

Source : estimations TSAF

Flux financiers et structure de bilan

En intégrant des Capex en légère progression, les remboursements des emprunts restants et une réduction du poids des stocks (BFR passant de 52% du CA en 2022 à 40% en 2025E), le groupe a les moyens de financer son plan de développement voire d'accélérer sa croissance en réalisant une acquisition.

Tableau 57 : Indicateurs de bilan prévisionnel

En M€	2022	2023E	2024E	2025E
Fonds propres	8,8	9,2	9,9	10,8
Immobilisations nettes	1,5	1,5	1,5	1,5
BFR	3,8	3,9	4,1	4,2
<i>en % du CA</i>	52%	48%	44%	41%
Trésorerie nette	3,6	3,5	4,3	5,2

Source : estimations TSAF

Tableau 58 : Flux financiers simplifiés

En M€	2022	2023E	2024E	2025E
Capacité d'autofinancement	0,4	0,7	1,0	1,3
-Variation du BFR brut	0,1	0,1	0,2	0,1
= Flux de trésorerie liés à l'activité	0,3	0,5	0,8	1,2
Flux de trésorerie lié aux investissements	0,1	0,3	0,3	0,3
Augmentation de capital	2,9	0,0	0,0	0,0
+Variation nette d'emprunts LT	0,3	-0,5	-0,2	-0,1
= Flux de trésorerie liés au financement	3,1	-0,5	-0,2	-0,1
Variation de trésorerie nette	3,3	-0,3	0,3	0,8

Source : estimations TSAF

Annexes

Rappel sur les besoins colossaux de traitement de l'eau et de l'air

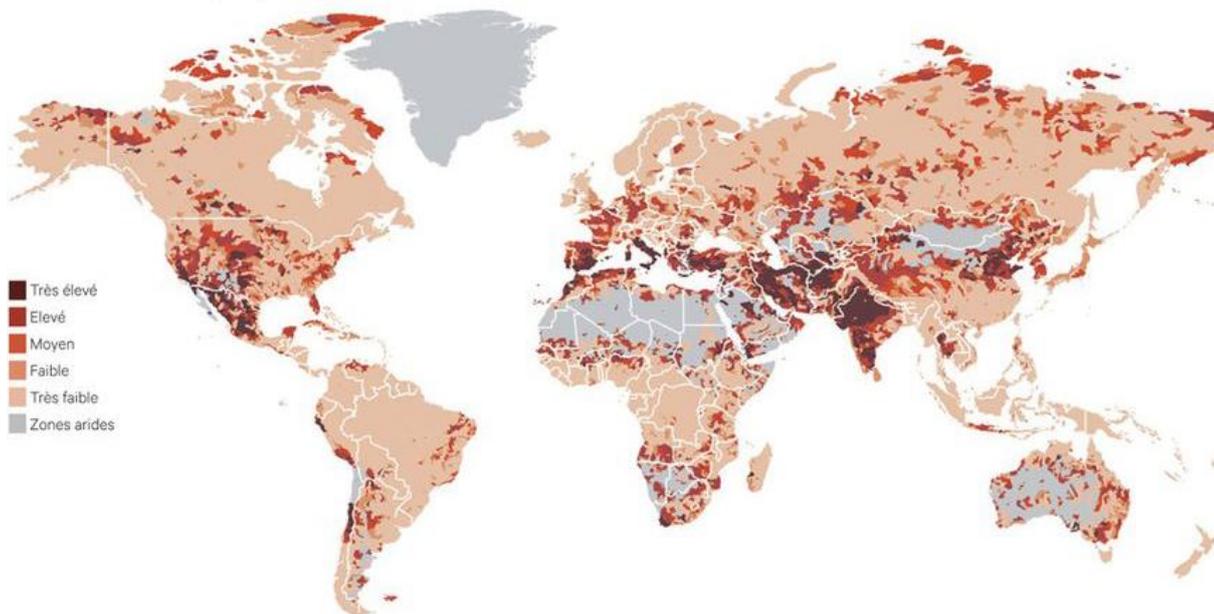
L'eau est une ressource rare... donc à préserver et traiter

L'eau est devenue une ressource rare dans certaines zones du monde en raison à la fois d'une disponibilité locale parfois rare, d'une population en progression et d'une demande en eau potable, industrielle et agricole en pleine expansion avec souvent une dépollution de l'eau et des modalités d'assainissement inexistantes.

L'ONU estime ainsi que d'ici 2050, la demande en eau devrait augmenter de 55% sous l'effet de la démographie, des besoins de l'industrie (+400 % d'ici-là), du secteur agricole (superficies irriguées +117%²).

Dès aujourd'hui, le stress hydrique devient ainsi marqué dans certaines zones comme le Mexique, le Moyen-Orient et l'Inde mais également dans quelques pays méditerranéens et impose des solutions de gestion de l'eau potable revisitées.

Graphique 59 : les zones de stress hydrique dans le monde



Source : <https://www.lesechos.fr/monde/enjeux-internationaux/le-risque-de-stress-hydrique-setend-dans-le-monde-1122452>

Dans ce contexte les investissements en assainissement sont cruciaux. 50% des cas de sous-nutrition chez les enfants sont dus à la consommation d'eau non potable. Plus de la moitié de la population mondiale n'a pas accès à des services d'assainissement sûrs. En 2019, 785 millions de personnes ne disposent pas d'un service de base d'alimentation en eau potable et 144 millions d'entre elles doivent utiliser des eaux de surface. Selon l'UNICEF et l'OMS, 1 personne sur 3 n'a pas accès à de l'eau salubre. L'ONU estimait en 2017 le besoin à 50 Mds €

² https://www.lemonde.fr/ressources-naturelles/article/2015/03/20/la-crise-de-l-eau-illustree-en-5-graphiques_4597592_1652731.html

d'investissement sur 5 ans pour obtenir une couverture universelle en assainissement et elle a reconnu en 2018 que ce but ne serait pas atteint d'ici 2030 sauf inversion nette de tendance.

En 2022, la France est également concernée par des pénuries d'eau : l'eau renouvelable disponible s'est réduite de 14 % ces deux dernières décennies par rapport aux dix années précédentes et devrait encore décliner de 30 % à 40 % à l'horizon 2050³. Le plan Eau annoncé par E. Macron prévoit :

- une sobriété dans la consommation (10% d'économies dans tous les secteurs d'ici 2030) ;
- des investissements pour résorber les fuites sur le réseau (180 M€ ajoutés) et un renforcement des budgets des agences de l'eau ;
- des ajustements tarifaires ;
- le développement d'une stratégie de réutilisation des eaux usées (taux de 10% fixé pour 2030 vs 1% à date) avec des allègements réglementaires à venir.

Les réglementations européennes et françaises dans le domaine de l'eau et de l'assainissement sont parmi les plus avancées au monde en matière de qualité et de gestion de la ressource. Compte tenu des enjeux, la réglementation sur l'eau et son traitement est dense et se durcit constamment créant de nouvelles opportunités pour les acteurs de la filière. Au niveau mondial, les situations sont contrastées selon les pays mais la tendance est à une obligation généralisée de traitement de l'eau.

- Les principales directives européennes sont les suivantes :
 - Directive traitement des eaux résiduelles urbaines (1991) : normes pour les équipements de collecte et de traitement des eaux à mettre en place progressivement ;
 - Directive eau potable (1998) : exigences de qualité minimale à respecter pour les eaux destinées à la consommation humaine ;
 - Directive Eau de Baignade de 2006 ;
 - Directive cadre sur l'eau (2000) : atteinte d'un bon état écologique des eaux et des milieux aquatiques dès 2015.
- Législation française : les travaux de mise en œuvre des directives européennes ainsi que les lois Grenelle ont conduit à l'élaboration de dispositions nationales multiples. L'ensemble de ces obligations ont été transcrites en droit français par la loi n° 92-3 du 3 janvier 1992 sur l'eau, le décret n° 94-469 du 3 juin 1994 relatif à la collecte et au traitement des eaux usées et l'arrêté du 22 juin 2007 relatif à la collecte, au transport et au traitement des eaux usées des agglomérations d'assainissement :
 - Obligation pour les collectivités de faire un inventaire du patrimoine de leur réseau de distribution d'eau et d'établir un plan d'actions si le taux de pertes du réseau est supérieur à un taux fixé par décret ;
 - Extension de l'utilisation des eaux usées traitées pour l'irrigation dans le respect des contraintes sanitaires ;
 - Achèvement de la mise en place des périmètres de protection des 500 captages les plus menacés depuis 2012 ;
 - Obligation pour les services publics de l'assainissement non collectif de réaliser le diagnostic de l'ensemble des installations ;

³ https://www.lemonde.fr/planete/article/2023/03/31/le-plan-eau-d-emmanuel-macron-est-avant-tout-un-appel-a-la-sobriete-de-tous_6167682_3244.html

- Attestations de Conformité Sanitaire pour les matériaux en contact avec l'eau potable.
 - Sur les conditions de mise sur le marché et d'emploi des réacteurs équipés de lampes à rayonnement UV utilisés pour le traitement d'eau destinée à la consommation humaine, un décret prévoit la délivrance d'Attestation de Conformité Sanitaire (« ACS ») par des laboratoires habilités par le Ministère chargé de la santé pour une durée de 5 ans. Cette attestation est communément appelée « ACS UV ».

Les marchés de traitement de l'eau sont colossaux : le marché mondial du traitement de l'eau et des eaux usées devrait passer de 302 Md\$ en 2022 à 489 Md\$ en 2029, soit un taux de croissance annuel moyen de 7,1 %⁴ et inclut une part de désinfection UV pour ses atouts considérables en complément ou en remplacement d'autres procédés.

- **La désinfection est la dernière étape commune à tous les traitements et est la plus importante.** Elle a pour but de neutraliser tous les virus et bactéries pathogènes. Elle n'est efficace que si l'eau a été préalablement bien traitée, notamment dans le cas des eaux de surface. Bien que les eaux souterraines soient souvent naturellement exemptes de microorganismes, la désinfection prévient le risque d'une contamination par infiltration dans le réseau.
- **Plusieurs modes de désinfection de l'eau coexistent :**
 - La désinfection par oxydation chimique : La chloration est actuellement le procédé de désinfection le plus fréquemment rencontré, à la fois pour le prix de revient du chlore et pour sa simplicité de mise en œuvre (même si elle n'est pas sans danger pour le personnel). Le chlore gazeux est injecté à des doses précises et un temps de contact suffisant doit être respecté. La combinaison du chlore et de la matière organique conduit cependant à la formation des composés sapides (qui donnent un goût) et de produits organochlorés potentiellement cancérigènes, pour lesquels la réglementation impose une teneur maximale admissible. A noter qu'en France, un minimum de traitement par chloration est obligatoire.
 - L'ozone : L'ozone est très fréquemment utilisé par les usines de production d'eau potable à partir d'eaux de surface, pour son grand pouvoir désinfectant, notamment vis-à-vis des virus et des spores bactériennes, et ses autres propriétés en traitement d'affinage. Cependant, fabriqué sur le site, l'ozone est coûteux et sa mise en œuvre est relativement complexe. Ce traitement produit en outre des bromates (nocifs pour la santé humaine) à partir des ions bromure naturellement présents dans les eaux. Enfin, un complément par l'utilisation d'un désinfectant rémanent est nécessaire pour protéger l'eau lors de son transport jusque chez l'utilisateur.
 - Les rayonnements ultraviolets : Les rayons ultraviolets ont un pouvoir germicide élevé et constituent un moyen efficace et sain d'assainir l'eau mais, comme il n'a pas d'action rémanente, il convient d'y ajouter un peu de produit chloré.
 - La filtration sur membrane : Ce procédé de filtration empêche tout microorganisme de pénétrer dans le réseau de distribution mais il convient également d'y ajouter un produit chloré. Par ailleurs, il est extrêmement coûteux (quatre fois plus que le traitement par UV par exemple).

⁴ <https://www.fortunebusinessinsights.com/water-and-wastewater-treatment-market-102632>

Tableau 60 : Comparatif des principaux modes de désinfection de l'eau

	Chloration	Ozonation	UV
Efficacité			
Inactivation bactérienne	Moyenne	Elevée	Totale
Inactivation virale	Nulle	Elevée	Totale
Inactivation des protozoaires	Nulle	Totale	Totale
Effets secondaires			
Innocuité pour la vie aquatique	Non	Non	Oui
Absence de formation de produits secondaires nuisibles	Non	Non	Oui
Absence de corrosion induite	Non	Non	Oui
Innocuité pour la santé des consommateurs	Moyenne	Elevée	Totale
Innocuité pour le personnel exploitant	Non	Non	Oui
Utilisation et coûts			
Simplicité d'utilisation	Moyenne	Non	Oui
Facilité d'entretien	Non	Non	Oui
Coûts d'exploitation	Faibles	Elevés	Modérés

Source : UV GERMI

Pour la désinfection de l'eau, le traitement par UV peut être ainsi utilisé pour :

- Les usines d'eau potable ;
- Les eaux usées en sortie de stations d'épuration ;
- Les eaux industrielles en entrée (eau ultrapure) ou sortie d'usines (avant rejet), et les eaux agricoles.

Nous n'abordons pas la désinfection des eaux de ballasts des navires, secteur sur lequel n'est pas positionné UV GERMI.

Le traitement de l'eau par UV est également adapté à un process spécifique lié aux eaux de piscine : la déchloramination.

Les chloramines sont produites par la réaction entre le chlore des piscines et l'ammoniac, provenant des déchets organiques des baigneurs. Elles sont très irritantes pour les yeux et les voies respiratoires. L'apparition des chloramines dépend de plusieurs facteurs comme la température de l'eau, le pH, la présence d'ammoniac... Les effets des chloramines sur l'organisme à long terme peuvent être multiples : asthme, bronchite chronique, toux, allergies et irritations cutanées ou des yeux... Les études menées depuis plusieurs années par l'Institut National de Recherche et de Sécurité ont mis en évidence l'action irritante d'une chloramine en particulier, le trichlorure d'azote. Elle est responsable d'irritations oculaires et nasales, ainsi que de troubles respiratoires pouvant entraîner des incapacités de travail chez les maîtres-nageurs et le personnel d'entretien des piscines (reconnu cause de maladie professionnelle depuis 2003).

Graphique 60 : Formation des chloramines en piscine



Source : UV GERMI

En France, pour prévenir ces effets, une réglementation spécifique existe sur les piscines publiques : la circulaire du 22 février 2008 qui précise les dispositions réglementaires applicables aux piscines ouvertes au public, à l'utilisation des produits et procédés de traitement de l'eau et notamment ceux mettant en œuvre des lampes à rayonnement ultraviolet (UV) pour la déchloramination des eaux.

Cette réglementation impose de maintenir en permanence le taux de chlore combiné (chloramines) en dessous de 0,6 mg/L avec une évolution de ce taux à 0,4 mg/L notamment en présence de bébés nageurs. Ce taux peut être maintenu grâce à un apport important en eau neuve mais cette solution est coûteuse pour la collectivité (coût moyen d'1 m³ d'eau traitée et chauffée : 9 € HT) et n'apporte pas toujours les résultats escomptés. C'est pourquoi il est recommandé de s'équiper en appareils de traitement ultraviolet.

La France disposait de 4 135 piscines publiques et de 6 412 bassins de pratique de la natation (pour partie couverts)⁵ auxquels s'ajoutent 3,2 millions de piscines privées⁶. Le marché pour la désinfection par UV des eaux de piscines et spas représenterait ainsi 0,4 Md€ en 2020 avec une nette domination de l'Amérique du Nord⁷.

L'air et les surfaces : un secteur encore à construire

L'épidémie de Covid-19 a mis en exergue les modalités de propagation des virus : l'air et les surfaces. Sur ces segments, l'enjeu pour le traitement par UV est de trouver une voie réglementaire de reconnaissance du matériel (certification, autorisations pour des établissements publics...) face à d'autres voies classiques (produits chimiques, purificateurs d'air grand public...).

■ Le secteur du traitement de l'air

Aujourd'hui, le marché du traitement de l'air par UV est estimé à environ 125 M\$ mais ce chiffre devrait doubler dans les prochaines années. L'air est traité pour enlever les particules fines, les odeurs et les polluants aéroportés comme les COV, les bactéries, les virus et les moisissures.

Chaque année, plus de 4 millions de personnes meurent prématurément de maladies imputables à la pollution de l'air domestique. Toutefois, en dépit des préoccupations

5 Source : rapport annuel de la cour des comptes 2018 sur les piscines

6 <https://www.propiscines.fr/piscine-actualite/piscines-privées-un-phenomene-francais-qui-se-confirme-les-professionnels-des-piscines-sengagent-face-aux-attentes-environnementales-sociales-et-qualitatives-des-francais>

7 Global Water Intelligence, Global Water Report 2017, Freedonia, Analyse Amane Advisors

grandissantes des ménages et des entreprises quant à la qualité de l'air et de l'environnement, les solutions de traitement restent surtout perçues comme des facteurs de coûts, et non comme des sources de valeur et aucune réglementation claire n'existe sur les dispositifs de traitement actuels.

Selon un nouveau rapport de Grand View Research, Inc de 2020., la taille du marché mondial des purificateurs d'air (souvent grand public) devrait atteindre 24,62 Mds \$ d'ici 2027, avec une croissance moyenne annuelle de 12,6% de 2020 à 2022 portée par l'augmentation des niveaux de pollution atmosphérique et la prise de conscience croissante des avantages pour la santé associés aux purificateurs d'air.

En France, un dispositif réglementaire de surveillance de la qualité de l'air existe dans les établissements recevant du public : la loi portant engagement national pour l'environnement a rendu obligatoire la surveillance de la qualité de l'air intérieur dans certains établissements recevant un public sensible (articles L. 221-8 et R. 221-30 et suivants du code de l'environnement). Les établissements concernés sont notamment ceux accueillant des enfants et le décret n° 2015-1000 du 17 août 2015 a fixé les échéances suivantes : 1er janvier 2018 pour les écoles maternelles, élémentaires et crèches, 1er janvier 2020 pour les accueils de loisirs et les établissements d'enseignement du second degré et 1er janvier 2023 pour les autres établissements.

Parallèlement, ou pourrait observer, dans le cadre de la réouverture des lieux culturels post Covid (musées, salles de spectacle), au développement de dispositifs de traitement de l'air.

■ La désinfection des surfaces⁸

Aujourd'hui, la désinfection des surfaces par UV représenterait environ 300 M\$ au niveau mondial essentiellement dans l'industrie avec un potentiel de croissance significatif lié à sa facilité d'utilisation (exemple des « baladeuses » UV GERMI). Les principaux avantages des technologies des UV sont leur absence de nocivité et leur efficacité immédiate (pas de temps d'attente à la différence des produits chimiques).

La taille du marché mondial des désinfectants de surface était évaluée à 3,4 Mds \$ en 2019 avec une croissance attendue de 6,0% d'ici 2027 liée à la prévalence croissante des hôpitaux ainsi que la présence de réglementations favorables concernant l'utilisation de désinfectants de surface (souvent chimiques). Les niveaux sans précédent de perturbations dans le monde causés par la pandémie de Covid-19 ont entraîné une augmentation de la demande de produits avec comme principaux débouchés le commerce (59% du secteur) devant l'industrie et les hôpitaux.

1

⁸ Sources : OMS 2018 [https://www.who.int/fr/news-room/fact-sheets/detail/ambient-\(outdoor\)-air-quality-and-health](https://www.who.int/fr/news-room/fact-sheets/detail/ambient-(outdoor)-air-quality-and-health)
<https://www.alliedmarketresearch.com/UV-disinfection-equipment-market>

Avertissement

Cette publication de recherche (le « Rapport de recherche ») est produite par Tradition Securities And Futures SA (« TSAF »). TSAF est une société anonyme au capital de 11.486.331,00 € dont le siège social est situé 9 place Vendôme, 75001 Paris, France, et qui est immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 342 994 688. TSAF est agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») en France en qualité de prestataire de services d'investissements et est réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »). Les succursales de TSAF basées dans l'Union Européenne sont agréées et réglementées par l'ACPR et par l'Autorité Nationale Compétente applicable. Ce document est strictement confidentiel et ne peut être reproduit et/ou divulgué, même partiellement, à un tiers sans l'accord préalable et écrit de TSAF. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. Ce rapport de recherche est disponible via des agrégateurs tiers tels que Refinitiv Reuters, Factset, Bloomberg. TSAF n'est pas responsable de la redistribution des rapports de recherche par des agrégateurs tiers.

Conformément à MIFID 2 (Directive 2014/65/UE), il est de la seule responsabilité du destinataire du présent rapport de recherche de déterminer son obligation réglementaire en ce qui concerne la fourniture du rapport de recherche, notamment en ce qui concerne la séparation des activités de recherche et d'exécution des ordres.

Méthodes d'évaluation

« **Méthode DCF** » : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'entreprise. Les flux de trésorerie sont déterminés à partir des prévisions et des modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini par le coût moyen pondéré de la dette de l'entreprise et le coût théorique des fonds propres estimé par l'analyste.

« **Méthode des multiples de comparables** » : application des multiples de valorisation boursière, ou multiples observés lors des transactions récentes. Ces multiples peuvent être utilisés comme indices de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'entreprise pour en déterminer la valorisation. L'échantillon est préparé par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'entreprise (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des spécificités de l'entreprise.

« **Méthode de l'actif net** » : estimation de la valeur des capitaux propres sur la base des actifs réévalués et corrigée de la valeur du passif.

« **Méthode du dividende actualisé** » : valeur future actualisée des flux de dividendes estimés et des rachats d'actions. Le taux d'actualisation appliqué est généralement le coût du capital.

« **Somme des parties** » : cette méthode consiste à estimer les différentes opérations d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'elles, puis à calculer la somme.

Distribution à des investisseurs non américains

Le rapport de recherche, lorsqu'il est distribué en dehors des États-Unis, est destiné exclusivement aux clients non américains de TSAF et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement écrit préalable de TSAF. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription d'un quelconque investisseur. Ce rapport de recherche a été préparé conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en matière d'investissement. Des barrières à l'information (« muraille de chine ») ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles et pour prévenir et gérer les situations de conflit d'intérêts. Ce rapport de recherche a été préparé conformément aux dispositions réglementaires françaises visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Bien que TSAF s'efforce de mettre à jour son rapport de recherche de temps en temps, il peut y avoir des raisons juridiques et / ou autres pour lesquelles TSAF ne peut pas le faire et, par conséquent, TSAF décline toute obligation de le faire.

Distribution aux investisseurs américains

Ce rapport a été préparé, approuvé, publié et distribué par TSAF, une société située en dehors des États-Unis (« société non américaine »). Ce rapport de recherche ne peut pas être distribué à un investisseur américain. Ni le rapport de recherche ni aucun analyste ayant préparé ou approuvé ce rapport n'est soumis aux exigences légales américaines ou à la Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (« FINRA ») ou à d'autres exigences réglementaires relatives aux rapports de recherche ou aux analystes de recherche. TSAF n'est pas enregistrée en tant que courtier en vertu de l'Exchange Act ou n'est pas membre de la Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ou de tout autre organisme d'autorégulation américain. TSAF est l'employeur des analystes responsables de ce rapport de recherche. Ces analystes résident en dehors des États-Unis et ne sont pas associés à un courtier réglementé aux États-Unis. Par conséquent, ils ne sont pas soumis à la supervision d'un courtier américain et ne sont pas tenus de satisfaire aux

exigences réglementaires de la FINRA ou de se conformer aux règles ou réglementations américaines concernant, entre autres, les communications avec une société visée, les apparitions publiques et la négociation de titres détenus par un compte d'analyste.

Grille de recommandations :

Achat : devrait surperformer le marché de +10% au cours des 12 prochains mois

Neutre : devrait performer le marché entre -10% et +10% au cours des 12 prochains mois

Vente : devrait sous-performer le marché de -10 % au cours des 12 prochains mois

Notation	Nb d'émetteurs couverts	Notation des émetteurs couverts	dont Recherche sponsorisée
Acheter		75%	100%
Neutre	4	25%	0%
Vendre		0%	0%

Bien que les informations contenues dans ce document soient basées sur des sources considérées comme fiables, TSAF et ses sociétés affiliées ne garantissent pas leur exactitude, leur exhaustivité ou leur fiabilité. La responsabilité de TSAF, de ses sociétés affiliées, administrateurs, administrateurs, employés ou agents ne saurait être engagée du fait de ce document ou de son contenu, notamment, en cas d'erreur, d'inexactitude ou d'omission. Ni TSAF ni ses sociétés affiliées, administrateurs, administrateurs, employés ou agents ne peuvent être tenus responsables de toute perte subie à la suite de l'utilisation de ce document ou des informations qu'il contient, y compris les conséquences dommageables d'un investissement effectué par un lecteur. Leur responsabilité ne saurait être engagée à cet égard.

Bien que les informations exposées dans ce document soient basées sur des sources considérées comme dignes de foi, TSAF et ses filiales n'en garantissent ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. La responsabilité de TSAF, de ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés ou agents ne saurait être engagée du fait de ce document ou de son contenu, notamment, en cas d'erreur, d'inexactitude ou d'omission. Ni TSAF ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés ou agents ne peuvent être tenus responsables de tout préjudice subi du fait de l'utilisation de ce document ou des informations qu'il contient, notamment de toute conséquence dommageable d'un investissement réalisé par un lecteur. Leur responsabilité ne saurait être engagée à ce titre.

Certification des analystes

Chacun des analystes identifiés dans le présent rapport certifie, en ce qui concerne les sociétés ou les titres analysés que :

- (1) les opinions exprimées reflètent leurs opinions personnelles sur l'ensemble des sociétés et valeurs mobilières visées et les recommandations ont été élaborées indépendamment; et
- (2) aucune partie de leur rémunération n'était, n'est ou ne dépendra directement ou indirectement des recommandations ou des points de vue spécifiques exprimés.

Conflit d'intérêts

Au moment de la publication de ce rapport de recherche, TSAF et/ou l'une de ses sociétés affiliées peuvent avoir un conflit d'intérêts avec le(s) émetteur(s) mentionné(s). Bien que tous les efforts raisonnables aient été déployés pour s'assurer que l'information contenue n'est pas fautive ou trompeuse au moment de la publication, aucune déclaration n'est faite quant à son exactitude ou à son exhaustivité et elle ne doit pas être considérée comme telle. Les performances passées n'offrent aucune garantie quant aux performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document reflètent le contexte actuel, qui est sujet à changement sans préavis. Les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs en question et aucune partie de sa rémunération n'était, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux opinions spécifiques contenues dans le rapport de recherche. L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération la situation personnelle, financière ou autres de la clientèle ou toutes autres personnes susceptibles de recevoir ce document. Il appartient à ces personnes de recueillir les avis internes et/ou externes qu'elles estiment nécessaires pour vérifier l'entièreté des informations mentionnées dans ce document.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, TSAF, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Les opinions et appréciations exprimées dans ce document peuvent être modifiées ou abandonnées sans avis préalable. TSAF n'est tenu d'aucune obligation d'actualisation et de mise à jour des informations contenues dans ce document

Dans le cadre de ses activités, TSAF peut entretenir ou avoir entretenu des rapports avec les entreprises concernées par le présent document ou leur avoir fourni des services d'investissement.

Déclaration de conflit d'intérêts

TSAF a-t-elle dirigé ou codirigé au cours des 12 derniers mois un appel public à l'épargne de titres pour l'émetteur ou les émetteurs?	Non
À la date de distribution de ce rapport, TSAF fournit-elle à l'émetteur une entente de fournisseur de liquidité avec le(s) émetteur(s)?	Oui
Une copie de ce rapport de recherche, avec le prix cible et/ou la notation supprimés, a-t-elle été présentée à l'émetteur ou aux émetteurs avant sa distribution, dans le seul but de vérifier l'exactitude des déclarations factuelles?	Non
Les conclusions de ce rapport ont-elles été modifiées à la suite de la divulgation à l'émetteur ou aux émetteurs et avant sa distribution?	Non
TSAF a-t-elle connaissance d'un conflit d'intérêts important supplémentaire?	Non
L'analyste chargé de la rédaction du présent document a-t-il acquis des titres auprès du ou des émetteurs concernés par la présente analyse financière?	Non
La TSAF et l'émetteur se sont-ils entendus sur la fourniture d'un rapport de recherche, y compris la diffusion du rapport de recommandation d'investissement relatif au(x) émetteur(s)?	Oui

Copyright ©TSAF, 2023, Tous droits réservés

Tradition Securities & Futures

9, Place Vendôme
75001 Paris - France

Contacts

Alexandre Asgarinia

Sales Specialist
+33 140 741 540
alexandre.asgarinia@tsaf-paris.com

Christel Clème

Equity Research
+33 669 461 264
christel@clemefinance.com

