



OREGE
ACHETER



Life Sciences

GILBERT DUPONT

GRUPE SOCIETE GENERALE

BPA 12/20e ↘ ns -0,16 € vs -0,14 € • BPA 12/21e ↗ ns -0,07 € vs -0,09 €

COURS*
1,20 €
*Clôture du 07/12/20

TP
1,4 €
vs 1,1 €

POTENTIEL
+16,1%

Un discours convaincant du management

Le groupe a limité les conséquences défavorables du contexte sanitaire par un déploiement commercial ciblé, des partenariats stratégiques forts et l'abaissement de son point mort. Le soutien financier de l'actionnaire EREN est réitéré. Maintien de notre opinion Acheter avec un objectif de cours relevé à 1,4 € (vs 1,15 € / upside +16%).

Conf. call

Bloomberg Capi. boursière OREGE FP
Flottant 61 M€
Volume 3M 10 M€
0,04 M€/jour



PERFORMANCE	1M	6M	12M
Absolute	+47,4%	+70,0%	+17,1%
Rel. / CAC M&S	+29,2%	+52,9%	+18,4%

AGENDA

Chiffre d'affaires annuel 2020 - Début 2021

ANALYSTE(S) FINANCIER(S)



Christel Cleme
Cleme Finance
Gilbert Dupont

Document achevé le 08/12/2020 - 07:26

Document publié le 08/12/2020 - 07:27

Le contexte sanitaire 2020 a freiné le déploiement commercial et les installations...

Le groupe a fait le point aujourd'hui sur les conséquences négatives du contexte sanitaire :

- La fermeture des frontières US et Japon ;
- Des projets d'installations en stop and go après la reprise de l'été : sur 15 projets signés début d'année, 3 n'ont pas repris (2 USA et 1 complètement arrêté en Italie) et 5 connaissent des arrêts par intermittence ;
- Un développement commercial difficile sans contact physique notamment pour les grandes commandes comme au UK ;
- Des décalages dans les engagements de CAPEX des municipalités (sauf au UK porté par le démarrage du plan quinquennal) et des industriels : 30 projets sont en phase de négociation avec beaucoup de reports de décisions pour S1 2021.

... Mais la réponse d'Orège a été multiple pour limiter la dégradation des résultats...

Face au contexte, la réponse d'Orège a été multiple pour maintenir les résultats :

- Recentrage du développement commercial sur 2 pays -USA et UK- et sur les trois partenariats stratégiques à date : Alfa Laval (USA d'abord), Itochu (Japon mais le pays est encore fermé) et Aqualia (Espagne) ;
- Réorganisation complète en France et à l'international avec plusieurs licenciements économiques (7 en France, 1 au UK, 1 aux USA) ;
- Abaissement des coûts fixes d'un tiers en année pleine sur 2021 ;
- Refonte de l'approche commerciale pour revoir les approches à distance comme le site internet ou les réseaux sociaux ;
- Optimisation du process industriel avec une hausse attendue du taux de marge brute de 10% (de 55% à 60%) voire encore +10% au T1 ;

RATIOS BOURSIERS	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
PE	ns	ns	ns	ns
PEG	ns	ns	ns	ns
P/CF	ns	ns	ns	169,7x
VE/CA	ns	ns	ns	6,0x
VE/EBITDA	ns	ns	ns	47,2x
VE/ROC	ns	ns	ns	85,2x
VE/ROP	ns	ns	ns	85,2x
VE/Capitaux employés	ns	ns	9,6x	9,1x
P/ANPA	ns	ns	ns	ns
FCF yield	-12,8%	-11,1%	-9,0%	-2,0%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ELEMENTS FINANCIERS	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
CA (M€)	0,9	2,0	8,0	15,0
ROC (M€)	-8,3	-7,1	-2,0	1,1
ROC/CA	-890,9%	-353,5%	-25,4%	7,1%
ROP (M€)	-8,3	-7,1	-2,0	1,1
RNPGE (M€)	-10,2	-8,3	-3,4	-0,5
BPA corrigé (€)	-0,20	-0,16	-0,07	-0,01
Var.	ns	ns	ns	ns
FCF (M€)	-9,3	-6,7	-5,5	-1,2
Dette financière nette (M€)	19,8	26,6	32,1	33,3
Gearing	ns	ns	ns	ns
ROCE	-78,5%	-83,4%	-17,9%	8,9%

- Poursuite de la R&D avec notamment un axe d'utilisation du SLG® en boost de la production de biogaz et électricité par les méthaniseurs ;
- Positionnement sur le créneau de la valorisation énergétique des déchets : projet Aqualia à Tolède dont les premiers résultats sont attendus pour 2021, 2 brevets ont été déposés, 1 déploiement sur une autre station en Espagne est attendu pour 2021 ;
- Accompagnement des clients pour étudier l'impact RSE des solutions Orège.

... et les zones US et UK s'inscrivent dans des dynamiques favorables ...

Le management a pu faire un point précis sur les deux principales zones de déploiement commercial :

- Aux Etats-Unis, le déploiement commercial est notamment porté par le partenariat avec Alfa Laval
 - o Le contexte Biden est favorable et 40 à 100 Mds \$ d'aides sont prévues pour les secteurs de l'eau et des déchets ;
 - o La force commerciale Orège a été renforcée par la signature de 14 contrats commerciaux avec des Reps régionaux sur le 2nd semestre (contre 3 Reps début 2020) et des formations aux solutions Orège sont prévues sur 2021 ;
 - o Le partenariat Alfa Laval permet de bénéficier de :
 - l'accès à ces Reps pour tout projet d'amélioration d'une station existante ou des solutions d'épaississement moyennant une commission de 8% ;
 - la force commerciale d'Alfa Laval pour les projets de construction, réhabilitation et d'agrandissement de leurs prospects. Des équipes Alfa Laval ont été formées aux solutions Orège et 20 projets Alfa Laval ont été sélectionnés pour proposer les solutions Orège ;
 - o Les autres projets se poursuivent : l'important contrat d'Orlando de 1 M\$ est en cours d'achèvement et plusieurs ventes additionnelles (3 en phase finale pour environ 0,3 M€ chacune) et 2 projets d'épaississement sont en cours de négociation.
- En Grande-Bretagne, les perspectives de développement s'éclaircissent :
 - o Le contexte a été clarifié et seulement 3 water utilities sur 10 n'ont pas reçu d'agrément de l'OFWAT (dont Anglian Water un client d'Orège). De plus, le contexte réglementaire et économique est extrêmement favorable : volonté d'amélioration de l'empreinte environnementale des stations d'épuration et de baisse des prix d'accès à l'eau potable (-10 à -15%) d'où un intérêt croissant pour des solutions comme le SLG d'Orège (ROI en moins de 3 ans, souvent 2 ans) notamment sur les « P Sludge » (boues contenant du phosphore) ;
 - o Les technologies d'Orège ont été validées par Anglian Water et Wessex et sont en cours de tests chez Welsh, Thames Water et United Utilities (fin des tests au T1 2021) ;
 - o Plusieurs projets sont en négociation (2 appels d'offres par Wessex + 12 offres en cours) ;
 - o Deux exemples sont mis en avant :
 - Scottish Water en Ecosse : 3 solutions ont été vendues en 2020 et 8 projets sont en cours d'études ;
 - Thames Water : la plus grosse water compagnie au UK a décidé de tester la solution d'épaississement en 2021 sur une station au nord de Londres.

Nous ajustons nos prévisions 2020/2021 avec l'abaissement annoncé du point mort à 9 M€ de chiffre d'affaires

Le groupe a revu légèrement en baisse sa guidance de chiffre d'affaires 2020 de 2,5 M€ à une fourchette comprise entre 2 et 2,5 M€ selon les avancées des projets. Il anticipe également un équilibre d'EBITDA atteint fin 2021 avec un taux de marge brute porté à 65% et des coûts fixes abaissés en année pleine à 6 M€ soit un point mort autour de 9 M€ de ventes.

Nous ajustons dans ce sens nos estimations et prévoyons un CA de 2 M€ pour 2020 avec un ROC de -7 M€ puis un redressement significatif en 2021 avec un CA porté à 8 M€ et une perte opérationnelle réduite à -2 M€ (EBITDA -1,2 M€) ; l'équilibre comptable intervenant en 2022.

La structure financière demeure liée à l'actionnaire majoritaire EREN qui finance sa filiale par un compte courant supérieur à 20 M€ à date (durée prolongée jusqu'en 2023). Une remise à niveau des fonds propres, toujours négatifs à fin 2020, sera nécessaire à moyen terme.

Opinion Acheter maintenue et TP revu en hausse à 1,4 € (vs 1,15 € / upside + 16%)

Dans un contexte toujours incertain, le dynamisme du management et le soutien financier répété de l'actionnaire majoritaire EREN -présent à la réunion- confortent notre opinion sur le groupe qui bénéficie d'un secteur éminemment porteur et d'un portefeuille produits en phase d'acceptation croissante par les acteurs des stations d'épuration et les industriels du secteur. Sur ces bases et malgré le rebond récent du titre, nous maintenons notre opinion et ajustons en hausse notre TP à 1,4 € (DCF).



COURS*

1,20 €

*Clôture du 07/12/20

TP

1,4 €

vs 1,1 €

POTENTIEL

+16,1%

Activité

Orège est spécialisée dans le développement, la fabrication et la commercialisation de matériels destinés à traiter les boues des stations d'épuration (technologie SLG®).

Données de marché

B/H 12M	0,68 €/1,34 €
Volume 3M	41 739 titres/jour
Nombre d'actions	50 598 277
Capi. boursière	61 M€
Flottant	10 M€
Marché	Euronext C
Secteur	Life Sciences
Bloomberg	OREGE FP
Isin	FR0010609206
Indice	CAC All shares

Actionariat au 12/06/20

Eren Industries	79,5%
Flottant	16,3%
Fondateurs	4,1%
Autocontrôle	0,1%

Effectifs au 00/00/00

	41
--	----

CA 2019 par zone géographique

USA	65%
Europe	26%
UK	9%

CA et MOC



COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Chiffre d'affaires	0,7	2,3	0,9	2,0	8,0	15,0
Var.	0,4%	220%	-58,6%	114%	300%	87,5%
Var. organique	42,7%	22011,3%	-5862,8%	11390,4%	30000,0%	8750,0%
EBITDA	-9,6	-7,7	-7,5	-6,3	-1,2	1,9
ROC	-11,4	-8,5	-8,3	-7,1	-2,0	1,1
ROP	-11,4	-8,5	-8,3	-7,1	-2,0	1,1
Résultat financier	-2,2	-2,4	-1,9	-1,2	-1,4	-1,6
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN activités arrêtées/en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RNPG	-13,5	-10,9	-10,2	-8,3	-3,4	-0,5
RNPG corrigé	-13,5	-10,9	-10,2	-8,3	-3,4	-0,5

TABEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Cash Flow	-10,2	-8,0	-6,9	-7,5	-2,6	0,4
- Var. du BFR	0,3	-0,4	2,1	-1,0	2,4	0,8
- Capex	0,9	0,1	0,3	0,3	0,5	0,8
= Free Cash Flow	-11,4	-7,6	-9,3	-6,7	-5,5	-1,2
- Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
- Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Augmentation de capital/Rachat d'actions	0,0	0,0	4,9	0,0	0,0	0,0
+ Autres	2,2	3,4	-29,3	0,0	0,0	0,0
= Var. Dette financière nette	13,6	11,0	-24,8	6,7	5,5	1,2

BILAN (M€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Goodwill	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres immobilisations incorporelles	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Immobilisations corporelles	1,0	0,7	2,4	1,9	1,6	1,6
Immobilisations financières	2,8	3,1	2,9	3,9	3,9	3,9
BFR	0,5	0,1	2,2	1,2	3,5	4,3
Capitaux propres part du groupe	-29,3	-40,7	-12,2	-20,5	-23,9	-24,4
Minoritaires	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Fonds propres à 100%	-29,3	-40,7	-12,2	-20,5	-23,9	-24,4
Disponibilités + titres de placement	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Dette financière nette	33,6	44,7	19,8	26,6	32,1	33,3
Capitaux employés	4,5	4,1	7,7	7,2	9,2	10,0

DONNEES PAR ACTION (€)	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Nombre d'actions (en milliers)	18 653	18 671	50 598	50 598	50 598	50 598
Nombre d'actions diluées (en milliers)	18 671	18 671	50 598	50 598	50 598	50 598
BPA corrigé	-0,72	-0,58	-0,20	-0,16	-0,07	-0,01
BPA publié	-0,72	-0,58	-0,20	-0,16	-0,07	-0,01
CAF par action	-0,55	-0,43	-0,14	-0,15	-0,05	0,01
ANPA	-1,57	-2,18	-0,24	-0,40	-0,47	-0,48
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%

RATIOS	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Marge brute/CA	15,4%	61,5%	46,2%	50,0%	64,0%	64,0%
EBITDA/CA	ns	-343%	-802%	-314%	-15,4%	12,7%
ROC/CA	ns	-378%	-891%	-354%	-25,4%	7,1%
ROP/CA	ns	-378%	-891%	-354%	-25,4%	7,1%
Taux d'IS	33,3%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	25,0%
RN corrigé/CA	ns	-483%	ns	-414%	-42,9%	-3,3%
Capex/CA	122%	3,2%	27,9%	15,0%	6,3%	5,3%
Capex/DAP	0,5x	0,1x	0,3x	0,4x	0,6x	0,9x
FCF/CA	ns	-337%	-996%	-337%	-68,6%	-8,2%
FCF/EBITDA	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Goodwill/Fonds propres à 100%	ns	ns	ns	ns	ns	ns
BFR/CA	71,2%	2,8%	234%	57,9%	44,0%	28,7%
Gearing	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Dette financière nette/EBITDA	-3,5x	-5,8x	-2,6x	-4,2x	-26,0x	17,4x
EBITDA/Frais financiers	ns	ns	ns	ns	ns	1,2x
ROCE	ns	ns	-78,5%	-83,4%	-17,9%	8,9%
ROE	ns	ns	ns	ns	ns	ns

DONNEES BOURSIERES	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
Performance boursière	-8,4%	-33,5%	-45,2%	-9,1%	-	-
Performance boursière relative au CAC M&S	-24,9%	-15,2%	-54,0%	-6,2%	-	-
Cours au plus haut (€)	4,11	3,76	2,62	1,34	-	-
Cours au plus bas (€)	3,49	2,35	0,65	0,68	-	-
Valeur d'entreprise (M€)	100,9	101,1	89,9	83,4	88,9	90,1
= Capitalisation boursière	69,9	59,5	73,0	60,7	60,7	60,7
+ Dette financière nette	33,6	44,7	19,8	26,6	32,1	33,3
+ Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Provisions et autres	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
- Actifs financiers	2,8	3,1	2,9	3,9	3,9	3,9

VALORISATION	12/17	12/18	12/19	12/20e	12/21e	12/22e
PE	ns	ns	ns	ns	ns	ns
PEG	ns	ns	ns	ns	ns	ns
P/CF	ns	ns	ns	ns	ns	169,7x
VE/CA	ns	ns	ns	ns	ns	6,0x
VE/EBITDA	ns	ns	ns	ns	ns	47,2x
VE/ROC	ns	ns	ns	ns	ns	85,2x
VE/ROP	ns	ns	ns	ns	ns	85,2x
VE/Capitaux employés	ns	ns	ns	ns	9,6x	9,1x
P/ANPA	ns	ns	ns	ns	ns	ns
FCF yield	-16,3%	-12,8%	-12,8%	-11,1%	-9,0%	-2,0%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

DISCLAIMER

La Société de Bourse Gilbert Dupont est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en qualité de prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision.

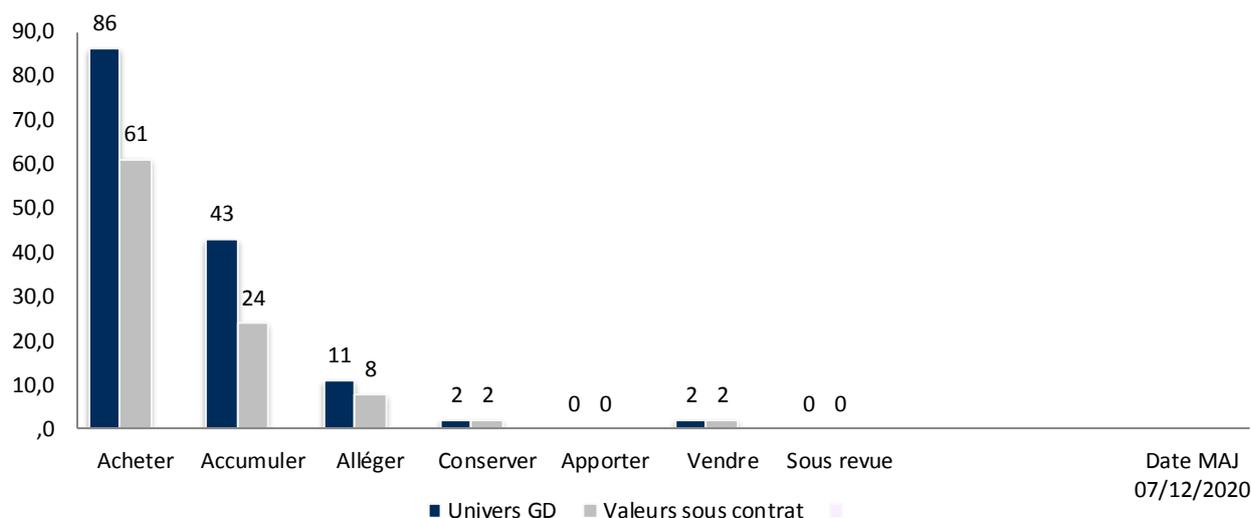
La Société de Bourse Gilbert Dupont est également régulée par l'AMF pour l'exercice des services d'investissement pour lesquels elle est agréée.

Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Nos objectifs de cours sont déterminés par plusieurs méthodes pondérées (DCF, Comparaisons boursières, Somme des parties, ANR, Multiples de transactions,...).

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable. Le logo PEA PME associé à toutes valeurs éligibles au dispositif du PEA PME est indiqué à titre purement informatif et ne saurait engager la responsabilité de la Société de Bourse Gilbert Dupont en cas d'erreurs ou omissions dans la communication de ce logo. L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements réglementaires sont consultables sur notre site internet : www.gilbertdupont.fr en cliquant sur l'onglet "Conformité" en bas à droite de la page d'accueil.

REPARTITION DES OPINIONS BOURSIERES (valable à date)

Les opinions boursières sont formulées à un horizon de 6 à 12 mois, elles sont établies par les analystes financiers. Elles résultent de la prise en compte d'un cadre général défini ci-dessous et de considérations non quantitatives (newsflow, momentum, volatilité des cours, ...)



Objectif de cours : celui-ci est déterminé par plusieurs méthodes pondérées (DCF, Comparaisons Boursières, Somme des parties, ANR, Multiple de transaction,...).

- Acheter : potentiel de hausse supérieur à 15%
- Accumuler : potentiel de hausse compris entre 5 et 15%
- Alléger : potentiel compris entre -5% et +5%
- Conserver : opinion possible dans le cas d'une OPA
- Apporter : recommandation utilisée le cas échéant lorsqu'une société fait l'objet d'une offre publique
- Vendre : potentiel de baisse supérieur à -5%
- Sous revue : temporairement lorsqu'un événement particulier le nécessite

Valeurs favorites : il existe 2 listes comprenant chacune 10 valeurs au maximum

- Liste Midcaps : valeurs dont la capitalisation est supérieure à 300 M€ le jour de l'entrée
- Liste Smallcaps : valeurs dont la capitalisation est inférieure à 300 M€ le jour de l'entrée

Le calcul des performances absolues et relatives est fait sur la base du cours d'ouverture du jour de la date d'entrée et de sortie

DISCLOSURES

1. Gilbert Dupont assure la liquidité du titre et opère en qualité de Liquidity Provider.
2. Gilbert Dupont a un engagement de recherche sur la Société.
3. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist A.
4. Gilbert Dupont assure la liquidité du titre.
5. Gilbert Dupont est le Listing Sponsor de la Société.
6. Gilbert Dupont a réalisé le placement de l'émission d'actions de la Société.
7. Gilbert Dupont a réalisé le placement lors de l'admission de la Société sur Euronext Growth
8. Gilbert Dupont a signé avec la Société un contrat de services.
9. Le groupe Crédit du Nord a été banquier co-introducteur de la Société.
10. Le groupe Crédit du Nord a été teneur de livre pour l'émission d'ABSA de la Société.
11. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist B.
12. Gilbert Dupont a réalisé le transfert de la Société sur Eurolist C.
13. Gilbert Dupont est en charge du placement de l'augmentation de capital de la Société.
14. Gilbert Dupont a été en charge du placement de l'augmentation de capital de la Société.
15. Le titre a fait l'objet d'une Offre Publique présentée par le Crédit du Nord.
16. Gilbert Dupont a été en charge du reclassement d'actions de la Société.
17. Gilbert Dupont détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0,5% du capital de l'Emetteur
18. Gilbert Dupont détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0,5% du capital de l'Emetteur
19. Gilbert Dupont est mandatée pour conduire l'éventuelle augmentation de capital envisagée par la Société
20. Gilbert Dupont est lié à la société par un contrat de conseil et services en haut de bilan.
21. Le présent document a été communiqué à la Société préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.
22. Le présent document a été communiqué à la Société pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.
23. Gilbert Dupont a réalisé le placement d'obligations de la Société.
24. Gilbert Dupont a été en charge du reclassement d'obligations de la Société.

SOCIETE	DISCLOSURES APPLICABLES
Orege	1,2

HISTORIQUE DES TP (12M)				HISTORIQUE DES CHANGEMENTS D'OPINION (12M)			
Société	Date	Cours (€)	TP (€)	Société	Date	Précédente	Actuelle
Orege	01/10/20	0,91	1,1				
Orege	15/06/20	0,74	1,1				

METHODE D'EVALUATION

DCF (1,4 €, wacc de 8,8 %, MOP normative de 20%, taux de croissance à l'infini de 2 %)

RISQUE(S)

Insuffisance de cash
Technologie alternative
Nouveaux retards commerciaux