

Recommandation : **ACHAT**

Cours au 29/01/09: **3,53 €**

Valorisation **4,9 €**

Initiation de suivi

Type de marché: Compartiment C

code bloomberg: ALM:FP
code reuters: AMOS.LN
code ISIN: FR0000062804
Nombre d'actions: 3 324 712
Nombre d'actions diluées: 3 324 712
Capi. boursière (m€): 11,7
Flottant: 49,3%

Actionnariat

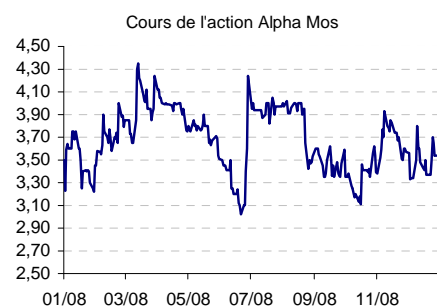
Jean Christophe Mifsud	23,1%
LH SARL	14,5%
Hervé Lostie de Kerhor	10,2%
Autocontrôle	2,9%

Ratios	09/08e	09/09e	09/10e
PE	ns	ns	12,1
P / CF	ns	52,5	10,0
VE / CA	1,5	1,1	0,8
VE / EBITDA	ns	42,8	5,6
VE / ROP	ns	ns	6,4
VE / CE	4,6	3,8	2,9

données par action	09/08e	09/09e	09/10e
Bpa déclaré	-0,02	0,01	0,29
Bpa dilués ajustés	-0,02	0,01	0,29
var.	-85%	-163%	1961%
FCF/actions diluées	-0,20	-0,15	0,08

Chiffres clés (m€)	09/08e	09/09e	09/10e
CA	5,7	8,2	11,4
Var.	33,7%	43,7%	39,5%
ROC	-0,1	0,0	1,4
roc (%)	-1,3%	0,6%	12,3%
ROP	-0,1	0,0	1,4
marge op (%)	-1,3%	0,6%	12,3%
RNpg publié	-0,1	0,0	0,9
Marge	-1,3%	0,6%	8,2%
RNpg ajusté	-0,1	0,0	0,9
Marge	-1,3%	0,6%	8,2%
ROCE	-3,8%	1,9%	45,1%
ROE	-1,5%	0,9%	16,0%

Perf.	1 mois	6 mois	1 an
Absolute	-3,5%	17,2%	1,1%



Source: Euronext

Alpha M.O.S

Secteur : Equipements électroniques

Créée en 1992 par Jean Christophe Mifsud et introduite en bourse en 1998, Alpha MOS (pour Multi Organoleptic Systems) est spécialisée dans le développement, la fabrication et la commercialisation d'instruments de numérisation des odeurs et des goûts (nez et langues électroniques).

Les produits d'Alpha MOS doivent permettre de numériser, mesurer et analyser l'emprunte chimique d'une odeur ou d'un goût, ou de déterminer la composition chimique d'un produit afin d'en assurer un meilleur contrôle. Le groupe offre donc les outils nécessaires aux départements de R&D, contrôle qualité, affaires réglementaires et marketing.

Le groupe commercialise six types de nez et une langue électroniques en Amérique, Asie et Europe, en propre ou par via des distributeurs, ainsi que des consommables et des services attachés comme de la maintenance, location de matériel, etc...

50% du CA est réalisé auprès des secteurs de l'agroalimentaire et de l'emballage, devant ceux de la chimie et pharmacie (20%) et de l'environnement (20%).

Un ensemble de produits particulièrement performants

a) Une présence historique dans le nez électronique...

Lors de sa création, Alpha MOS s'est concentrée dans la fabrication des nez électroniques, en commercialisant son produit phare, le FOX (50% des ventes du groupe depuis sa création) dès 1993. Les instruments étaient d'abord destinés aux départements de recherche et développement (avec le FOX et le Prometheus). Puis, le groupe a complété son offre en proposant des produits adaptés au contrôle qualité en laboratoire et en usine. C'est le cas du Kronos, du Gémini et du Heracles. Enfin, la RQ Box (qui mesure les odeurs et gaz en continu sur le terrain) a permis à Alpha MOS de se diversifier vers la mesure et le contrôle de l'air extérieur ou intérieur et de s'ouvrir aux métiers de l'environnement, secteur particulièrement porteur.

b) ...puis dans la langue à partir de 2001

Fort de son expertise dans la mesure et l'analyse des odeurs, Alpha MOS a décidé en 2001 d'élargir son offre vers l'analyse des liquides et solides en développant une langue électronique. Ce produit est essentiellement destiné aux secteurs de l'agroalimentaire (pour le contrôle du vieillissement, l'amélioration du goût et la comparaison des produits) et de la pharmacie (analyse de la stabilité des médicaments, de leurs goûts et amertume, comparaison des produits et aide à la mise au points de placebos ayant le même goût que les médicaments à tester).

Gamme de produit	Date du 1er lancement	Fonction/Particularité
Nez électronique		
FOX	1993	Destiné aux services de R&D et de développement de méthodes pour le contrôle qualité
GEMINI	1999	Spécialisé pour le contrôle qualité en usine.
HERACLES	2005	Destiné essentiellement à une utilisation sur le terrain et pour le contrôle qualité en usine.
KRONOS	1999	Utilise la spectrométrie de masse
PROMETHEUS	1999	Combinaison d'un FOX et d'un KRONOS,
RQ BOX	2004	Destiné à la mesure et au contrôle de la qualité de l'air intérieur et extérieur.
Langue électronique		
ASTREE	2001	Pour l'analyse des caractéristiques gustatives d'un produit. Particulièrement utile dans l'agroalimentaire et la pharmacie.

Source: Alpha MOS

c) Une approche innovante

L'approche d'Alpha MOS pour l'analyse et le contrôle des produits, à travers ses nez et langues électroniques, tranche avec les deux méthodes traditionnelles : les panels sensoriels et la chromatographie.

- *Panel sensoriel*

Ce type d'analyse repose sur un ensemble d'individus utilisant leurs cinq sens afin de déterminer la qualité du goût, de l'odeur et de l'aspect d'un produit. S'ils s'avèrent indispensables dans les phases d'apprentissage et de développement de nouveaux produits, les panels sensoriels présentent rapidement des limites dans l'analyse des sens en raison notamment de coûts humains élevés, de risques de subjectivité et d'impossibilité d'étude de certains produits irritants ou toxiques.

- *Chromatographie*

La chromatographie gazeuse ou liquide permet de séparer au niveau moléculaire les différents composants d'un échantillon et apporte une analyse précise. Cependant, cette méthode s'avère longue et fastidieuse et ne peut se réaliser que dans un environnement de laboratoire avec un personnel très qualifié et est donc inadaptée à un contrôle qualité en usine.

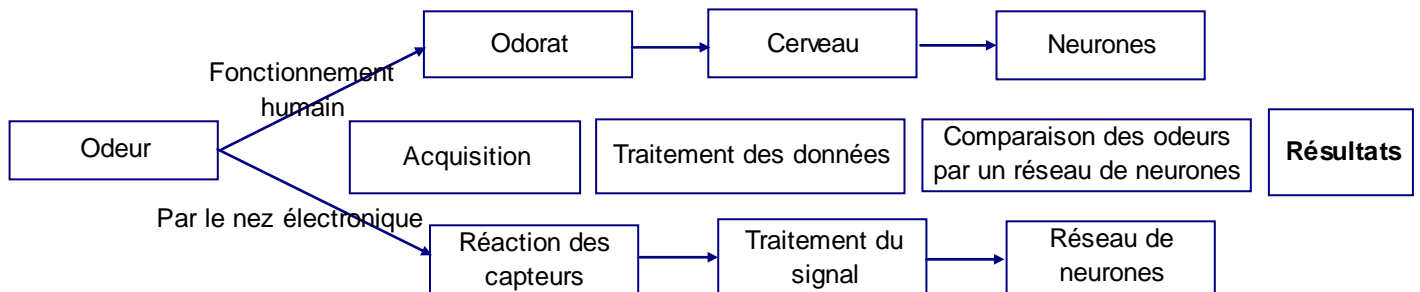
Aujourd'hui, les panels sensoriels restent nécessaires pour l'apprentissage et le développement de nouveaux produits et la chromatographie permet de déterminer les causes de non-conformité. Néanmoins, il existe un réel besoin d'une expertise entre ces deux méthodes, rapide, facile à manipuler, à plus faibles coûts et apportant des résultats simples à interpréter.

- Les systèmes Multi-Capteurs ou SAS (Sensor Array Systems) appelés nez électroniques

Le fonctionnement d'un système multi-capteurs (et donc des nez électroniques d'Alpha MOS) se rapproche de celui d'un nez humain. En effet, le nez électronique est composé :

- d'une partie hardware, association de capteurs gaz partiellement sélectifs comparables aux récepteurs du nez humain, c'est-à-dire aux dizaines de milliers de capteurs existant dans la membrane olfactive et recevant les molécules odorantes,
- d'une partie software composée d'une banque de donnée basée sur de l'intelligence artificielle comparable à des réseaux de neurones à laquelle le panel sensoriel transfère son expertise. Dans le cas du cerveau humain, les réseaux de neurones comparent l'information provenant des récepteurs avec une banque de données propre permettant de transmettre l'information nécessaire au cerveau pour différencier les produits.

Les nez électroniques (comme les langues électroniques) possèdent des capteurs plongés dans le milieu gazeux pour le nez (ou dans le milieu liquide pour la langue) délivrant une empreinte en quelques secondes. Ensuite, une intelligence artificielle permet de reconnaître l'empreinte, après une phase d'apprentissage au cours de laquelle le client détermine ses critères et seuils d'acceptabilité propres.



Source: Alpha MOS

En comparant l'empreinte mesurée avec celles définies dans leurs banques de données, les instruments d'Alpha MOS permettent de déterminer de manière objective et rapidement (en quelques secondes) la qualité des produits et conformité en terme :

- d'origine,
- de niveau de transformation,
- de niveau de contamination,
- de vieillissement.

En conclusion, Alpha MOS propose, à travers son nez et sa langue électroniques, des instruments simples, adaptés aux besoins des industriels, fiables dans le temps et moins coûteux que les méthodes traditionnelles.

Principaux inconvénients des deux méthodes traditionnelles		Avantages des instruments Alpha MOS
Panel sensoriel	Subjectivité de l'individu	Objectivité des résultats
	Manque de reproductibilité	Capacité à donner les information nécessaires à la mise en place de placebos
	Impossibilité de prouver l'intensité d'une odeur	Capacité à mesurer et analyser précisément les produits
	Perte de sensibilité de l'individu avec les séances de mesure	Grande stabilité des analyses
	Coût élevé	Coûts réduits par l'absence d'un large panel d'individu ou d'un personnel très qualifié
	Méthode inadaptée aux produits irritants ou toxiques	Capacité à analyser la plupart des produits
Chromatographie	Nécessité d'un environnement de laboratoire	Absence de préparation de l'échantillon
	Préparation longue	Rapidité et simplicité d'analyse
	Nécessité d'un personnel avec un haut niveau de qualification	Facilité d'interprétation des résultats

Source: Alpha MOS

Un marché considérable...

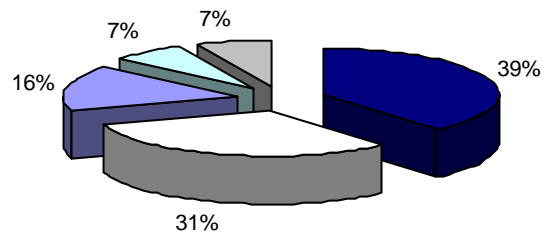
Alpha MOS est positionnée sur le marché de l'instrumentation analytique qu'elle estime à 90mds\$. Ce dernier est divisé en trois sous marchés :

- le marché de l'instrumentation analytique en laboratoire estimé à 30mds\$,
- le marché de l'instrumentation analytique de process, estimé à 30mds\$,
- le marché de l'instrumentation diagnostic clinique ou médical, estimé à 30mds\$.

Chaque sous marché se caractérise par la présence d'un petit nombre de sociétés concentrant 90% du marché. Ces 6 à 8 sociétés sont essentiellement des leaders américains comme par exemple Thermo Scientific qui a réalisé à lui seul un CA de 10,5mds\$ en 2007.

Le groupe se positionne historiquement sur le segment de l'instrumentation analytique en laboratoire. En croissance de 6% par an depuis la fin des années 1990, ce dernier est dominé par les Etats-Unis et l'Europe.

Répartition géographique du marché de l'instrumentation analytique

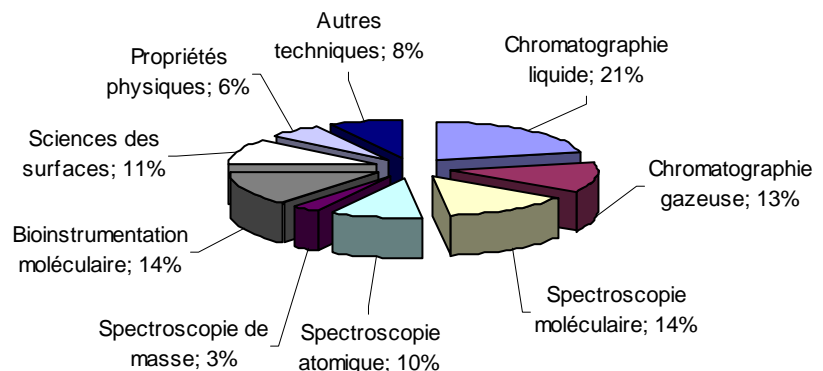


■ Amérique du Nord □ Europe ■ Japon □ Asie Pacifique □ RDM

Source: SDI

L'instrumentation analytique regroupe une dizaine de technologies d'analyses telles que la chromatographie (gazeuse et liquide), ou la spectroscopie, etc.

Répartition du marché de l'instrumentation analytique selon les technologies



Source: SDI

Les produits développés par Alpha MOS font parti de l'instrumentation par empreinte. Ces derniers concurrencent principalement les produits d'instrumentation par chromatographie.

Le cabinet d'étude SDI évalue à 1,3mds€ le marché du nez électronique à l'horizon 2015, contre 25m€ aujourd'hui, selon Alpha MOS.

Actuellement, le nombre de sociétés positionnées sur les nez ou langues électroniques comme Alpha MOS reste encore faible. Ce sont principalement des Start up financées par des capitaux risqués ou des filiales de grands groupes.

...avec peu d'acteurs...

La société a quatre principaux concurrents:

- ✓ EST : Electronic Sensor Technology est un groupe américain spécialisé dans les nez électroniques sous la marque Znose. La société a vendu une cinquantaine de nez électroniques en 2007 pour un CA de 1,8m\$;
- ✓ Gerstel : groupe privé, Gerstel développe et vend des instruments d'analyse dont des nez électroniques ;
- ✓ Insent : groupe privé japonais spécialisé dans les langues électroniques a vendu 25 langues en 2007 essentiellement au Japon, représentant un CA d'environ 2m€ ;
- ✓ Shimadzu : le groupe asiatique est spécialisé dans la vente d'instruments d'analyse chimique et propose essentiellement des chromatographes et spectographes. Il vend également des nez électroniques mais quasi exclusivement au Japon. En 2007, Shimadzu a réalisé un CA de 2,9m\$ dont 2,4m\$ dans les nez électroniques.

Société	Pace de cotation	Capitalisation boursière	CA 2007	RO 2007
EST	NASDAQ	1,8m\$	1,8m\$	-2,3m\$
Osmetech	LSE	11,37m£	170k£	-13m£
Perkin Elmer	NYSE	2,09m\$	1,8m\$	168k\$
Shimadzu	Francfort	1,5m\$	2,9m\$	276m\$

... et difficile à délimiter

Le nez et la langue électroniques peuvent être utilisés dans une multitude de domaines allant de la cosmétique (pour détecter les pollutions et impuretés, etc.) à la médecine (par exemple pour détecter les cancers de la peau), en passant par l'agroalimentaire ou la sécurité et défense (détection des mines, etc.).

Dès le début de la commercialisation des premiers nez, Alpha MOS a cherché à vendre ses produits à un large spectre de sociétés travaillant dans des secteurs très variés. Les commerciaux ont donc vite été amenés à devoir « jongler » entre des clients de secteurs très différents. Cela a été à l'origine d'un fort turnover et une force de vente dispersée, pénalisant les résultats d'Alpha MOS.

Dirigée vers une multitude de clients dans un grand nombre de secteurs, Alpha MOS a eu tendance à vendre ses produits au départ à des départements de R&D. Or ces derniers n'achètent la plupart du temps qu'à l'unité et ont moins de besoins de consommables que les départements de contrôle qualité en laboratoire ou usine. Sur 10 ans, le groupe ainsi vendu 750 machines à plus de 600 clients différents soit à peine plus d'une machine par client. Néanmoins, cette stratégie lui a permis d'acquérir une véritable reconnaissance et d'ouvrir les portes du contrôle qualité.

Une « nouvelle » stratégie enfin mise en œuvre

Suite à une année 2007 décevante (CA en baisse de 16% et marges négatives), le groupe a mis en place une « nouvelle » stratégie. Cette dernière, définie en 2001, n'a pas été appliquée en raison de désaccords stratégiques au sein de la direction, expliquant la relative stagnation du CA depuis 2001. Le départ du directeur de la R&D mi 2007 et la fusion des départements de marketing et de R&D ont permis la mise en œuvre du changement stratégique centré sur deux axes :

- ✓ le passage d'une orientation horizontale à verticale

Auparavant, Alpha MOS avait choisi une stratégie horizontale consistant à démarcher tous les acteurs d'un secteur quel que soit leur taille, leurs besoins potentiels d'instruments Alpha MOS, etc. Comme nous l'avons expliqué ci-dessus, cela a eu tendance à fortement disperser la force de vente entraînant un fort turnover et limitant la croissance du CA.

Le groupe a donc mis en place une stratégie verticale destinée à concentrer les commerciaux sur un plus petit nombre de clients et à proposer à ces derniers une expertise du contrôle qualité. Pour cela, Alpha MOS s'appuie sur la réussite de ses instruments auprès des départements de R&D afin de vendre ses produits aux départements de contrôle qualité de la même société, demandeurs de plus de produits et de consommables (les structures de contrôle qualité, notamment en usine, étant plus nombreuses et dispersées géographiquement que celles de R&D).

- ✓ la spécialisation sur quatre secteurs : l'agroalimentaire, l'emballage, l'environnement et le secteur pharmaceutique.

En concordance avec le changement de stratégie, le groupe a décidé de se concentrer sur quatre secteurs particulièrement demandeurs de nez et langues électroniques. C'est le cas de l'agroalimentaire et de l'emballage pour lesquels les besoins de contrôle qualité en usines sont importants pour contrôler rapidement, efficacement et en continu le vieillissement des produits, leur conformité avec les normes mises en place et une comparaison objective. Les récents drames sanitaires en Chine ne sont qu'un exemple des besoins de contrôle qualité dans ces industries.

Avec la commercialisation de la RQ Box, Alpha MOS souhaite également se développer dans le secteur de l'environnement à travers le contrôle de l'air extérieur et intérieur, de l'eau et des sols, profitant d'un marché en pleine croissance mais où les moyens mis en place restent très peu développés.

Enfin, le groupe compte tirer profit de la langue électronique pour poursuivre son expansion dans le secteur de la pharmacie et du diagnostic médical. En effet, la langue électronique dispose d'une expertise unique dans l'analyse, le contrôle et la comparaison des médicaments de manière rapide et fiable, ainsi que dans l'aide à la confection de placebos.

Une année 2007 de transition

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 4,24m€ en 2006/2007 en baisse de 15,9%. La marge brute s'est réduite de 2,7 points (à 66,2%) en raison d'un effet de change défavorable pour 137k€ et d'une pression sur les prix au Japon. Le résultat opérationnel devient négatif à -410k€, lié à la défaillance d'un distributeur (entraînant une provision de 136k€) et à une augmentation des investissements.

L'activité au S1 2008 a été marquée par une hausse de 25% du chiffre d'affaires et une réduction des pertes opérationnelles de -71k€ contre -490k€ au S1 2007. Néanmoins, la marge brute du groupe a été impactée de 1,1 point par un effet de change défavorable.

D'autre part, Alpha MOS a réalisé l'acquisition de la société Perichrom (1m€ de CA) en juillet 2007 pour un prix de 440k€, autofinancé. Perichrom est spécialisée dans le développement et la vente d'instruments d'analyse chimique dans les domaines de l'agroalimentaire, l'environnement et la pétrochimie. Cela doit permettre à Alpha MOS d'accélérer sa spécialisation vers le contrôle en ligne dans les marchés clés de l'agroalimentaire et de l'environnement, ainsi que de renforcer sa position dans la mesure des odeurs.

Alpha MOS y trouve également une occasion de réduire ses coûts de fabrications des nez et langues électroniques. En effet, Perichrom conçoit et commercialise des « bras mécaniques » utilisés par l'ensemble des produits Alpha MOS pour assurer la circulation des échantillons. Le prix de ces instruments, indispensables au groupe, ayant augmenté significativement, l'acquisition de Perichrom permet à Alpha MOS de s'assurer l'approvisionnement en bras mécaniques à des prix plus faibles.

A fin septembre 2008, le chiffre d'affaires annuel du groupe s'élevait à 5,5m€, en hausse de 30% par rapport à 2007, montrant la réussite de la nouvelle stratégie mise en place.

Pourquoi Alpha MOS ne devrait pas être trop affectée par la crise économique

Même s'il paraît évident que le premier contact pour trouver de nouveaux clients sera plus difficile, Alpha MOS dispose de produits qui ont montrés leur efficacité et leur capacité à réduire les coûts de contrôle qualité.

La nouvelle stratégie du groupe devrait également lui permettre de mieux capter les clients qui ont déjà pu se rendre compte du potentiel des instruments Alpha MOS. En vendant à plus de 600 clients, le groupe dispose d'un large panel de groupes qui ont déjà un nez ou une langue électronique et pourraient être intéressés par l'acquisition de produits du groupe leur permettant de réduire leurs coûts en contrôle qualité.

Le groupe est également favorisé par un marché à large potentiel (1,5mds€) encore peu utilisé et peu concurrencé. Avec un CA 2008 de 5,7m€, Alpha MOS dispose ainsi d'un fort potentiel de croissance même dans un environnement économique morose.

Par ailleurs, Alpha MOS bénéficie d'une situation financière saine avec un endettement net négatif de 3m€ à la fin de l'exercice 2008 auquel s'ajoute une auto détention de 1250 000 titres.

Valorisation

Pour nos prévisions nous avons tenu compte de la stratégie de l'entreprise dont l'objectif est d'augmenter le CA d'environ 30% à 40% par an quitte à peser un peu sur les marges. En effet, il paraît essentiel d'acquérir une taille nécessaire, surtout face à des clients de grande taille (Coca Cola, etc.).

Nous avons procédé à une approche multicritères pour évaluer la société. Nous avons privilégié les trois approches suivantes :

- ✓ Valorisation par actualisation des flux de cash-flows d'exploitation (DCF), qui donne un résultat basé sur une valeur intrinsèque de la société ;
- ✓ Valorisation par comparaison basée sur des ratios n+1 soit 2010.

Le tableau suivant représente les différentes valorisations que nous obtenons avec ces méthodes. Notre valeur d'équilibre est obtenue par la moyenne arithmétique des méthodes retenues :

Synthèse Valorisation	m€
Comparables	13,0
DCF	18,9
Moyenne	15,9

Méthode des Cash Flows

Le taux d'actualisation retenu pour actualiser les cash flows est le coût moyen pondéré du capital, c'est-à-dire le coût moyen pondéré des ressources de l'entreprise (capitaux propres et dettes). Dans notre cas l'endettement net étant négatif, ce dernier est égal au coût des fonds propres.

Détermination du taux d'actualisation	
Taux sans risque	3,4%
Prime de Marché	7,0%
Béata 2 ans vs CAC 40	0,83
Coût du capital	9,2%
Coût de la dette	3,9%
Taux d'imposition	33%
Coût net de la dette	2,6%
Dette nette	0%
Fonds propres	100%
Taux d'actualisation	9,2%

Nous utilisons une période de 10 ans, constituée de notre business plan jusqu'en 2011 puis deux périodes de transition jusqu'en 2018 qui constitue notre flux normatif.

Hypothèses de croissance

Taux de croissance 2012/2019	5,0%
Taux de croissance à l'infini	2,5%
Inflation	0,5%

Compte tenu du caractère risqué de la nouvelle activité de la société nos hypothèses sont volontairement prudentes, tant sur le business plan que sur la croissance envisagée.

Nous tendons vers le taux de croissance à l'infini. La marge d'exploitation est stabilisée à 17,5% dès 2010 et les investissements sont uniquement constitués d'investissements de renouvellement.

Séquence des free cash flow

m€	09/09	09/10	09/11	09/12	09/13	09/14	09/15	09/16	09/17	Flux normalif
Chiffre d'affaires	8,2	11,4	16,6	17,4	18,3	19,2	20,2	21,2	22,2	23,3
Résultat d'Exploitation	0,0	1,4	2,9	3,0	3,2	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1
Marge d'exploitation	0,6%	12,3%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
DAP nettes	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Excédent Brut d'Exploitation	0,2	1,6	3,2	3,3	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5
Taux imposition	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Impot théorique	0,0	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4
Excédent Net d'Exploitation	0,2	1,1	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1
Variation du BFR	-0,5	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Investissements	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cash Flow d'exploitation	-0,5	0,3	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7
coeff	0,70	1,70	2,70	3,70	4,70	5,70	6,70	7,70	8,70	9,70
Free Cash Flow d'exploitation actualisés	-0,4	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7

Résultat et tableau de sensibilité

Somme des flux actualisés (m€)	4,7
Valeur finale actualisée (m€)	10,6
Endettement net ajusté (m€)	-3,5
Minoritaires	0,0
Immobilisations financières (m€)	0,0
Augmentation de capital nette (m€)	0,0
Valeur des fonds propres (m€)	18,9
Valorisation globale (m€)	18,9

Tableau de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%
6,2%	31,9	32,5	33,1	33,7	34,4	35,1	35,8	36,6	37,5	38,4
7,2%	25,5	25,8	26,2	26,6	26,9	27,3	27,7	28,2	28,6	29,1
8,2%	21,3	21,5	21,7	21,9	22,2	22,4	22,7	22,9	23,2	23,5
9,2%	18,3	18,4	18,5	18,7	18,9	19,0	19,2	19,4	19,5	19,7
10,2%	16,0	16,1	16,2	16,3	16,4	16,6	16,7	16,8	16,9	17,0
11,2%	14,3	14,4	14,4	14,5	14,6	14,7	14,8	14,8	14,9	15,0
12,2%	12,9	13,0	13,0	13,1	13,2	13,2	13,3	13,3	13,4	13,5

Méthode des comparables boursiers

Nous avons retenu dans notre échantillon les valeurs suivantes :

- ✓ **Horiba** : groupe japonais créé en 1953, Horiba fabrique des instruments de mesure et d'analyse utilisés dans les départements de R&D et de contrôle qualité pour de multiples secteurs, de l'automobile à l'environnement. En 2007, le chiffre d'affaires a atteint 1,14mds€ pour une marge opérationnelle de 11,4%.
- ✓ **Agilent Technologies** : avec un CA de 5,8mds\$ en 2007 et un Ebitda de 992m\$ (marge de 17%), Agilent se présente comme l'un des leaders mondiaux dans la conception et commercialisation de produits de mesure pour différents secteurs, tels que l'alimentaire, la défense, la médecine ou les télécommunications.
- ✓ **Shimadzu Corp.** : le groupe asiatique est spécialisé dans la vente d'instruments d'analyse chimique et propose essentiellement des chromatographes et spectrographes. Il vend également des nez électroniques mais quasi exclusivement au Japon. En 2007, Shimadzu a réalisé un CA de 2,9mds\$.
- ✓ **Beckman Coulter** : figure parmi les leaders mondiaux dans la conception et commercialisation de matériels scientifiques, essentiellement optiques, pour le diagnostic, la recherche et l'industrie. Le groupe américain a réalisé un CA 2007 de 2,8mds\$ pour une marge d'Ebitda de 18,7%.
- ✓ **Perkin Elmer** : spécialisé dans la vente d'instruments pour les secteurs pharmaceutique, biomédical, chimique et de l'environnement, Perkin Elmer a réalisé un CA de 1,8mds\$ en 2007 et emploi 8500 personnes dans 125 pays ;
- ✓ **Sigma Aldrich** : basée aux Etats-Unis et présente dans plus de 35 pays, Sigma Aldrich conçoit et commercialise des produits et matériels de recherche biologique et chimique. En 2007, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 2,22mds\$ pour un Ebitda de 607,5m\$ (marge de 27,4%).

Les multiples que nous avons retenus comme pertinents sont les multiples de PE et de VE/EBIT et VE/CA. Nous avons utilisé ces multiples pour l'année 2010.

	2009			2010		
	VE/CA	VE/Ebit	PER	VE/CA	VE/Ebit	PER
Horiba Ltd.	0,4	6,4	9,5	0,4	4,6	14,8
Agilent Technologies	1,2	9,5	10,5	1,2	8,8	13,1
Shimadzu Corporation	0,5	6,5	13,4	0,5	4,7	14,0
Beckman Coulter	1,2	9,8	14,0	1,0	8,0	12,1
PerkinElmer Inc	1,2	9,2	11,0	1,0	8,6	10,2
Sigma Aldrich Corp	2,3	10,5	15,6	2,0	9,0	14,4
Moyenne	1,1	8,6	12,3	1,0	7,3	13,1

Appliqués aux chiffres d'Alpha MOS, la moyenne de ces ratios nous donne le résultat suivant :

<u>Synthèse comparables (m€)</u>	
Valorisation ratios 2010	13,0
Décote de taille	0%
Valorisation du groupe	13,0

Objectif de cours de 4,9€

<u>Synthèse Valorisation</u>	<u>action (€)</u>
Comparables	4,1
DCF	5,7
Moyenne	4,9

Notre objectif de cours est donné par la moyenne arithmétique des objectifs de chaque méthode, il ressort à 4,9€. Il faut noter que celui-ci est largement pénalisé par la situation économique exceptionnelle actuelle via :

- ✓ Une prime de risque anormalement élevée ;
- ✓ Une valorisation des comparables également relativement faible eu égard au potentiel du marché.

Dans un environnement économique stabilisé, celui-ci devrait donc être revu sensiblement à la hausse.

Paul ARKWRIGHT 01 73 73 90 23

parkwright@invest-securities.com

Laurent WILK 01 44 88 77 97

lwilk@invest-securities.com

Compte de Résultat (m€)	09/07	09/08e	09/09e	09/10e	09/11e
Chiffre d'affaires	4,24	5,67	8,15	11,37	16,59
<i>Variation</i>	-16%	34%	44%	40%	46%
Marge Brute	2,78	3,63	4,90	6,71	9,59
<i>Marge Brute (%)</i>	66%	64%	60%	59%	58%
Excédent Brut d'Exploitation	(0,16)	0,06	0,22	1,59	3,11
<i>Marge Brute d'Exploitation</i>	-4%	1%	3%	14%	19%
Résultat Opérationnel Courant	(0,41)	(0,07)	0,05	1,39	2,90
<i>Marge Opérationnelle Courante</i>	-10%	-1%	1%	12%	17%
Résultat Opérationnel	-0,41	-0,07	0,05	1,39	2,90
<i>Marge opérationnelle</i>	-10%	-1%	1%	12%	17%
Résultat courant avant impôt	(0,46)	(0,07)	0,05	1,39	2,90
Résultat net	(0,47)	(0,07)	0,05	0,93	1,94
<i>Marge nette</i>	-11%	-1%	1%	8%	12%
Résultat net part du groupe	(0,47)	(0,07)	0,05	0,93	1,94
<i>Marge nette part du groupe</i>	-11%	-1%	1%	8%	12%
Résultat net part du groupe ajusté	(0,47)	(0,07)	0,05	0,93	1,94
Bilan actif (m€)	09/07	09/08e	09/09e	09/10e	09/11e
Immo Incorpo	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immo Corpo	0,25	0,50	0,48	0,43	0,37
Autres actifs non courants	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Total actif non courant	0,54	0,78	0,76	0,72	0,66
Stocks	0,52	0,69	0,99	1,39	2,02
Clients	1,33	1,78	2,55	3,56	5,19
Autres créances	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
autres actifs courants	0,21	0,27	0,39	0,55	0,80
VMP	3,13				
Disponibilités	0,50	2,99	2,52	2,79	3,65
Total trésorerie	3,63	2,99	2,52	2,79	3,65
Total actif courant	5,68	5,74	6,46	8,28	11,67
Total actif	6,21	6,52	7,22	9,00	12,33
Bilan passif (m€)	09/07	09/08e	09/09e	09/10e	09/11e
Fonds propres part du groupe	4,91	4,84	4,89	5,82	7,76
Intérêts minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fonds propres	4,91	4,84	4,89	5,82	7,76
provisions pour risques et charges	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Dettes financières non courantes	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Autres passifs non courants	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total passif non courant	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Fournisseurs	0,41	0,55	0,78	1,09	1,60
Dettes financières courantes	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Autres passifs courants	0,71	0,95	1,37	1,91	2,78
Total passif courant	1,23	1,61	2,26	3,11	4,49
Total passif	6,21	6,52	7,22	9,00	12,33
Eléments de bilan (m€)	09/07	09/08e	09/09e	09/10e	09/11e
Fonds de roulement	4,50	4,18	4,25	5,23	7,23
BFR d'exploitation	1,44	1,92	2,76	3,85	5,62
BFR	0,93	1,24	1,79	2,49	3,64
Capitaux employés (hors goodwill)	1,34	1,90	2,42	3,09	4,17
Capitaux employés (inclus goodwill)	1,34	1,90	2,42	3,09	4,17
Endettement net	-3,50	-2,87	-2,39	-2,66	-3,53
Gearing	-71%	-59%	-49%	-46%	-45%
Cash Flow Statement (m€)	09/07	09/08e	09/09e	09/10e	09/11e
Résultat net	(0,47)	(0,07)	0,05	0,93	1,94
DAP nettes	(0,26)	(0,13)	(0,17)	(0,19)	(0,21)
Autres impacts non cash	(0,00)	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash Flow Brut	(0,22)	0,06	0,22	1,13	2,16
Variation du BFR	(0,10)	(0,31)	(0,54)	(0,71)	(1,14)
Investissements	(0,2)	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Free Cash Flow	(0,47)	(0,63)	(0,48)	0,27	0,86
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cessions immobilisations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Distribution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation du cash net	(0,47)	(0,63)	(0,48)	0,27	0,86