

ROCTOOL

Une stratégie porteuse, un impact sur les ventes dès 2020

LES TROIS POINTS CLES DE L'ETUDE :

- La stratégie menée depuis 2016 porte ses fruits sur la diversification clients, la mutation du modèle économique et l'internationalisation ; mais son temps de mise en œuvre plus long qu'anticipé explique une croissance limitée sur 2019 et un rebond attendu selon nous sur 2020.
- Le financement des années à venir devrait être assuré par l'exercice des BSA récemment émis dans des conditions attractives pour les investisseurs.
- Nous ajustons la valorisation à 3,8 € sous l'hypothèse de l'exercice de la moitié des BSA.

Données sur l'action

Secteur	Outils industriels
Marché	Euronext Growth
Mnémotechnique	ALROC
Cours	2,92 €
Valorisation fondamentale par action	3,8 €
(% de révision par rapport à la dernière publication)	-32%
Potentiel	30,1%
Capitalisation	11,4 M€
Evolution du cours de bourse sur 1 an	-1,4%
Evolution depuis la dernière publication (19/07/2019)	5,8%

Actionnariat (source : Roctool)

NextStage AM	33%
A Plus Finance	13%
Trocadéro LP	11%
Flex	9%
Autres	34%

K€ (31/12)	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	7 209,7	7 274,0	9 701,9	11 597,0
Var	-10%	1%	33%	20%
Résultat d'exploitation	-2 524,2	-2 489,0	-1 427,8	-706,0
Marge op. (%)	-35,0%	-34,2%	-14,7%	-6,1%
RN	-2 689,2	-2 522,0	-1 462,8	-726,0
Marge nette (%)	-37,3%	-34,7%	-15,1%	-6,3%
BNPA	-0,7	-0,6	-0,3	-0,1
Var. BNA (%)	ns	ns	ns	ns
Dividende net	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VE/CA			1,4	1,2
VE/REX (x)			ns	ns
PER (x)			ns	ns
Dette fin. nette	-1 727,2	248,7	-830,4	236,6
Gearing (%)	-25%	6%	-14%	5%

Prochain événement : Résultat annuel - 27 avril 2020

Evolution du cours de bourse sur 1 an (source Euronext)



Christel Clème

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

CE DOCUMENT NE PEUT PAS ETRE DISTRIBUE OU TRANSMIS DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT AUX ETATS-UNIS, AU CANADA, EN AUSTRALIE OU AU JAPON NI A DES « U.S. PERSONS »

Spécialisé dans les technologies innovantes de moulage pour matériaux composites et plastiques, Roctool connaît des réalisations contrastées depuis le lancement de sa nouvelle stratégie en 2016 :

- le portefeuille clients s'est étoffé avec une percée dans des secteurs en croissance comme la Beauté, le modèle économique a profondément évolué et l'organisation s'est enrichie d'une nouvelle plateforme de démonstration et commercialisation en Chine ;
- mais les ventes ont encore progressé de façon modérée à l'image de la croissance de 1% des ventes affichée sur l'année 2019 ; avec parallèlement des indicateurs financiers attendus selon nous encore déficitaires.

Si cette stratégie nous semble porteuse, nous avons dû revoir l'ensemble de nos prévisions pour intégrer un temps d'adoption de la technologie Roctool plus long qu'anticipé. Ces nouvelles hypothèses intègrent :

- une croissance dynamique des ventes dès 2020 (+33%) grâce à la hausse amorcée sur la Beauté et le développement de la plateforme de Shangaï ;
- un équilibre opérationnel atteint courant 2022 (et non 2021) et ce, sous réserve d'une levée de fonds assurée par l'exercice éventuel des BSA récemment émis dans des conditions attractives pour les actionnaires.

Sur ces bases, nous ajustons notre valorisation par action à 3,8 € avec l'hypothèse d'un exercice de la moitié des BSA 2020 (sans intégrer la seconde tranche de BSA). Le management doit disposer de plus temps pour continuer la mise en œuvre de sa stratégie.

AVERTISSEMENTS IMPORTANTS

Responsabilité pour la présente publication

La présente publication a été préparée sous la seule responsabilité de CLEME Finance. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 327-2 à 327-5 et 315-1 à 315-11 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

Absence de conseil en investissement

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

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

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

Fiabilité de l'information

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

Exonération de responsabilité

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

Communication et diffusion de cette publication

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

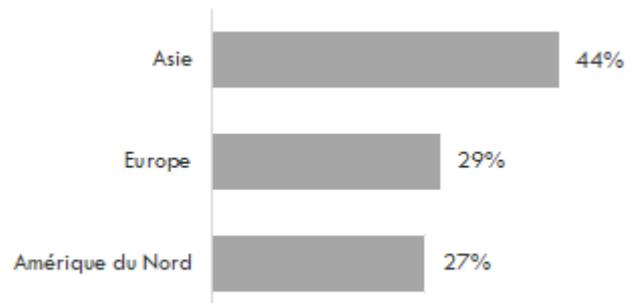
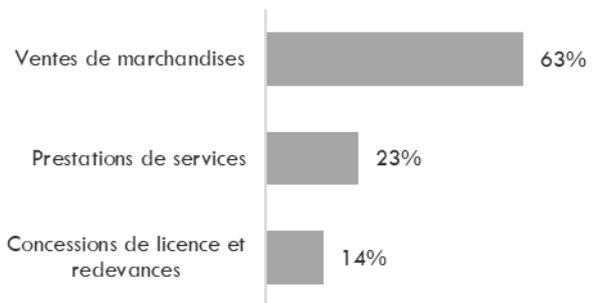
Mise en garde sur la performance

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

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

ROCTOOL en quelques points

Fiche d'identité	Actionnariat actuel (source Roctool)																						
<p>Date de création : 27/10/2000</p> <p>Activité : Conception et développement de dispositifs innovants de moulage de matériaux (composites, plastiques, métal...)</p> <p>Siège social : 34, allée du lac d'Aiguebelette - 73370 Le Bourget</p> <p>Site internet : www.roctool.com</p> <p>RCS : 433 278 363</p> <p>Forme sociale : SA à conseil d'administration</p> <p>Président : Jean-Marie Demeautis</p> <p>Directeur Général : Mathieu Boulanger</p> <p>Effectif moyen : 66 en 2019</p> <p>Nb d'actions : 3 902 753 (avant BSA)</p>	<table border="1"> <caption>Actionnariat actuel (source Roctool)</caption> <thead> <tr> <th>Actionnaire</th> <th>Pourcentage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>NextStage A</td><td>33%</td></tr> <tr><td>A Plus Finance</td><td>13%</td></tr> <tr><td>Trocadéro LP</td><td>11%</td></tr> <tr><td>Autres fonds</td><td>11%</td></tr> <tr><td>Flex</td><td>9%</td></tr> <tr><td>Siparex</td><td>9%</td></tr> <tr><td>Inocap</td><td>6%</td></tr> <tr><td>Salariés</td><td>2%</td></tr> <tr><td>Autres</td><td>5%</td></tr> <tr><td>Flottant</td><td>1%</td></tr> </tbody> </table>	Actionnaire	Pourcentage	NextStage A	33%	A Plus Finance	13%	Trocadéro LP	11%	Autres fonds	11%	Flex	9%	Siparex	9%	Inocap	6%	Salariés	2%	Autres	5%	Flottant	1%
Actionnaire	Pourcentage																						
NextStage A	33%																						
A Plus Finance	13%																						
Trocadéro LP	11%																						
Autres fonds	11%																						
Flex	9%																						
Siparex	9%																						
Inocap	6%																						
Salariés	2%																						
Autres	5%																						
Flottant	1%																						
Répartition 2019 du CA par nature (source Roctool)	Répartition 2019 du CA par zone (source Roctool)																						



Analyse SWOT

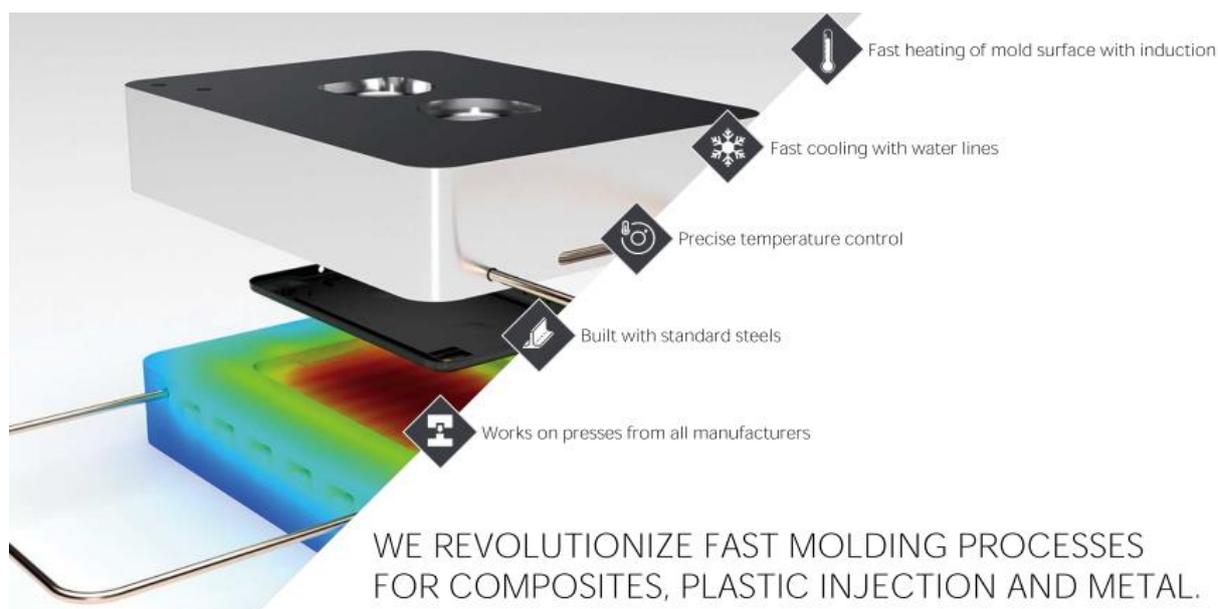
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Management dynamique • Brevets et innovation technologique reconnue par un portefeuille clients de renom et la présence au capital d'un industriel expert (Flex) ; • Internationalisation avancée • Technologie reconnue pour les enjeux d'éco-responsabilité 	<ul style="list-style-type: none"> • Poids du passé (temps de mise en place de la nouvelle stratégie) • Développement commercial à cycle long s'agissant d'équipements de production • Financement
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none"> • Changement des modes de consommation favorisant les matériaux responsables • Besoin d'innovation des marchés sous-jacents et de baisse des coûts de process • Nouveaux segments (cosmétique, aéronautique, médical pour les applications haute performance), nouveaux pays (Chine, Turquie, Inde) et nouveaux matériaux (métal) 	<ul style="list-style-type: none"> • Pression sur les prix • Substitution matières ou technologie

Table des matières

I. LA STRATEGIE MENEES DEPUIS 2016 A PROFONDEMENT FAIT EVOLUER LE GROUPE ET PERMIS DE DIFFUSER SA TECHNOLOGIE	5
I.1. Le modèle économique a complètement évolué et la base de clients s'est étoffée.....	6
I.2. Le groupe a su se positionner sur des axes clés et porteurs pour créer des références	11
I.3. L'organisation mondiale du groupe s'est adaptée aux axes de déploiement commercial avec en point d'orgue l'ouverture de la plateforme chinoise depuis 2018	15
II. LES INDICATEURS FINANCIERS DEVRAIENT PROGRESSIVEMENT SE REDRESSER	18
I.1. L'année 2019 se solderait finalement par une hausse modérée des ventes et une maîtrise des coûts	18
I.2. Nos prévisions 2020/2023 anticipe une adoption plus progressive de la technologie sous réserve d'une nouvelle levée de fonds dès 2020	20
III. VALORISATION	24
III.1. L'approche par les comparables boursiers.....	24
III.2. La méthode des Discounted Cash Flow	25
III.3. Synthèse	26

I. LA STRATEGIE MENEES DEPUIS 2016 A PROFONDEMENT FAIT EVOLUER LE GROUPE ET PERMIS DE DIFFUSER SA TECHNOLOGIE

Les principaux bénéfices de la technologie du chauffage par induction Roctool



Source : Roctool

Spécialiste des technologies innovantes de moulage de composites et de plastique, Roctool a mis en œuvre une nouvelle stratégie depuis 2016 basée sur trois axes :

- le développement des ventes de machines et matériels (à côté du modèle de licence + royalties maintenu sur certains segments historiques) ;
- la remontée de la chaîne de valeur en s'adressant directement aux grandes marques à côté de la stratégie de pénétration auprès des équipementiers ;
- l'internationalisation sachant que le groupe a toujours privilégié l'export pour être près des zones de production clés de l'industrie plastique.

En toile de fond, l'innovation demeure la clé de voûte du groupe avec des **investissements R&D réguliers représentant environ 5% des ventes pour maintenir et étendre les atouts de son offre autour** de technologies propriétaires adaptables à la fois à l'induction, la compression et de plus en plus de matières (métal notamment).

Les axes de R&D de Roctool

Adaptation of Roctool technologies to new processing methods and new materials
(R&I investment roughly 5% of sales)

1st sales realized

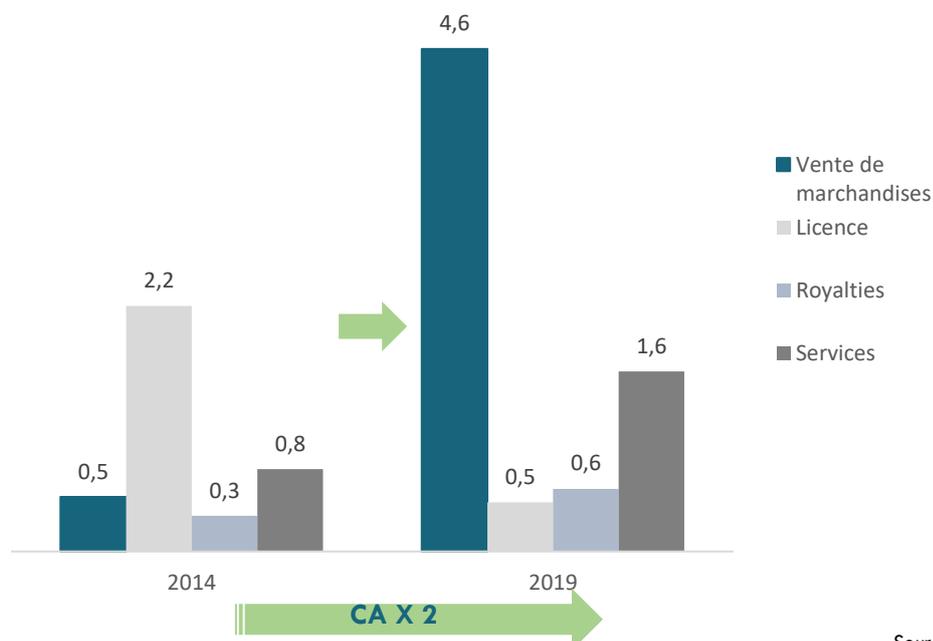
Light Induction Tooling™	Composite molding		✓
Induction Dual Heating™	Hybrid plastic injection Composite molding		✓
Metal	Thyxomolding Amorphous alloys		✓
Blow molding	Injection stretch blow molding		✓
Radiation heating	Plastic injection Composite molding		
Connections	All		

Source : Roctool

I.1. Le modèle économique a complètement évolué et la base de clients s'est étoffée

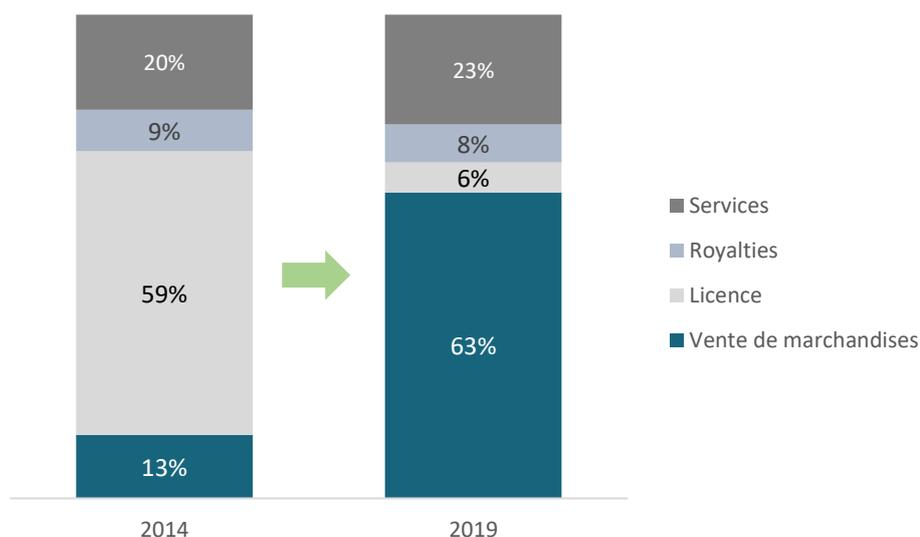
Pour s'adapter aux demandes de ses donneurs d'ordre, Roctool a mis en œuvre progressivement une solution mixte de vente d'équipements et de services et diminué la part du schéma retenu à l'origine de vente de 'licences + royalties'. Cette mutation a réussi puisqu'à fin 2019, 86% du chiffre d'affaires provient des ventes de marchandises (63%) et des services (23%) -contre 32% en 2014- avec une quasi doublement du niveau global de chiffre d'affaires généré.

Chiffre d'affaires par nature en 2014 et 2019 en M€



Source : Roctool

Décomposition du chiffre d'affaires par nature en 2014 et 2019



Source : Roctool

Ce modèle économique permet au groupe de disposer de sources différentes et de plus en plus récurrente de revenus :

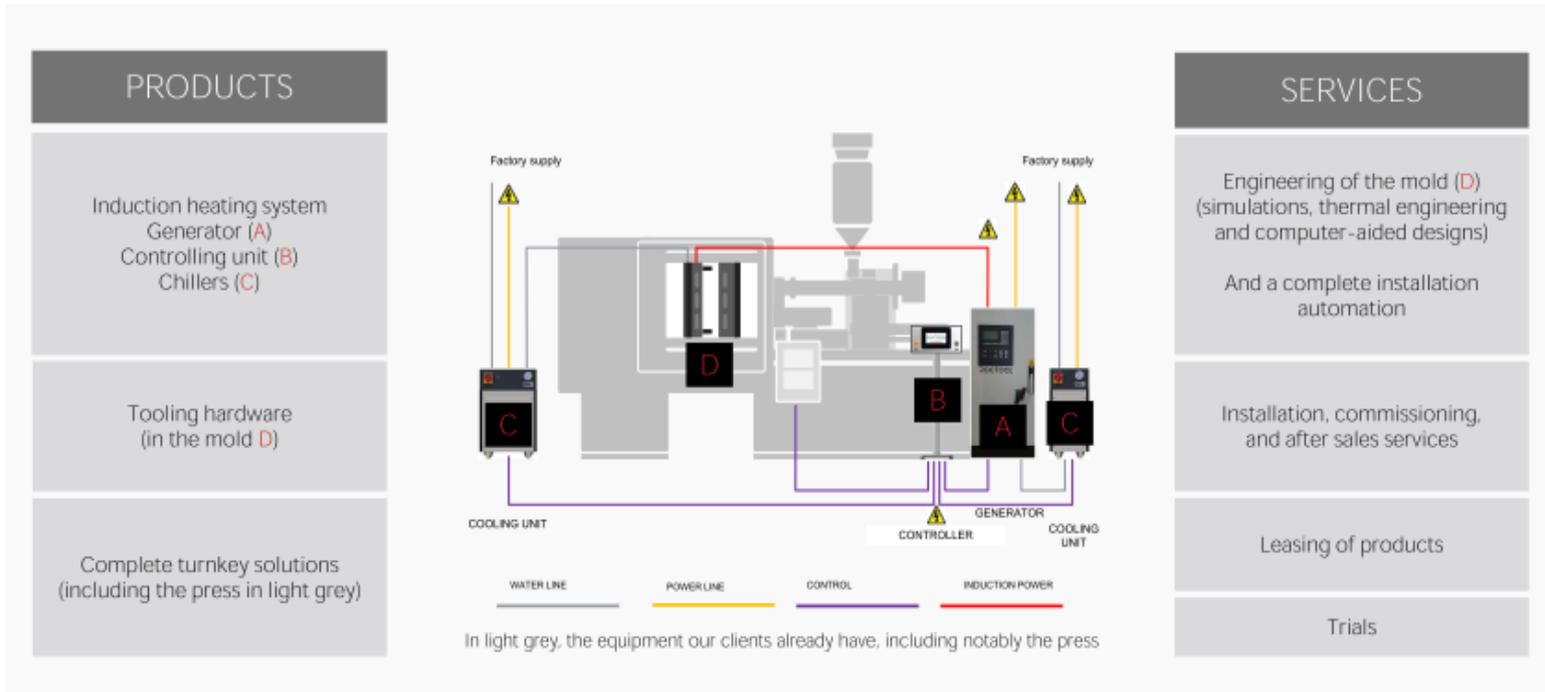
- Les ventes de marchandises regroupent la vente :
 - de systèmes (le système intégré Roctool pour un prix moyen d'environ 100 K€),
 - d'inducteurs pour les moules (prix moyen autour de 10 K€), à chaque nouveau moule pour un système, un client achète un nouveau kit d'inducteurs,
 - et d'autres matériels en lien avec le système.
- Les services sont multiples :
 - la demande de faisabilité (non facturée) : il s'agit de la première étape de la rencontre avec le client ;
 - les prestations d'essai de la technologie sur les plateformes Roctool ;
 - les études d'ingénierie : conception assistée par ordinateur (dessin du moule), étude thermique, simulation pour l'injection plastique ;
 - le support technique pour assister le client dans la vie de son outil ;
 - le leasing et la location longue durée pour les systèmes dont le client n'est pas propriétaire. Ce mode de commercialisation est proposé aux clients qui le souhaitent, il représente moins de 10% des services en 2019 et devrait rester limité.
- Les redevances et licences sont désormais limitées à quelques clients historiques.

Décomposition des ventes Roctool par nature

Nature de revenus	Récurrance
Vente de systèmes	Non
Ventes d'inducteurs	Oui
Ventes d'autres matériels	Non
Essais	Non
Etudes d'ingénierie	Non
Support technique	Oui
Leasing et location longue durée	Oui
Redevances et licences	Oui

Environ 1/4 des ventes peuvent être considérées comme récurrentes (base 2018)

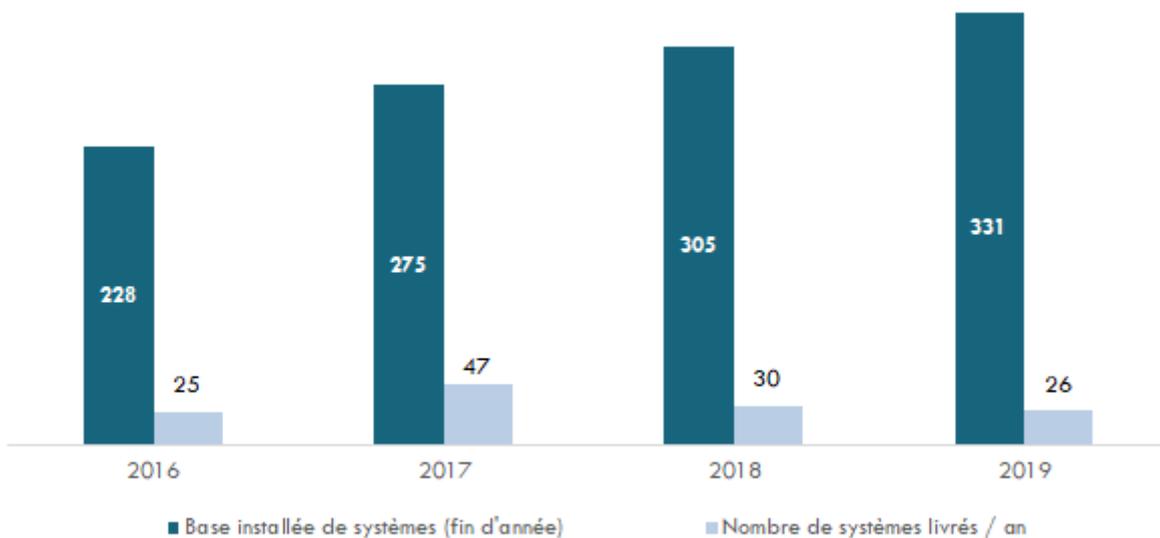
Décomposition des ventes Roctool par nature (suite)



Source : Roctool

Au global, la base de systèmes installés a progressé à plus de 330 en 2019 (+45% depuis 2016).

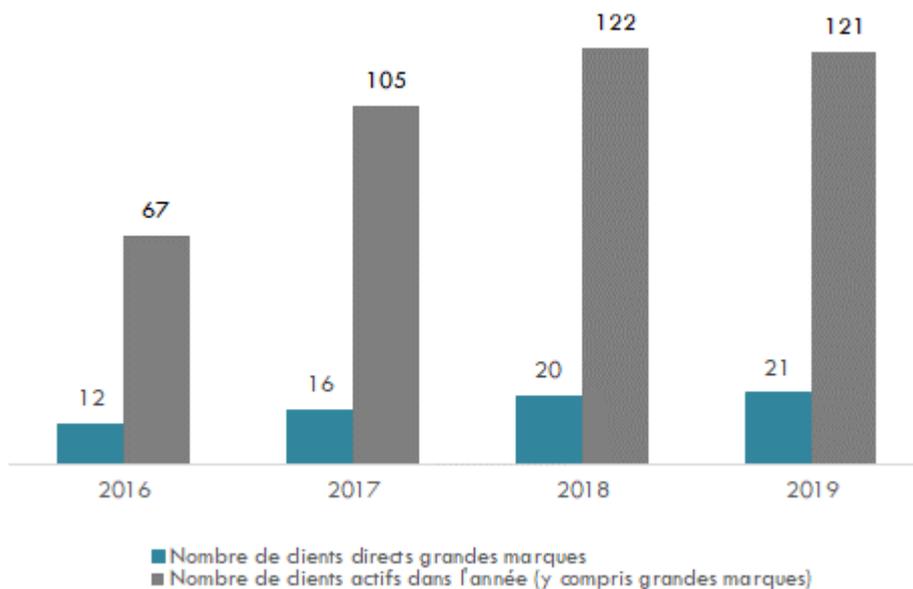
Indicateurs commerciaux Roctool



Source : Roctool

Parallèlement, le nombre de clients actifs a progressé de 56 en 2014 à 121 en 2019 avec une progression des grandes marques en direct.

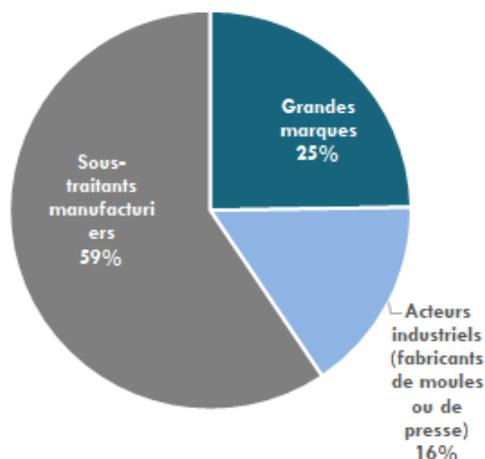
Evolution du nombre de clients actifs



Source : Roctool

Ventes 2018 par clients

En 2018, les grands sous-traitants manufacturiers (type Flex, Ju Teng ou PVL) sont encore majoritaires dans le chiffre d'affaires de Roctool (59% du CA). Les ventes en direct auprès des grandes marques représentent désormais 25% des ventes. Les 16% restant sont réalisés auprès d'autres industriels comme des fabricants de presse et de résines.



Source : Roctool

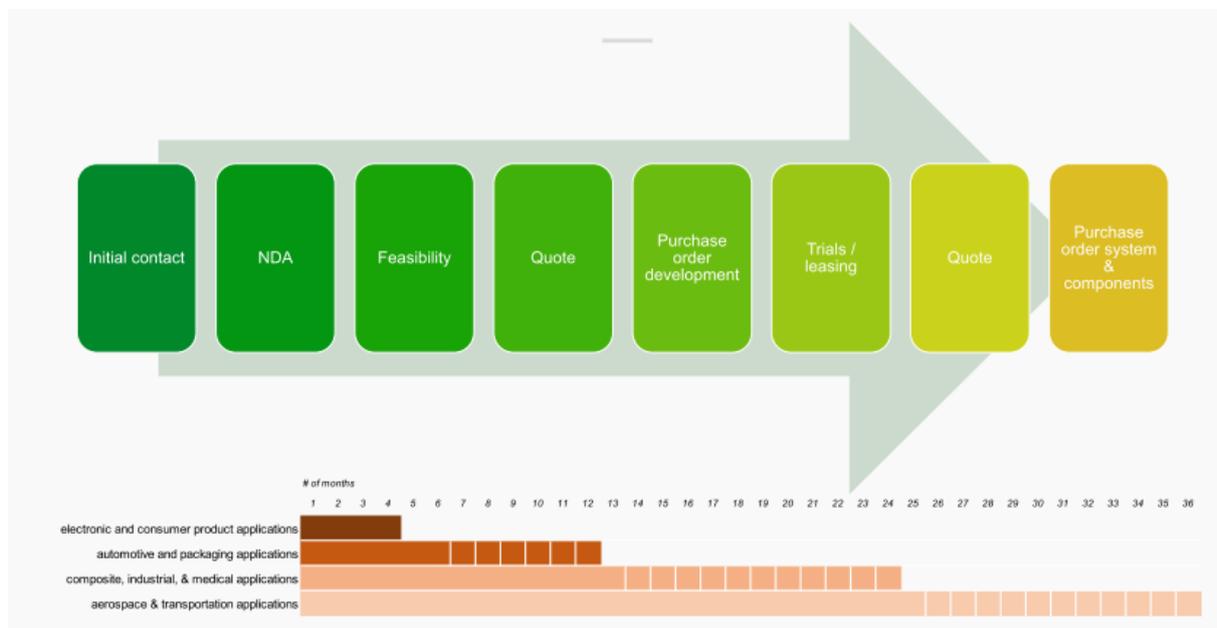
Principaux indicateurs sur quelques clients cités par Roctool

Entreprise	Pays	Descriptif
	Singapour (coté)	Sous-traitant d'équipements électroniques. Le groupe reprend souvent des sites de fabrication appartenant à des grands groupes de l'industrie de l'informatique, des télécommunications, de l'automobile, de l'électronique grand public ou médicale, comme Lenovo, Dell ou Motorola. CA 23,4 Mds €
	Hong Kong (coté)	Fabricant d'ordinateurs et de matériels électroniques de communication et grand public, détient 30% du marché des coques d'ordinateurs portables (notebook notamment). CA 1 Md €
	France	Fabricant de pièces et de sous-ensembles plastiques pour des industriels et équipementiers (aéronautique, défense, automobile, électrique, médical...)
	Inde	Sous -traitant automobile de rang 1 pour les systèmes d'éclairage extérieur, les composants en plastique et polymères et les composants métalliques de précision. CA 1,5 Mds €
	France (coté)	Spécialiste de l'injection plastique : conception et fabrication pour les constructeurs automobiles et des industriels (électriques, multimédia) CA 659 M€

Source : Sites internet, Infinitivals

L'un des points critiques de cette stratégie est toutefois le temps long de réflexion des grandes marques pour faire évoluer leur mode de fabrication qui peut aller jusqu'à 3 ans.

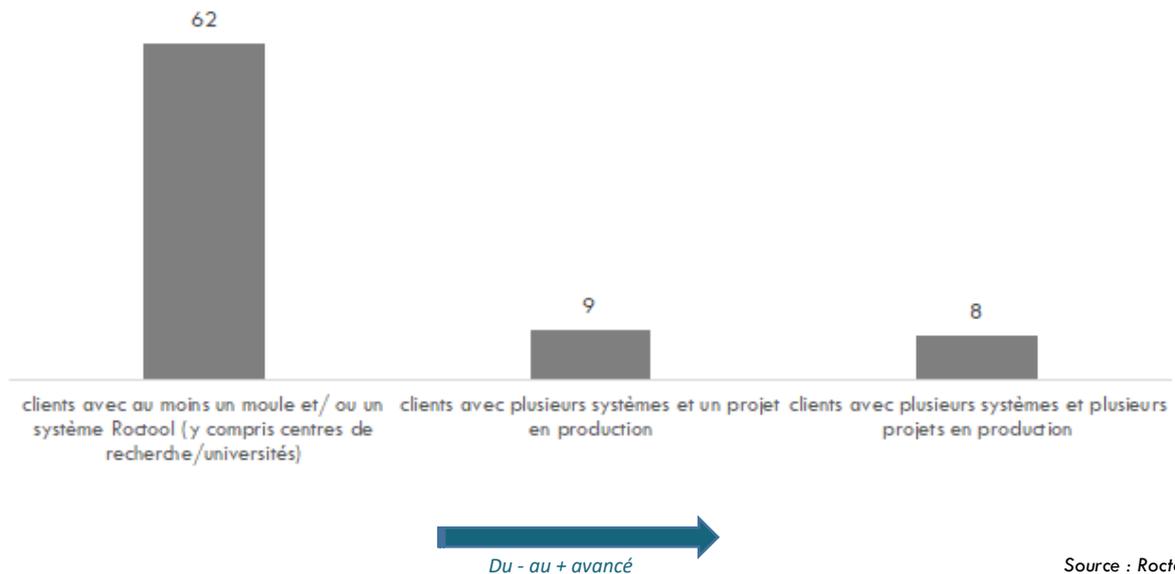
Le cycle de décision d'un client



Source : Roctool

Sur la totalité du portefeuille clients (plus d'une centaine en incluant les essais et études) on notait ainsi à fin septembre 2019, une forte hétérogénéité du stade de maturité des 79 clients actifs de Roctool.

Décomposition des 79 clients actifs en cours à fin septembre 2019



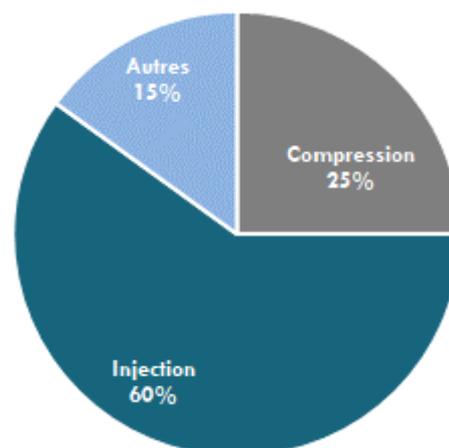
Source : Roctool

1.2. Le groupe a su se positionner sur des axes clés et porteurs pour créer des références

Grâce à une technologie innovante et adaptable sur de nombreux domaines, Roctool a pu se positionner sur des secteurs porteurs à la fois dans :

- l'injection plastique : ce mode de fabrication génère beaucoup de projets mais avec des exigences sur les prix élevées et des délais très rapides ;
- et la compression : les projets sont moins nombreux mais les budgets plus importants avec plus de temps d'ingénierie ; Roctool est bien positionné avec ses solutions de haute température de chauffage des moules et un secteur des composites éminemment porteur.

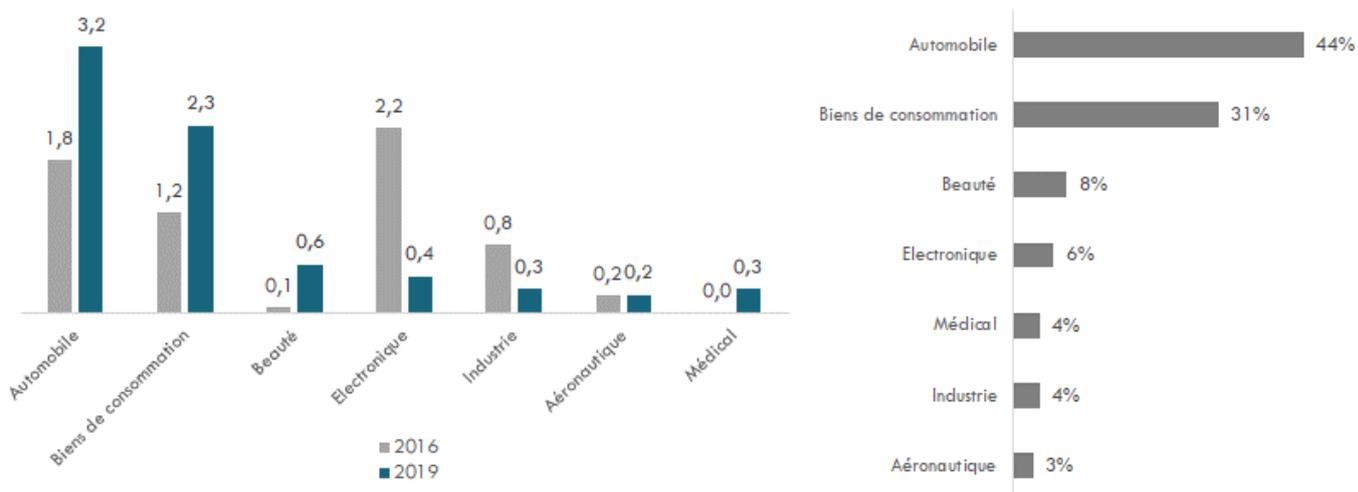
Décomposition des ventes 2019 par technologie



Source : Roctool

En parallèle, les secteurs visés par Roctool ont évolué depuis 2016 avec, outre l'électronique et les biens de consommation (segments historiques), **l'accélération notée sur l'automobile et l'accent mis sur la Beauté.**

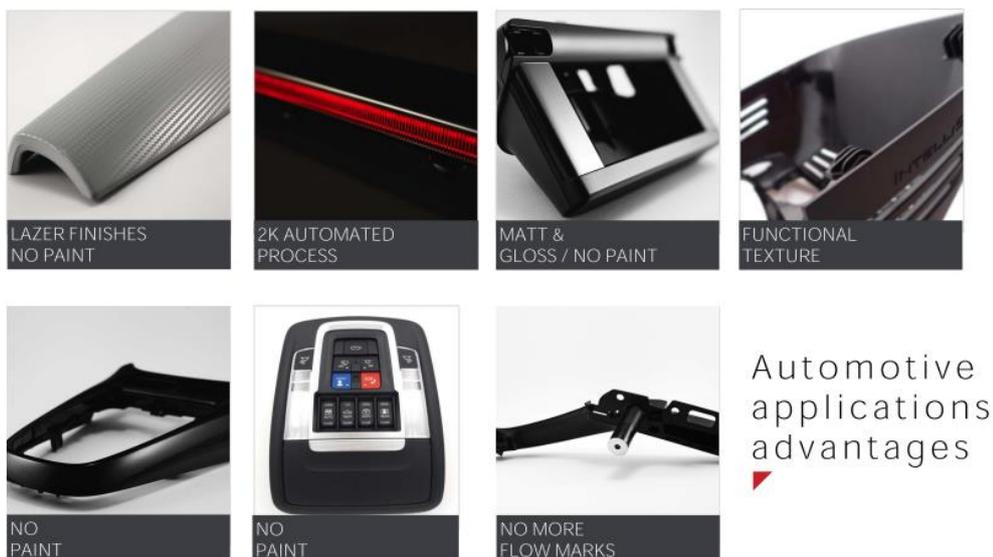
Evolution des ventes Roctool entre 2016 et 2019E par secteur en M€ et % 2019E



Source : Roctool, estimations C.FINANCE

- **Pour l'automobile (44% des ventes 2019),** la technologie de Roctool est désormais capable de réaliser des performances de moulage élevées (temps de cycle, qualité de réplcation...). Le groupe a récemment su convaincre Varroc, un équipementier automobile indien de renom, de lancer des projets avec la technologie.

Les applications de la technologie Roctool en automobile



Source : Roctool

- **Le segment Beauté (8% des ventes 2019) représente un secteur à haut potentiel pour le groupe** : la technologie de moulage Roctool permet de fabriquer des flacons à partir de matériaux recyclés avec un rendu excellent supprimant l'utilisation de peinture, ce qui est une tendance de fond du secteur. Le groupe annonce d'ailleurs un important contrat début 2020 dans le packaging beauté (client et montant confidentiels) avec une réponse de la technologie Roctool sur des sujets d'éco-responsabilité.

Exemple d'application de la technologie Roctool en cosmétique



Source : Roctool

- **Le médical (4% estimé des ventes 2019) constitue un segment à valeur ajoutée** notamment dans l'adaptation de la technologie Roctool à la fabrication plus rapide et moins coûteuse de dispositifs médicaux.

En parallèle, la technologie de Roctool s'inscrit dans la démarche mondiale de recherches de matériaux adaptés au développement durable puisque, grâce à son procédé innovant de chauffage, plusieurs matériaux recyclés peuvent être utilisés avec des rendus de haute qualité.

Les solutions « responsables » développées par Roctool

BIO SOURCED PLASTIC & COMPOSITES
Cork / Wood / Linen / Bamboo / Stone / Banana / Paper / ...
Up to now we have tested more than 10 different bio-source materials with really positive results.



ABS RECYCLED RESINS
+ Other recycled resins has been tested including PP / PP+wood / PP+shell / Durabio + Cellulose base materials



RECYCLING FINISHED LIFE PRODUCTS
Transform in fibres, powder or any other format, all products who are not useful or discarded to give them a second life.



UPCYCLING: HOW TO REUSE OTHER INDUSTRIES WASTE
Use other industries by-products or waste to create new products.
Thanks to Roctool we can give value to this normally discarded materials which are also a way of contaminations.



Source : Roctool

Quelques éléments de conjoncture sur des secteurs sous-jacents de Roctool

Perspectives de croissance mondiale	
Automobile	Selon Euler-Hermès, les immatriculations mondiales de véhicules neufs reculeront de -4,5% en 2019, soit une deuxième année consécutive de décroissance (-0,6% en 2018). En 2020, le marché automobile mondial n'affichera qu'une quasi-stabilisation (+0,5%), avec un total de 91,2 millions de nouveaux véhicules immatriculés et le cap des 100 millions de nouveaux véhicules vendus en un an ne sera pas atteint avant 2026.
Electronique	Selon IC Insights, la production mondiale de systèmes électroniques a progressé de 5,1% en 2018 à 1 622 Mds \$, portée par l'ensemble des débouchés (communications et ordinateurs en premier lieu) mais avec une progression plus élevée dans l'automobile. Les perspectives jusqu'en 2021 sont importantes (+4,6% de croissance en moyenne annuelle entre 2017 et 2021).
Beauté	Selon L'Oréal, le marché cosmétique mondial est en croissance continue depuis 2009 (+5,5% en 2018 à 200 Mds \$) porté par 6 facteurs de soutien : la progression continue des dépenses de beauté sur Internet, le développement des réseaux sociaux, l'appétit pour des produits nouveaux, différents et premium, l'accélération de l'urbanisation dans le monde, L'augmentation du nombre de séniors et la croissance des classes moyennes et aux revenus supérieurs
Matériaux recyclés	A titre d'illustration, l'objectif des pouvoirs publics est de recycler l'ensemble des plastiques d'emballages en 2025 contre un quart aujourd'hui. Un tiers des fabricants d'emballage a commencé à incorporer du plastique recyclé dans leur fabrication ce qui représente 12% des volumes. Dans l'automobile, le plastique issu du recyclage commence à apparaître pour des pièces non visibles (ce secteur est le 3 ^{ème} transformateur de plastique vierge) ¹ .

Pour rappel, les principaux leviers de déploiement commercial, en plus du démarchage direct ou de la réponse aux demandes d'essai, sont la présence aux principaux salons de l'industrie :

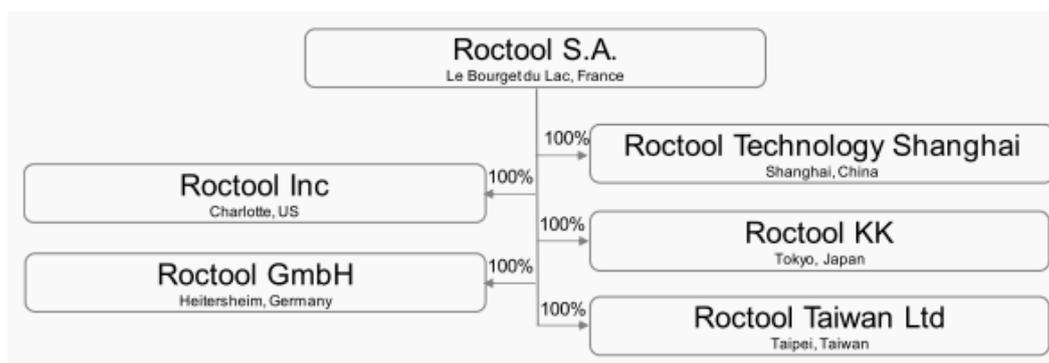
- Chinaplas : salon du plastique en Chine,
- Salon International du Plastique NPE à Orlando (2018 puis 2021),
- JEC World à Paris : salon du composite,
- KShow Dusseldorf (2019 puis 2022).

¹ source <https://www.la-croix.com/Economie/Difficile-lindustrie-passer-plastique-2019-06-11-1201028199>

1.3. L'organisation mondiale du groupe s'est adaptée aux axes de déploiement commercial avec en point d'orgue l'ouverture de la plateforme chinoise depuis 2018

Aujourd'hui le groupe intervient sur trois grandes zones : l'Europe, les Etats-Unis et l'Asie via 5 filiales en plus de la maison-mère.

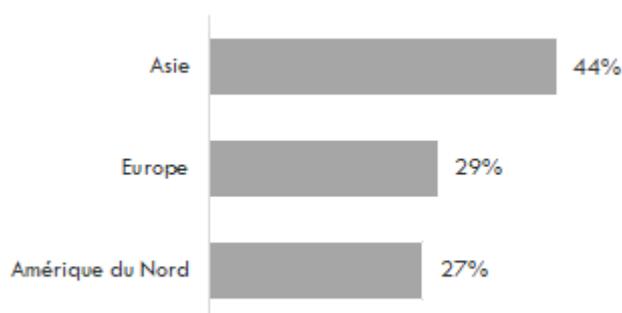
Organigramme juridique du groupe



Source : Roctool

13% du chiffre d'affaires est réalisé en France fin 2018 car **Roctool a toujours cherché à se rapprocher des zones de production des grands acteurs industriels : Etats-Unis et Asie avec en point d'orgue l'ouverture en 2018 de la plateforme chinoise de démonstration et commercialisation.** En parallèle, l'organisation du groupe est aujourd'hui majoritairement basée en France (localisation de la R&D, fabrication et fonctions supports + direction).

Ventes par zone géographique en 2019

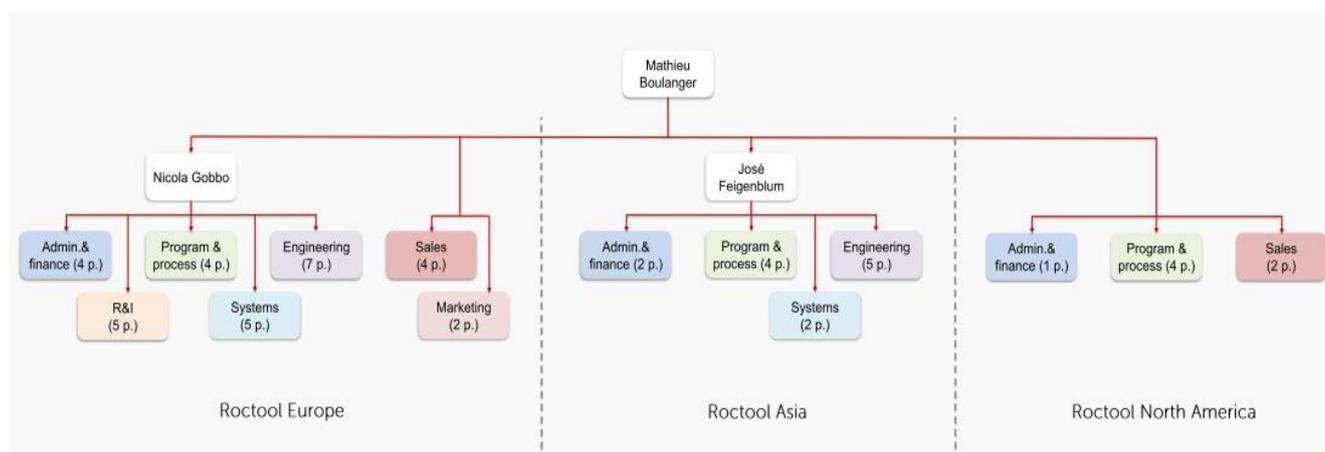


Effectif par zone depuis 2017

Effectif moyen	2017	2018	2019
France	35	40	32
USA	6	7	5
Allemagne	3	4	3
Japon	2	3	2
Taiwan	3	1	1
Shanghai		7	23
Total	49	62	66

Source : Roctool

Organigramme du groupe (octobre 2019)



Source : Roctool

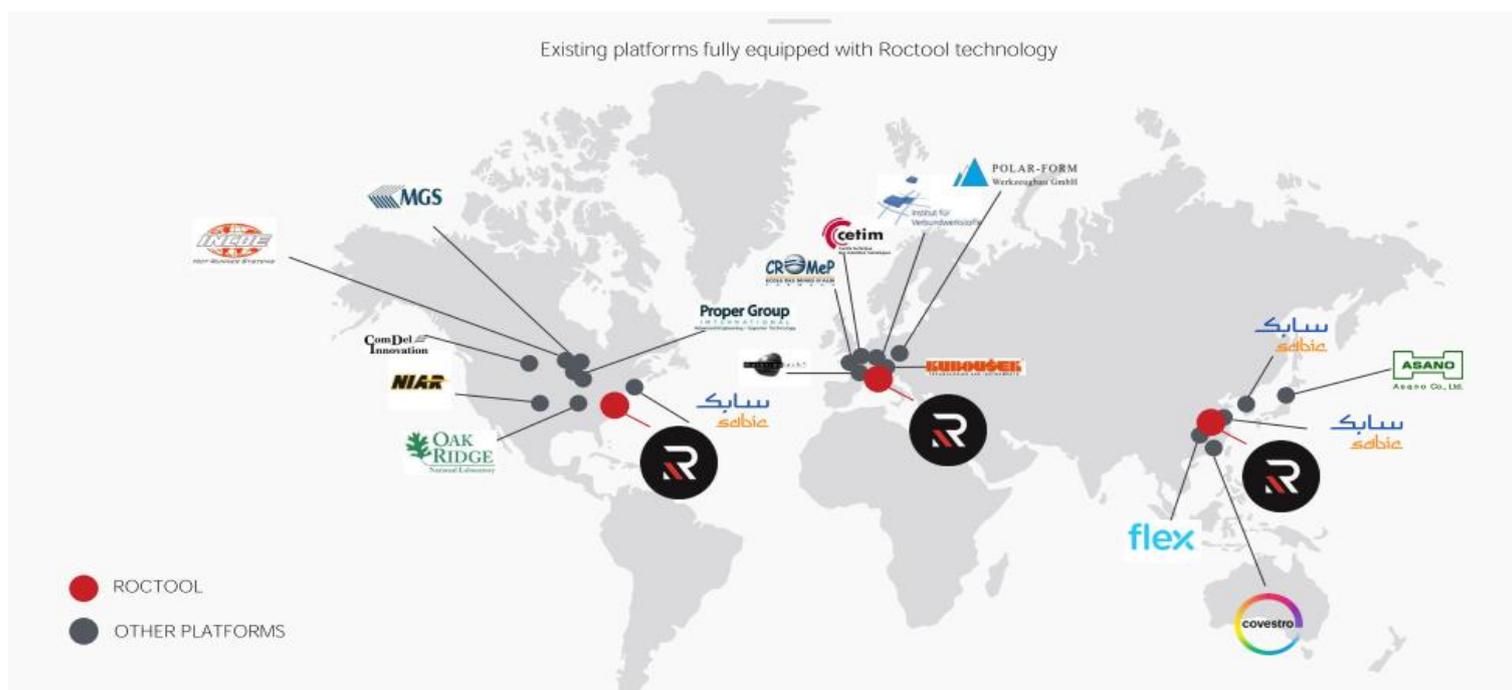
Aujourd'hui, le déploiement commercial s'articule autour d'une quinzaine de personnes dans plusieurs équipes :

- En Europe : un directeur commercial, une équipe de 3 personnes au marketing et de 3 commerciaux et 2 personnes au program management pour le suivi des projets et des clients ;
- En Asie : une équipe de 2 commerciaux et 3 au program management ;
- Aux États-Unis : une équipe de 2 commerciaux et 1 au program management.

En parallèle, le groupe dispose d'une vingtaine de plateformes dans le monde :

- Soit chez des partenaires de renom : ils servent de tests pour les prospects commerciaux ;
- Soit en propre : au siège français, à Charlotte (NC) et désormais à Shanghai.

Plateformes Roctool



Source : Roctool

La plateforme chinoise de démonstration et commercialisation représente le plus gros investissement du groupe (nous estimons les CAPEX à 600 K€ sur 2018, sans intégrer les coûts opérationnels annuels) et pourrait représenter les plus belles perspectives compte tenu de l'importance de l'activité locale de production. Le groupe a su témoigner de sa capacité à convaincre : depuis la première implantation en Chine en 2011 avec 2 clients, il dispose d'une base de plus de 12 clients équipés. Toutefois, compte tenu de l'importance de la zone et des montants engagés, l'équipe locale -qui bénéficie de la présence du CTO français- doit encore monter en puissance pour démontrer sa capacité à générer un niveau de ventes nettement supérieur à court et moyen terme.

Présentation de la plateforme de Roctool à Shanghai



The biggest investment in Roctool history located in Shanghai



A skilled team of 10 people including Roctool CTO



The largest Roctool facility with 2'500 sqm

Source : Roctool

II. LES INDICATEURS FINANCIERS DEVRAIENT PROGRESSIVEMENT SE REDRESSER

Malgré les réussites du management, nous avons sous-estimé le temps nécessaire au plein effet de sa stratégie : le processus de vente aux grandes marques est très long et l'adoption de la technologie est lente dans un contexte où le dispositif Roctool n'est que peu soutenu par une contrainte réglementaire ou coût par exemple.

Dans ce contexte, depuis 2018, en complément de levées de fonds, le management a entrepris des mesures d'économies avec plusieurs départs pour adapter la structure au déploiement commercial. Par conséquent, **l'exercice 2019 devrait montrer une légère amélioration des résultats par réduction de coûts et l'année 2020 pourrait se solder par un retour à la croissance des ventes grâce au segment de la Beauté et à la plateforme chinoise notamment.**

Au-delà, selon nos estimations désormais plus conservatrices, dans un contexte de maîtrise des coûts et de déploiement modéré, **l'équilibre opérationnel pourrait être atteint en 2022 (2021 dans nos précédentes estimations) sous réserve d'une nouvelle levée de fonds dès 2020 qui devrait être assurée par l'exercice des BSA nouvellement émis.**

I.1. L'année 2019 se solderait finalement par une hausse modérée des ventes et une maîtrise des coûts

Roctool avait annoncé des indicateurs semestriels 2019 en retard sur notre estimation annuelle : CA +2% et Résultat net à -1,7 M€ (vs -1,37 M€ au S1 2018 - malgré la réduction de 5% des charges opérationnelles).

Le chiffre d'affaires 2019 publié atteint finalement 7,27 M€ soit +1% avec :

- Une hausse de 8% des ventes de marchandises à 4,6 M€ grâce à la livraison de 26 nouveaux systèmes et pièces associées ;
- Un recul de 15% des prestations de services à 1,65 M€ en raison notamment d'une base de comparaison élevée en 2018 sur les études de faisabilité et les essais ;
- Une meilleure tenue qu'anticipé des redevances et licences (+3% à 1 M€) grâce à la signature d'un nouveau contrat de licence avec un grand client historique de la société.

Sur ces bases, nous avons ajusté nos estimations sur l'année 2019 :

- **L'EBITDA représenterait une perte de 2,08 M€ contre -2,11 M€ en 2018 :**
 - o La marge sur les ventes de marchandises est pénalisée en 2019 par la cession d'une machine à très faible marge (pour 0,5 M€) : le taux global baisserait ainsi de 48,5% en 2018 à 44,3% selon nos estimations ;
 - o Les baisses de charges opérationnelles représenteraient une économie de 0,3 M€ soit -5% (personnel et frais généraux).
- Sans tenir compte des éléments financiers et fiscaux (peu significatifs), **le résultat net atteindrait -2,5 M€, en amélioration par rapport à 2018.**

Estimations de résultat 2019

En K€	2017	2018	2019E
Chiffre d'affaires total	8 033,0	7 209,6	7 274,0
Var en %	26%	-10%	1%
Marge brute gestion	5 175,3	5 011,4	4 713,3
% CA total	64,4%	69,5%	64,8%
Dont			
Ventes de marchandises	5 072,2	4 267,9	4 600,0
- Achats marchandises	2 857,7	2 198,2	2 560,7
Marge sur vente de marchandises	2 214,5	2 069,7	2 039,3
% CA marchandises	43,7%	48,5%	44,3%
Concessions de licence	592,0	15,0	574,0
Redevances	1 140,3	977,7	451,0
Autres services	1 228,5	1 949,0	1 649,0
Ventes de services	2 960,8	2 941,7	2 674,0
Charges nettes d'exploitation nettes de CIR	5 922,9	7 119,9	6 792,7
% CA total	73,7%	98,8%	93,4%
EBITDA	-747,7	-2 108,4	-2 079,4
% CA total	-9,3%	-29,2%	-28,6%
Amortissements et dotations provisions	807,7	1 007,2	660,4
Autres produits	540,4	591,3	250,8
EBIT	-1 015,0	-2 524,3	-2 489,0
% CA total	-12,6%	-35,0%	-34,2%
Résultat financier	-469,6	-63,3	-33,0
Exceptionnel	-92,1	-134,1	0,0
Impôts	-11,6	-32,4	0,0
Résultat net	-1 565,0	-2 689,3	-2 522,0
% CA total	-19,5%	-37,3%	-34,7%

Impact de 0,5 M€ d'une cession de machine à faible marge

La baisse des charges atteindrait 300 K€ sur 2019 soit -5% avec des économies sur les frais généraux, et déplacements et la maîtrise des frais de personnel

Source : Roctool, estimations CLEME FINANCE

En termes de structure financière, grâce à la levée de fonds de 3,6 M€ réalisée en 2018, à la maîtrise des investissements et à une anticipation favorable sur le niveau de clôture du besoin en fonds de roulement (23% du CA contre 32% en 2018 et 49% en 2017), **la trésorerie nette restante atteindrait 1,3 M€ fin 2019.**

Indicateurs financiers 2019

En M€	2017	2018	2019e
Fonds propres	6,0	6,8	4,3
Immobilisations nettes	2,2	2,9	3,0
BFR	4,0	2,3	1,6
en % du CA	49%	32%	23%
Endettement net	-0,3	-1,7	0,2
dont trésorerie nette	1,9	3,8	1,3

En M€	2017	2018	2019e
Capacité d'autofinancement	-0,9	-2,3	-1,9
-Variation du BFR brut	2,4	-1,6	-0,7
Flux de trésorerie liés à l'activité	-3,3	-0,7	-1,2
Flux de trésorerie lié aux investisse	-1,1	-1,3	-0,8
Augmentation de capital	5,3	3,5	0,0
Variation nette d'emprunts LT	-0,3	0,5	-0,6
Flux de trésorerie liés aux opérat	5,0	4,0	-0,6
Variation de trésorerie nette	0,4	1,9	-2,5

Source : Roctool, estimations CLEME FINANCE

I.2. Nos prévisions 2020/2023 anticipe une adoption plus progressive de la technologie sous réserve d'une nouvelle levée de fonds dès 2020

Nous avons sensiblement révisé en baisse nos estimations de croissance pour les années 2020/2023 : l'équilibre opérationnel est décalé d'un an à 2022 avec un niveau de ventes réduit à 13,8 M€ et une solide maîtrise des coûts. Compte tenu de ces décalages, une levée de fonds nous paraît nécessaire et elle devrait être assurée par l'exercice de tout ou partie des 3,9 M de BSA₂₀₂₀ émis sur un prix d'exercice attractif de 3 €. Sur la base d'une hypothèse de la moitié des BSA exercés, une levée de fonds de 2,9 M€ serait réalisée et assurerait ainsi le financement des exercices à venir.

➤ Un objectif de ventes abaissé pour tenir compte du temps d'adoption de la technologie

Nous tablons désormais sur un niveau de 9,7 M€ de ventes en 2020 (niveau précédemment anticipé pour 2019) puis sur une progression moyenne annuelle de l'ordre de 15%. Ainsi, en 2023, Roctool générerait 15,6 M€ de ventes, soit un tiers de moins que nos anciennes estimations.

Le tableau ci-après détaille les hypothèses de systèmes vendus : à horizon 2023, selon nos estimations, près de 580 systèmes Roctool seraient installés dans le monde avec une croissance en Asie nettement supérieure à la moyenne (hypothèse de montée en puissance de la plateforme chinoise).

Prévisions détaillées de ventes

en K€	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Indicateurs clés						
Base installée de systèmes	305	331	374	430	498	576
Nouveaux systèmes installés	30	26	43	56	68	78
Ventes de marchandises	4 268	4 600	7 227	8 942	10 880	12 480
var en %	-16%	8%	57%	24%	22%	15%
Services	1 949	1 649	2 024	2 204	2 414	2 648
var en %	59%	-15%	23%	9%	9%	10%
Redevance et Licences	993	1 025	451	451	451	451
Chiffre d'affaires total	7 210	7 274	9 702	11 597	13 745	15 579
Var en %	-10%	1%	33%	20%	19%	13%

Source : Roctool, estimations CLEME FINANCE

➤ Une marge brute en amélioration limitée et des dépenses maîtrisées pour un équilibre opérationnel dès 2022

Nos hypothèses de marge brute anticipent une amélioration modérée jusqu'à 2023 (en moyenne 1 point par an jusque 52,5% pour le taux de marge sur marchandises) pour tenir compte de l'effet de taille obtenu et de secteurs visés plus « premium » comme la Beauté et même le Médical.

Prévisions détaillées de marge brute

En K€	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Chiffre d'affaires total	7 209,6	7 274,0	9 701,9	11 597,0	13 744,8	15 578,7
Var en %	-10%	1%	33%	20%	19%	13%
Marge brute gestion	5 011,4	4 713,3	6 051,8	7 170,5	8 467,4	9 650,1
% CA total	69,5%	64,8%	62,4%	61,8%	61,6%	61,9%
Dont						
Ventes de marchandises	4 267,9	4 600,0	7 227,3	8 941,7	10 880,0	12 480,0
- Achats marchandises	2 198,2	2 560,7	3 650,1	4 426,6	5 277,3	5 928,6
Marge sur vente de marchandises	2 069,7	2 039,3	3 577,2	4 515,1	5 602,7	6 551,4
% CA marchandises	48,5%	44,3%	49,5%	50,5%	51,5%	52,5%
Licences et Redevances	992,7	1 025,0	451,0	451,0	451,0	451,0
Autres services	1 949,0	1 649,0	2 023,6	2 204,4	2 413,8	2 647,7
Ventes de services	2 941,7	2 674,0	2 474,6	2 655,4	2 864,8	3 098,7

Source : Roctool, estimations CLEME FINANCE

Le discours du management sur le plan de maîtrise des dépenses au 1er semestre 2019 nous incite à ajuster nos estimations de coûts sur 2020/2023 avec deux hypothèses :

- Des recrutements limités compte tenu d'une croissance des ventes moins ambitieuse ;
- Des dépenses opérationnelles sous contrôle (marketing, déplacement, frais généraux).

Au global l'EBITDA atteindrait l'équilibre opérationnel courant 2022 avec un taux estimé à 8,3% des ventes en 2023.

Prévisions détaillées de l'EBITDA

En K€	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Chiffre d'affaires total	7 209,6	7 274,0	9 701,9	11 597,0	13 744,8	15 578,7
Var en %	-10%	1%	33%	20%	19%	13%
Marge brute gestion	5 011,4	4 713,3	6 051,8	7 170,5	8 467,4	9 650,1
% CA total	69,5%	64,8%	62,4%	61,8%	61,6%	61,9%
Autres achats consommés	374,3	232,4	284,9	299,8	309,3	302,0
% CA hors licence et redevances	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%
Charges externes	3 055,7	2 955,7	3 251,2	3 576,4	3 755,2	3 849,1
% CA hors licence et redevances	49%	47%	35%	32%	28%	25%
Impôts et taxes	180,6	182,2	243,0	290,5	344,3	390,2
% CA total	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Frais de personnel	3 747,0	3 672,1	3 672,1	3 798,7	3 988,6	4 178,6
Var en %	9%	-2%	0%	3%	5%	5%
% CA total	52%	50%	38%	33%	29%	27%
CIR et autres subvent	227,0	249,7	274,7	302,1	332,4	365,6
Charges nettes d'exploitation nettes de CIR	7 119,9	6 792,7	7 176,5	7 663,2	8 065,0	8 354,2
% CA total	98,8%	93,4%	74,0%	66,1%	58,7%	53,6%
EBITDA	-2 108,4	-2 079,4	-1 124,7	-492,7	402,4	1 295,9
% CA total	-29,2%	-28,6%	-11,6%	-4,2%	2,9%	8,3%

Source : Roctool, estimations CLEME FINANCE

Compte tenu des amortissements des investissements et de la production immobilisée, le résultat net atteindrait l'équilibre en 2022 également.

Prévisions détaillées jusqu'au résultat net

En K€	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Chiffre d'affaires total	7 209,6	7 274,0	9 701,9	11 597,0	13 744,8	15 578,7
Var en %	-10%	1%	33%	20%	19%	13%
Marge brute gestion	5 011,4	4 713,3	6 051,8	7 170,5	8 467,4	9 650,1
% CA total	69,5%	64,8%	62,4%	61,8%	61,6%	61,9%
Charges nettes d'exploitation nettes de CIR	7 119,9	6 792,7	7 176,5	7 663,2	8 065,0	8 354,2
% CA total	98,8%	93,4%	74,0%	66,1%	58,7%	53,6%
EBITDA	-2 108,4	-2 079,4	-1 124,7	-492,7	402,4	1 295,9
% CA total	-29,2%	-28,6%	-11,6%	-4,2%	2,9%	8,3%
Amortissements et dotations provisions	1 007,2	660,4	579,0	516,7	624,4	744,8
Autres produits	591,3	250,8	275,9	303,5	333,8	367,2
EBIT	-2 524,3	-2 489,0	-1 427,8	-706,0	111,9	918,2
% CA total	-35,0%	-34,2%	-14,7%	-6,1%	0,8%	5,9%
Résultat financier	-63,3	-33,0	-35,0	-20,0	-10,0	-10,0
Exceptionnel	-134,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-2 689,3	-2 522,0	-1 462,8	-726,0	101,9	908,2
% CA total	-37,3%	-34,7%	-15,1%	-6,3%	0,7%	5,8%

Source : Roctool, estimations CLEME FINANCE

➤ Une nouvelle levée de fonds de l'ordre de 3 M€ grâce à l'exercice de BSA

Au regard de la trésorerie restante à fin 2019 (1,3 M€ selon nos estimations), d'investissements annuels inférieurs à 1 M€ et d'un poids relatif du besoin en fonds de roulement que nous attendons en recul, le besoin de financement complémentaire de Roctool devrait être comblé par l'exercice de la moitié des BSA₂₀₂₀ récemment émis soit une augmentation de capital brute de 2,9 M€.

Prévisions détaillées de bilan et flux

En M€	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Fonds propres	6,8	4,3	5,8	5,0	5,1	6,0
Immobilisations nettes	2,9	3,0	3,0	3,2	3,3	3,4
BFR	2,3	1,6	2,0	2,2	2,5	2,6
en % du CA	32%	23%	21%	19%	18%	17%
Endettement net	-1,7	0,2	-0,8	0,2	0,5	-0,3
dont trésorerie nette	3,8	1,3	1,7	0,2	-0,2	0,4

En M€	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Capacité d'autofinancement	-2,3	-1,9	-0,9	-0,2	0,7	1,7
-Variation du BFR brut	-1,6	-0,7	0,4	0,2	0,2	0,1
Flux de trésorerie liés à l'activité	-0,7	-1,2	-1,3	-0,4	0,5	1,5
Flux de trésorerie lié aux investissements	-1,3	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8
Augmentation de capital	3,5	0,0	2,9	0,0	0,0	0,0
Variation nette d'emprunts LT	0,5	-0,6	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1
Flux de trésorerie liés aux opérations financement	4,0	-0,6	2,3	-0,3	-0,3	-0,3
Variation de trésorerie nette	1,9	-2,5	0,4	-1,5	-0,4	0,6

Source : Roctool, estimations CLEME FINANCE

Précision sur les BSA :

Roctool a procédé à une émission de BSA avec deux volets :

- Il a attribué gratuitement le 22 janvier 3,9 M de BSA₂₀₂₀ à l'ensemble des actionnaires, ces BSA₂₀₂₀ étant exerçables sur un prix de 3€ à hauteur de 1 action souscrite pour 2 BSA₂₀₂₀ ; il convient de noter que les BSA₂₀₂₀ ont une durée de 12 mois ;
- Un mécanisme d'accélération en cas d'exercice dans les 2 mois de ces BSA₂₀₂₀ a été prévu : des BSA_{2020/2} seront attribués à tout souscripteur sur la base d'un BSA_{2020/2} pour 1 action nouvelle créée par exercice de BSA₂₀₂₀ ; le prix d'exercice de ces BSA_{2020/2} est de 4,5 € avec une parité de 1 action souscrite pour 5 BSA_{2020/2}. Les BSA_{2020/2} ont une durée de 5 ans.

Nous avons choisi de retenir l'hypothèse d'un exercice pour moitié des BSA₂₀₂₀ soit 975 688 actions nouvelles dans les 12 mois et 2,9 M€ de nouveaux fonds propres. A ce stade, nous n'avons pas tenu compte du mécanisme d'accélération mais ajusterons nos données au fur et à mesure des indications sur les exercices des BSA 2020.

III. VALORISATION

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

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

III.1. L'approche par les comparables boursiers

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

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

Indication sur une valorisation par comparaison

Données 2019	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
Lectra	2,3	12,4	15,4
Lectra après décote de taille de 15%	2,0	10,5	13,1
Agrégat 2023 Roctool	15 579	1 663	918
Valeur des fonds propres induite	30 712	17 784	12 275
Valeur centrale Roctool à horizon 2023	20 257		
Valeur actualisée au CPMC*	17 920		
Par action	3,7 €		

Source : *Infinancials*, moyenne 1 mois 20/01/2019, estimations C.FINANCE
* y compris reports déficitaires à fin 2018

Nous avons retenu les multiples moyens 2019 (sans tenir compte des P/E) que nous avons appliqués après décote de taille de 20% aux agrégats 2023 de Roctool puis nous avons actualisé les résultats obtenus au coût moyen pondéré du capital de Roctool (cf ci-après). Cette approche ferait ressortir une **évaluation des fonds propres de Roctool autour de 17,9 M€** soit 3,7 € par action (post exercice de la moitié des BSA).

III.2. La méthode des Discounted Cash Flow

Nous avons retenu les principales hypothèses suivantes :

- Un coût moyen pondéré du capital de 9,4% correspondant au coût des fonds propres compte tenu de la structure financière à date de la Société, tenant compte d'une prime de risque de marché de 6,23 % (source Damodaran), d'un taux sans risque de 1% (Moyenne 10 ans OAT 10 ans), d'un facteur de risque spécifique de la Société de 1,35 reflétant un risque moindre de réalisation du business plan et sous l'hypothèse d'un refinancement dès 2020 ;
- Un taux de croissance à l'infini de 1,5%,
- Nos prévisions détaillées jusqu'en 2023 puis une progression de l'EBIT en lien avec l'atteinte d'un taux de 12% des ventes.

Détails des flux

Cash flow net (en k€)		2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Flux terminaux
CA		7 274	9 702	11 597	13 745	15 579	17 137	18 850	20 735	22 809	25 090	
	Var en %		33%	20%	19%	13%	10%	10%	10%	10%	10%	
EBIT		-2 489	-1 428	-706	112	918	1 371	1 697	2 074	2 509	3 011	3 011
	Var en %	ns	ns	ns	ns	721%	49%	24%	22%	21%	20%	
	% du CA	-34,2%	-14,7%	-6,1%	0,8%	5,9%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	
(-) Impôt théorique		-697	-400	-187	28	230	343	424	518	627	753	753
	% EBIT	28,0%	28,0%	26,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
= EBIT après impôt		-1 792	-1 028	-519	84	689	1 028	1 272	1 555	1 882	2 258	2 258
(+) Dot. aux amort		660	579	517	624	745	773	859	954	1 061	1 179	1 191
(-) Investissements		801	576	653	734	817	813	895	984	1 082	1 191	1 191
	% du CA	11,0%	5,9%	5,6%	5,3%	5,2%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	
(-) Variation du BFR		-686	388	204	224	112	86	172	283	312	343	51
	BFR	1 647	2 036	2 240	2 464	2 576	2 662	2 834	3 118	3 430	3 772	
	% du CA	22,6%	21,0%	19,3%	17,9%	16,5%	15,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
CF		-1 246	-1 413	-860	-249	504	901	1 065	1 242	1 548	1 903	2 207
DCF		-1 246	-1 292	-718	-190	352	575	621	662	754	847	

Source : estimations C.FINANCE

Synthèse et tableau de sensibilité de la valeur en K€

Données DCF	
Taux d'actualisation	9,41%
Dernier flux normatif	
Taux de croissance infini	1,5%
Dernier flux normatif	2 207
Valeur de sortie	28 313
Valeur de sortie actualisée	12 603
Synthèse	
Sommes des flux 2019-2028	364
+ Valeur de sortie actualisée	12 603
= Valeur globale de l'entreprise	12 966
- Endettement net 2018 post AK liée à 50% des BSA	-1 724
+ Reports déficitaires fin 2018	3 784
= Valeur des fonds propres	18 475

CMPC	croissance à l'infini		
	1,0%	1,5%	2,0%
8,91%	19 151	20 000	20 971
9,41%	17 759	18 475	19 286
9,91%	16 539	17 147	17 832

Source : estimations C.FINANCE

Par cette méthode, la valorisation des fonds propres de Roctool ressort autour de 18,5 M€ soit 3,8 € par titre avec, compte tenu du profil de montée en puissance des résultats, une part très importante de la valeur terminale dans le modèle. Nous précisons par ailleurs que nous avons tenu compte des reports déficitaires à fin 2018 mais nous n'avons pas intégré les instruments dilutifs historiques (aucun n'est dans la monnaie) ni les potentiels BSA 2020/2.

Détails des instruments dilutifs

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

Source : Roctool

III.3. Synthèse

En synthèse, nos travaux font ressortir une évaluation de 3,8 € par action sachant la liquidité réduite du titre peut influencer sur l'évolution du cours.

Méthode	En €	ndération
DCF	3,8	80%
Comparable	3,7	20%
Synthèse	3,8	

Source : estimations C.FINANCE

GRILLES FINANCIERES

COMPTE DE RESULTAT (K€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	4 319,7	6 375,4	8 033,0	7 209,7	7 274,0	9 701,9	11 597,0	13 744,8	15 578,7
Autres produits d'exploitation	974,4	842,7	817,5	554,2	500,5	550,6	605,6	666,2	732,8
Achats	1 125,2	1 854,6	3 111,9	2 572,5	2 793,1	3 935,0	4 726,3	5 586,6	6 230,6
Marge brute	3 194,6	4 520,8	4 921,1	4 637,2	4 480,9	5 766,9	6 870,7	8 158,2	9 348,1
Charges du personnel	2 195,1	2 670,1	3 426,9	3 747,0	3 672,1	3 672,1	3 798,7	3 988,6	4 178,6
Autres achats et charges externes retraités	2 253,8	2 023,3	2 489,9	3 055,7	2 955,7	3 251,2	3 576,4	3 755,2	3 849,1
Autres charges	84,5	89,4	112,4	170,1	182,2	243,0	290,5	344,3	390,2
Excédent Brut d'Exploitation	-364,4	580,7	-290,6	-1 781,4	-1 828,6	-848,9	-189,2	736,2	1 663,1
Dotation aux Amortissements	594,1	617,9	681,9	700,2	660,4	579,0	516,7	624,4	744,8
Dotation aux provisions	29,1	-33,8	42,4	42,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat d'exploitation	-987,7	-3,4	-1 015,0	-2 524,2	-2 489,0	-1 427,8	-706,0	111,9	918,2
Résultat financier	-38,4	25,1	-469,6	-63,3	-33,0	-35,0	-20,0	-10,0	-10,0
Résultat courant	-1 026,1	21,7	-1 484,6	-2 587,5	-2 522,0	-1 462,8	-726,0	101,9	908,2
Impôts sur les bénéfices	-12,5	17,4	-11,7	-32,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exceptionnel	-150,8	-104,8	-92,1	-134,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net	-1 164,4	-100,5	-1 565,0	-2 689,2	-2 522,0	-1 462,8	-726,0	101,9	908,2

BILAN (K€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Actif immobilisé	1 655,1	1 876,3	2 178,4	2 900,8	3 041,2	3 038,1	3 174,9	3 284,3	3 356,7
Stocks et en-cours	724,9	619,3	941,5	1 029,4	937,6	1 223,6	1 430,4	1 695,3	1 921,5
Clients et comptes rattachés	2 842,6	2 431,2	5 150,5	3 899,4	3 328,0	4 304,1	4 983,8	5 715,8	6 262,1
Disponibilités et FCP	1 591,1	1 080,2	1 944,9	3 867,1	1 300,3	1 710,1	0,0	0,0	0,0
TOTAL ACTIF	6 813,8	6 006,9	10 215,2	11 696,8	8 607,1	10 275,9	9 589,0	10 695,4	11 540,3
Capitaux propres	2 486,0	2 256,6	5 954,5	6 817,0	4 295,1	5 759,3	5 033,4	5 135,2	6 043,5
Provisions pour risques et charges	329,4	390,6	471,1	144,7	144,7	144,7	144,7	144,7	144,7
Emprunts et dettes financières LT	2 020,0	1 885,5	1 614,5	2 120,8	1 549,1	879,7	455,0	243,2	144,7
Emprunts et dettes financières CT	269,2	5,5	45,5	19,1	0,0	0,0	-218,4	224,9	-400,1
Fournisseurs et comptes rattachés	1 709,2	1 468,7	2 129,7	2 595,1	2 618,2	3 492,2	4 174,3	4 947,4	5 607,5
TOTAL PASSIF	6 813,8	6 006,9	10 215,2	11 696,8	8 607,1	10 275,9	9 589,0	10 695,4	11 540,3

TABLEAU DE FINANCEMENT (K€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Capacité d'autofinancement	-414,5	588,9	-932,6	-2 337,2	-1 861,6	-883,9	-209,2	726,2	1 653,1
-Variation du BFR brut	1 223,2	-310,4	2 380,6	-1 628,6	-686,4	388,2	204,3	223,9	112,4
Flux de trésorerie liés à l'activité	-1 637,7	899,2	-3 313,2	-708,6	-1 175,2	-1 272,0	-413,6	502,3	1 540,7
Acquisition d'immobilisations	1 019,1	976,1	1 100,5	1 317,0	800,8	575,9	653,5	733,8	817,2
Variation nette des immo. financières	-26,7	-72,8	-20,7	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie lié aux investissements	992,5	903,3	1 079,8	1 319,7	800,8	575,9	653,5	733,8	817,2
Augmentation de capital	2,7	-2,6	5 290,0	3 459,9	0,0	2 927,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation nette d'emprunts LT	892,7	-134,6	-270,9	506,3	-571,7	-669,4	-424,7	-211,8	-98,4
Flux de trésorerie liés aux opérations financement	895,5	-137,1	5 019,0	3 966,2	-571,7	2 257,6	-424,7	-211,8	-98,4
Divers	23,5	-106,1	-254,6	10,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette	-1 711,2	-247,3	371,4	1 948,7	-2 547,7	409,7	-1 491,7	-443,3	625,1

Ratios	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Marge d'EBE (%)	-8,4%	9,1%	-3,6%	-24,7%	-25,1%	-8,7%	-1,6%	5,4%	10,7%
Marge d'exploitation (%)	-22,9%	-0,1%	-12,6%	-35,0%	-34,2%	-14,7%	-6,1%	0,8%	5,9%
Marge nette (%)	-27,0%	-1,6%	-19,5%	-37,3%	-34,7%	-15,1%	-6,3%	0,7%	5,8%
ROE (RN)/Fonds propres	-46,8%	-4,5%	-26,3%	-39,4%	-58,7%	-25,4%	-14,4%	2,0%	15,0%
ROCE (NOPAT/Capitaux employés)	-18,8%	-0,1%	-11,1%	-32,3%	-35,6%	-18,9%	-8,7%	1,3%	10,4%
Dettes nettes / Fonds propres (%)	28,1%	35,9%	-4,8%	-25,3%	5,8%	-14,4%	4,7%	9,1%	-4,2%
VE / CA (x)						1,4	1,2	1,1	1,5
VE / REX (x)						ns	ns	131,5	26,3
P / CF (x)							-68,1	19,6	14,8
BNPA (en €)	-0,5	0,0	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,2
PER (x)						ns	ns	139,9	26,9
Dividende par action (en €)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rendement net	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Taux de distribution	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Source : Roctool, estimations C.FINANCE

Détection des conflits d'intérêts potentiels

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CLEME FINANCE
Conseil & Analyse financière
6 square Petrelle - 75009 Paris
RCS de Paris : 819 308 255


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