

CORPORATE RESEARCH

9 juin 2016

Santé

M2i

Vers un monde sans pesticides

VE EUR53m-EUR66m

CORPORATE

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. Affaires (EURm)	5,11	13,49	16,17	24,55
EBITDA (EURm)	-5,9	-0,45	0,30	4,7
EBIT(EURm)	-7,25	-2,99	-3,16	0,35
BPA publié (EUR)	-24,37	-11,41	-11,40	-0,01
BPA dilué (EUR)	-21,87	-10,24	-10,23	-0,01
ROCE	-281,3	230,9	67,2	-5,0

M2i propose des solutions durables, substituts aux insecticides et antibiotiques, répondant aux enjeux actuels d'accompagnement de la production alimentaire mondiale dans les domaines de l'agriculture et de la santé animale. Positionné sur le marché des phéromones, en croissance de +20% par an et qui s'élève à USD1bn, la société est à un point d'inflexion avec des lancements prometteurs dans l'agriculture et des partenariats majeurs traduisant un intérêt certain pour ses solutions. Nous valorisons M2i entre EUR53m et EUR66m.

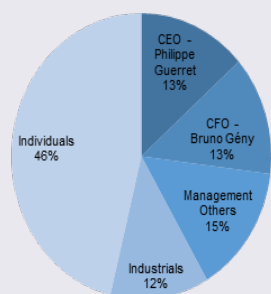
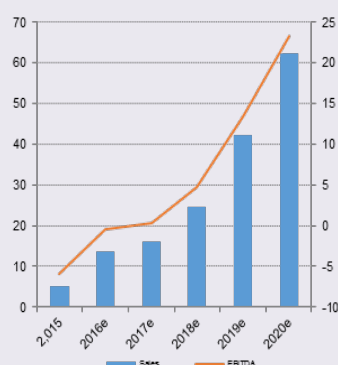
- **Les solutions de M2i à destination de l'agriculture répondent de façon durable aux problèmes de résistance et toxicité des OGM et insecticides.** A efficacité et coût similaire, les phéromones entravent la reproduction et aident à la capture des insectes dans les cultures sans les éradiquer. Ce segment devrait générer plus de deux tiers des ventes à horizon 2020e (EUR40m BGe vs. marginal en 2015). Nous anticipons des lancements majeurs dans la protection des vignes, des fruits (mouche suzuki) ou bien des grandes cultures (maïs et coton).
- **De nombreux partenariats ont été conclus avec des acteurs majeurs tels que Biobee, Nufarm, Ceva ou encore Virbac.** Ils témoignent de l'intérêt croissant porté aux solutions de M2i tout en lui garantissant une visibilité commerciale.
- **Une technologie de diffusion propriétaire et un outil de production performant** soulignent les avantages concurrentiels du groupe. Aussi, une activité de fabrication de principes actifs (utilisés pour le Synthol™ ou l'Onctose™) permet d'assurer une source de revenus pérenne en plus de couvrir l'intégralité des coûts de revient (BGe).
- **Nous valorisons M2i entre EUR53m et EUR66m (pre-money ; WACC = 15.6%)** et estimons ses ventes à EUR13.5m et EUR16.2m en 2016e et 2017e. Nous estimons les besoins de financement de la société pour les dépenses de R&D, capacités de production et BFR à EUR15m.



Analyst:
Hugo Solvet
 33(0) 1 56 68 75 57
 hsolvet@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
 Mickael Chane Du
 Eric Le Berrigaud

This Report has been sent to you for marketing purposes. It is non-independent research within the meaning of the FSA rules. It is not being held out as an objective or independent explanation of the matters contained in it and should not be treated as such. It has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly, the Firm is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Please see the section headed "Important information" on the back cover.



Description

M2i propose des solutions durables, substitués aux insecticides et antibiotiques, répondant aux enjeux actuels d'accompagnement de la production alimentaire mondiale dans les domaines de l'agriculture et de la santé animale. Positionné sur le marché des phéromones, la société est à un point d'inflexion avec des lancements prometteurs dans l'agriculture et des partenariats majeurs traduisant un intérêt certain pour ses solutions.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Revenues	3,9	5,1	13,5	16,2	24,6	42,1	62,5
Change (%)	-%	29,6%	164%	19,9%	51,9%	71,6%	48,2%
Adjusted EBITDA	-3,9	-5,9	-0,45	0,30	4,7	13,3	23,3
EBIT	-6,6	-7,2	-3,0	-3,2	0,35	8,0	17,1
Change (%)	-%	-9,2%	-58,8%	-5,9%	-%	2 190%	113%
Financial results	-0,05	-0,20	-0,32	-0,14	-0,19	-0,21	-0,34
Pre-Tax profits	-6,7	-7,4	-3,3	-3,3	0,17	7,8	16,8
Exceptionals	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Tax	1,6	0,03	0,0	0,0	-0,06	-2,6	-5,6
Profits from associates	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Minority interests	-1,6	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11
Net profit	-3,5	-7,3	-3,4	-3,4	0,00	5,1	11,1
Restated net profit	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Change (%)	-%	-%	-%	-%	-%	-%	-%
Cash Flow Statement (EURm)							
Operating cash flows	-0,03	-3,6	0,47	0,37	5,2	12,0	19,1
Change in working capital	3,3	2,1	1,2	0,22	0,70	1,5	1,7
Capex, net	-2,9	-1,7	-4,2	-3,8	-4,6	-5,8	-5,6
Financial investments, net	-3,0	-1,6	-4,2	-3,8	-4,6	-5,8	-5,6
Dividends	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Other	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Net debt	6,1	9,5	8,9	2,7	-10,7	-27,1	-43,7
Free Cash flow	NM	-3,5	-3,4	-3,3	0,81	6,4	13,8
Balance Sheet (EURm)							
Tangible fixed assets	8,2	7,9	9,0	9,2	9,4	9,7	9,3
Intangibles assets	3,5	4,1	4,7	4,8	4,8	5,0	4,8
Cash & equivalents	0,12	0,16	-3,6	-7,0	-6,3	-0,18	13,3
current assets	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Other assets	4,6	4,8	4,0	4,7	6,8	11,2	16,2
Total assets	18,2	18,3	15,4	13,0	15,9	27,0	44,9
L & ST Debt	0,42	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Others liabilities	9,7	14,0	14,5	15,4	18,1	24,0	30,8
Shareholders' funds	8,1	1,7	-1,6	-4,9	-4,8	0,43	11,6
Total Liabilities	10,1	16,5	17,0	17,9	20,7	26,5	33,3
Capital employed	4,8	2,6	-1,3	-4,7	-4,7	0,39	10,8
Ratios							
Operating margin	-168	-142	-22,13	-19,55	1,43	19,08	27,37
Tax rate	-24,26	-0,34	0,0	0,0	-33,33	-33,33	-33,33
Net margin	-88,77	-143	-25,36	-21,15	-0,01	12,12	17,70
ROE (after tax)	-43,52	-427	214	69,76	0,07	1 192	95,32
ROCE (after tax)	-105	-281	231	67,17	-5,03	1 374	106
Gearing	75,75	556	-556	-55,33	224	-6 315	-376
Pay out ratio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Number of shares, diluted	0,07	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
Data per Share (EUR)							
EPS	-50,74	-24,37	-11,41	-11,40	-0,01	17,03	36,87
Restated EPS	-50,74	-21,87	-10,24	-10,23	-0,01	15,28	33,08
% change	-%	-56,9%	-53,2%	0,0%	-99,9%	-%	117%
EPS bef. GDW	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
BVPS	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Operating cash flows	-0,41	-10,74	1,41	1,12	15,52	35,85	57,09
FCF	0,0	-10,40	-10,20	-9,76	2,42	19,09	41,27
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

AVERTISSEMENT

LE PRÉSENT DOCUMENT VOUS A ÉTÉ COMMUNIQUÉ EXCLUSIVEMENT À TITRE D'INFORMATION SUR UNE BASE CONFIDENTIELLE ET NE PEUT ÊTRE REPRODUIT, REDISTRIBUÉ OU TRANSMIS, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, EN TOTALITÉ OU EN PARTIE, À UNE TIERCE PERSONNE, NI PUBLIÉ. EN PARTICULIER, AUCUN EXEMPLAIRE OU COPIE DE CE DOCUMENT NE DOIT ÊTRE APPORTÉ, REMIS OU DISTRIBUÉ, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, AU CANADA, EN AUSTRALIE OU AU JAPON NI À AUCUN RÉSIDENT DE CES ÉTATS OU AUX ÉTATS-UNIS, LEURS TERRITOIRES OU POSSESSIONS OU À DES **"U.S. PERSONS"** (TEL QUE DÉFINI DANS LA REGULATION S DU U.S. SECURITIES ACT DE 1933, TEL QUE MODIFIÉ). LA DISTRIBUTION DU PRÉSENT DOCUMENT DANS D'AUTRES PAYS PEUT FAIRE L'OBJET DE RESTRICTIONS LÉGALES ET LES PERSONNES QUI VIENDRAIENT À LE DÉTENIR DOIVENT S'INFORMER QUANT À L'EXISTENCE DE TELLES RESTRICTIONS ET S'Y CONFORMER. TOUT MANQUEMENT À CETTE RESTRICTION PEUT ÊTRE CONSTITUTIF D'UNE VIOLATION DE LA LÉGISLATION DES PAYS CONCERNÉS.

DANS LES ÉTATS MEMBRES DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN (À L'EXCEPTION DE LA FRANCE), LE PRÉSENT DOCUMENT EST ADRESSÉ ET DESTINÉ UNIQUEMENT AUX PERSONNES QUI SONT DES **« INVESTISSEURS QUALIFIÉS »** AU SENS DE LA DIRECTIVE 2003/71/CE DU PARLEMENT EUROPEEN ET DU CONSEIL EUROPEEN TELLE QUE MODIFIÉE, NOTAMMENT PAR LA DIRECTIVE 2010/73/EU, DANS LA MESURE OU CETTE DIRECTIVE A ÉTÉ TRANSPOSÉE DANS CHAQUE ÉTAT MEMBRE DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN. TOUTE PERSONNE DE L'EEE RECEVANT CE DOCUMENT EST RÉPUTÉE AVOIR DÉCLARÉ ET AVOIR RECONNU ÊTRE UN INVESTISSEUR QUALIFIÉ. CHACUN DE CES DESTINATAIRES EST ÉGALEMENT RÉPUTÉ AVOIR DÉCLARÉ ET AVOIR RECONNU NE PAS RECEVOIR CE DOCUMENT POUR LE COMPTE DE PERSONNES DE L'EEE N'ÉTANT PAS UN INVESTISSEUR QUALIFIÉ OU POUR LE COMPTE DE PERSONNES AU ROYAUME-UNI ET DANS D'AUTRES PAYS MEMBRES (AU SEIN DESQUELS UNE LÉGISLATION ÉQUIVALENTE EXISTE) POUR LESQUELS L'INVESTISSEUR A LE POUVOIR DE PRENDRE DES DÉCISIONS DE MANIÈRE TOTALEMENT DISCRÉTIONNAIRE. LA SOCIÉTÉ, BRYAN GARNIER & CO, SES AFFILIÉS ET AUTRES SE BASERONT SUR L'EXACTITUDE ET LA PRÉCISION DES DÉCLARATIONS ET ENGAGEMENTS PRÉCITÉS. TOUTE PERSONNE DE L'EEE QUI N'EST PAS UN INVESTISSEUR QUALIFIÉ NE DOIT PAS UTILISER OU SE BASER SUR CE DOCUMENT OU SON CONTENU.

EN FRANCE, LE PRÉSENT DOCUMENT EST ADRESSÉ ET DESTINÉ UNIQUEMENT AUX INVESTISSEURS QUALIFIÉS TEL QUE DÉFINI AUX ARTICLES L.411-2 ET D.411-1 DU CODE MONÉTAIRE ET FINANCIER.

AU ROYAUME-UNI, CE DOCUMENT NE PEUT ÊTRE DISTRIBUÉ QUE PAR UNE PERSONNE AUTORISÉE (*AUTHORISED PERSON*) OU AVEC SON ACCORD OU DESTINÉ A) AUX PERSONNES AYANT UNE EXPÉRIENCE PROFESSIONNELLE EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENTS AU SENS DE L'ARTICLE 19(5) DU *FINANCIAL SERVICES AND MARKETS ACT 2000 (FINANCIAL PROMOTION) ORDER 2005*, (L'**"ORDRE"**), OU B) AUX **"HIGH NET WORTH ENTITIES"** ET AUTRES PERSONNES SUSCEPTIBLES D'EN ÊTRE LÉGALEMENT LE DESTINATAIRE ENTRANT DANS LE CHAMP D'APPLICATION DE L'ARTICLE 49(2)(A) À (D) DE L'ORDRE (CES PERSONNES ÉTANT ENSEMBLE DESIGNÉES COMME LES **"PERSONNES HABILITÉES"**). AUCUNE AUTRE PERSONNE QU'UNE PERSONNE HABILITÉE NE PEUT AGIR SUR LA BASE DE CE DOCUMENT. TOUT INVESTISSEMENT OU ACTIVITÉ D'INVESTISSEMENT AUQUEL LE PRÉSENT DOCUMENT FAIT RÉFÉRENCE N'EST AUTORISÉ QUE POUR LES SEULES PERSONNES HABILITÉES ET NE POURRA ÊTRE RÉALISÉ QUE PAR CES PERSONNES.

LES PARTIES DE CE RAPPORT LE CAS ÉCHÉANT PORTÉES À LA CONNAISSANCE DE LA SOCIÉTÉ AVANT DIFFUSION L'ONT ÉTÉ DANS LE SEUL BUT DE LUI PERMETTRE DE REVOIR LES INFORMATIONS HISTORIQUES ET/OU FACTUELLES CONTENUES DANS LE RAPPORT.

TOUTE PERSONNE PROCÉDANT À LA DISTRIBUTION DE CE DOCUMENT DOIT AU PRÉALABLE S'ASSURER QU'UNE TELLE DISTRIBUTION NE CONTREVIENDE PAS À UNE QUELCONQUE DISPOSITION LÉGALE OU RÉGLEMENTAIRE. LA DISTRIBUTION DU PRÉSENT DOCUMENT DANS D'AUTRES PAYS PEUT FAIRE L'OBJET DE RESTRICTIONS LÉGALES ET LES PERSONNES QUI VIENDRAIENT À LE DÉTENIR DOIVENT S'INFORMER QUANT À L'EXISTENCE DE TELLES RESTRICTIONS ET S'Y CONFORMER. TOUT MANQUEMENT À CES RESTRICTIONS PEUT ÊTRE CONSTITUTIF D'UNE VIOLATION DE LA LÉGISLATION DES PAYS CONCERNÉS. EN ACCEPTANT CE RAPPORT, VOUS ACCEPTEZ D'ÊTRE LIÉS PAR SES LIMITATIONS.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

AVERTISSEMENT

Le présent document a été préparé afin de donner des informations générales concernant la société Melchior Investissements et Industries (la "**Société**" ou "**M2I**"). Il a été préparé par ses seuls auteurs, indépendamment de la Société, des membres du syndicat bancaire ou toute autre personne dans le cadre de l'offre de valeurs mobilières de la Société (l'"**Offre**") envisagée, et ses auteurs n'ont aucune autorité pour donner une information ou émettre une déclaration ou une garantie pour le compte de la Société ou de tout membre du syndicat bancaire dans le cadre de l'Offre. Les opinions, prévisions et projections exprimées ou contenues dans le présent document sont dans leur intégralité celles de leurs auteurs, et sont données dans le cadre de leur activité de recherche normale et non en qualité de membre du syndicat bancaire de l'Offre ou pour le compte de la Société, d'un membre du syndicat bancaire ou de toute autre personne.

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de souscription de titres. Ni le présent document, ni une quelconque partie de ce document, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement. En particulier, aucun exemplaire ni aucune copie du présent document ne peut être apporté ou transmis ou distribué, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à un résident des États-Unis ou à une *U.S. Person*, au sens donné à ce terme dans le *U.S. Securities Act* de 1933 tel qu'amendé. Toute décision d'acquérir ou de souscrire des titres dans le cadre d'une quelconque offre doit être prise uniquement sur la base de l'information contenue dans le prospectus ou dans tout autre document d'offre émis par la Société dans le cadre d'une telle offre

Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document sont exacts et que les opinions, prévisions et projections qu'il contient sont sincères et raisonnables, BRYAN GARNIER & CO n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence, ni BRYAN GARNIER & CO, ni la Société, ni tout membre du syndicat bancaire ou toute autre personne ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore lié d'une quelconque manière au présent document.

BRYAN GARNIER & CO et/ou certaines personnes qui lui sont liées sont susceptibles d'avoir agi en fonction de l'information contenue dans le présent document ou d'avoir utilisé cette information ou les recherches et analyses sur lesquelles ledit document repose avant sa publication. BRYAN GARNIER & CO pourrait, dans le futur, participer à une offre de titres de la Société. Toute opinion, prévision ou projection contenue dans le présent document est effectuée à la date du présent rapport. Il n'existe aucune assurance que les résultats à venir de la Société ou que les événements futurs iront dans le même sens que ces opinions, prévisions ou projections. L'information contenue dans ce document est susceptible d'être modifiée sans notification préalable et son exactitude n'est pas garantie. L'information contenue dans ce document est susceptible d'être incomplète, résumée et pourrait ne pas contenir toutes les informations importantes concernant la Société.

Une description détaillée de l'activité de la Société, des risques et des résultats financiers sera fournie dans le prospectus qui sera visé par l'Autorité des marchés financiers

Sommaire

1. Investment Case.....	6
2. Comment accompagner la croissance mondiale ?	7
3. Biocontrôle, une alternative durable	9
3.1. Biocontrôle : marché de plus de USD8bn en 2020.....	9
3.2. Bénéficiant d'un contexte favorable.....	10
4. Le segment des phéromones	12
4.1. M2i positionné sur un segment porteur... ..	12
4.2. ... en croissance de +20% par an... ..	13
4.3. ... porté par de réels avantages !.....	14
4.4. Freins au développement.....	16
5. M2i, un leader des phéromones	18
5.1. Une technologie de rupture	18
5.2. Une efficacité améliorée... ..	20
5.3. ... couplée à des applications novatrices.....	21
5.4. La réponse aux limites actuelles.....	22
6. Biocontrôle Végétal.....	25
6.1. Les grandes cultures.....	25
6.2. Une stratégie commerciale mixte.....	33
6.3. Concurrence dans le biocontrôle végétal	34
7. Biocontrôle animal	36
7.1. Aperçu du marché de la santé animale	36
7.2. M2i positionné sur le segment du biocontrôle animal.....	37
7.3. Un premier partenariat avec VIRBAC	38
7.4. Un second partenariat vertueux avec CEVA	38
7.5. R&D: Les yeux tournés vers le marché asiatique	39
7.6. Ventes en biocontrôle animal.....	39
8. Une activité de CRMO	40
8.1. Aperçu du marché	40
8.2. L'activité de CMO/CRMO du groupe.....	41
9. Outil industriel flexible	44
9.1. Les sites	44
9.2. M2i, un acteur intégré.....	46
10. Management et actionnariat.....	47
10.1. Les hommes	47
10.2. Structure actionnariale (pré-IPO).....	48
11. Valorisation EUR53m-EUR66m.....	49
11.1. Profil de croissance	49
11.2. CMPC.....	50
11.3. Valorisation par DCF	50
11.4. Comparables.....	52
11.5. Un Newsflow dense.....	53
12. Annexes.....	54
Bryan Garnier stock rating system.....	63

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

M2i propose des solutions durables, substituts aux insecticides et antibiotiques, répondant aux enjeux actuels d'accompagnement de la production alimentaire mondiale dans les domaines de l'agriculture et de la santé animale. Positionné sur le segment porteur des phéromones, la société est à un point d'inflexion avec des lancements dans la protection des grandes cultures. Des partenariats majeurs traduisent un intérêt certain pour ce marché et valident l'apport technologique de M2i selon nous.

Horizon d'investissement?



Valorisation

Il n'existe pas de consensus sur la société. Nous estimons ses ventes à EUR13.5m et EUR16.2m en 2016e et 2017e. La marge EBITDA du groupe devrait être positive en 2017e et tendre vers 39.5% sur le long-terme.

Nous valorisons M2i entre EUR53m et EUR66m (pre-money). Notre WACC ressort à 15.6% (Beta = 2) et nous avons retenu un taux de croissance à l'infini égal à zéro ($g = 0.0\%$). La valeur d'entreprise médiane est de EUR59.1m.

Enfin, Nous estimons les besoins de financement de la société pour les dépenses de R&D, l'augmentation des capacités de production et le financement du BFR à EUR15m.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

Au cours des prochains mois, nous attendons les lancements à grande échelle des solutions de M2i dans la protection des grandes cultures (vigne, coton, maïs, pomme/poire). Les partenariats de distribution signés avec Biobee, Nufarm ou encore Koppert devraient permettre à la société de bénéficier d'une visibilité croissante. Concomitamment, les résultats des essais et homologations constitueront tout autant de catalyseurs.

Quels risques?



Risques

Les principaux risques que nous identifions sont **1/** le développement commercial (parts de marché, imposer la marque M2i), **2/** la capacité de la société à répondre aux commandes suite aux lancements à grande échelle (chaîne d'approvisionnement et augmentation des capacités de production), **3/** la décision d'un acteur type DuPont ou ChemChina d'entrer sur le marché en développant ses propres sites de production et/ou l'apparition de technologies concurrentes prometteuses.

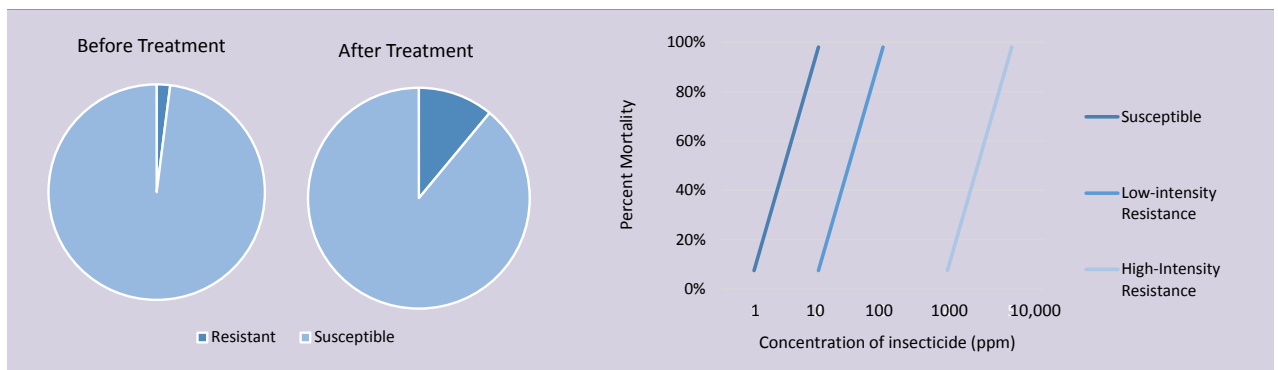
2. Comment accompagner la croissance mondiale ?

A horizon 2050, la production alimentaire mondiale devra augmenter de 70%

Afin de satisfaire une hausse de la population qui devrait passer de 7 milliards à 9,1 milliards en 2050, la production alimentaire mondiale devra augmenter de 70%. Ce constat dressé dans un rapport des Nations Unies nécessite de s'interroger sur les moyens les plus adéquats pour accompagner cette croissance, tout en conciliant maintien (et/ou augmentation) des rendements agricoles et sécurité alimentaire.

Aujourd'hui, une grande majorité des terres agricoles à travers le monde est traitée par des pesticides chimiques. Bien que les sociétés les produisant soient soumises à une législation de plus en plus stricte (tests cliniques, concentration maximale et autres restrictions), leur utilisation est controversée. En effet, alors que les dépenses de traitement par hectares augmentent, on assiste à une hausse de la résistance des insectes et champignons à ceux-ci. Par ailleurs, les effets de leur utilisation sur le long terme comportent des risques majeurs pour la santé, et ce tant pour les producteurs que pour les riverains et les consommateurs.

Fig. 1: Fréquence et intensité de la résistance



La fréquence est la proportion de la population résistante. L'intensité est la mesure de la force de résistance surpassant la toxicité du pesticide.

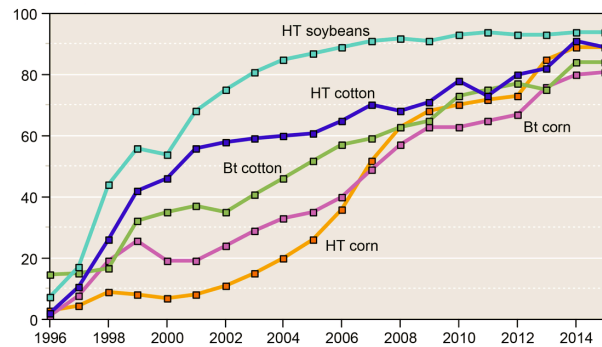
Source: Adapté de: *Managing Pesticide Resistance*, Timothy J. Dennehy and John Dunley (1993).

Pesticides et OGM, couramment utilisés ; des effets néfastes sur l'environnement

Certains pays, les Etats-Unis ouvrant la voie, ont alors pris le virage des organismes génétiquement modifiés (OGM ou micro-organismes). Les OGM ont diminué les besoins en pesticides et insecticides, permis d'augmenter les rendements.

Les axes de recherche portent actuellement sur le développement de micro-organismes qui permettraient de réduire certaines carences alimentaires (utilité dans les pays pauvres) ou les risques d'allergies.

Fig. 2: Adoption des OGM aux USA (en % des acres ensemencés)



Source: USDA, Economic Research Service.

Mutation génétique des insectes et développement de résistances

Néanmoins, la pollution que les OGM entraînent sur l'environnement est notable. Tout d'abord, les plants génétiquement modifiés pour résister aux ravageurs secrètent leur propre insecticide (Bt, *Bacillus thuringiensis* qui encode une protéine toxique). Il est prouvé que cet insecticide s'accumule dans les sols lors de la décomposition de la plante après récolte. Bien que nous ne disposions pas d'un recul suffisant afin de mesurer avec certitude l'impact de cet insecticide chez l'homme, sa dispersion dans les nappes phréatiques inquiète et de premières études l'impliqueraient dans des réactions allergiques ou encore la mort des tissus rénaux. Enfin, les insectes ciblés ont génétiquement muté et expulsent le Bt en l'isolant dans leur estomac. En Inde par exemple, près de 80% de la dernière récolte de coton (pourtant OGM) vient d'être détruite par le ver rose du cotonnier. Une augmentation des quantités d'insecticides ou une reformulation de ceux-ci tous les cinq ans environ n'est donc plus suffisante.

Stress comportemental chez les animaux d'élevage

En ce qui concerne la production animale, la démocratisation de l'élevage intensif dans les années 70 a modifié le comportement des animaux. En dehors de l'impact éthique mis en avant par certains, le stress des bêtes, particulièrement important dans les espaces clos (porcherie, poulailler...) et/ou durant les déplacements en dehors de leur environnement naturel, a un impact direct sur la qualité de la viande (couleur, conservation) mais aussi sur les rendements avec notamment une prise de poids des animaux plus faible en milieu stressé.

Phytoprotecteur : les produits phytoprotecteurs sont des produits chimiques utilisés pour soigner ou prévenir des maladies des organismes végétaux. Par extension, on utilise ce mot pour désigner des produits utilisés pour contrôler les plantes, insectes et champignons. Ces produits font partie, avec les biocides, de la famille des pesticides. En Europe et dans la plupart des pays, ils doivent être homologués, et autorisés pour un ou plusieurs usages qui peuvent varier en fonction des zones géographiques.

Sémiochimiques : substance chimique émise par une plante ou un animal dans l'environnement et qui a valeur de signal entre les êtres vivants.

Les substances sémiochimiques sont classées en phéromones, qui permettent la communication entre des individus d'une même espèce et les allomones, kairomones et synonymes qui sont échangés entre des animaux ou des plantes appartenant à des espèces différentes. Les sémiochimiques peuvent être perçus par l'odorat pour les composés volatils, ou par le goût pour les composés non volatils. Les informations portées par les sémiochimiques peuvent permettre la localisation et la reconnaissance d'un partenaire sexuel, d'une proie ou d'une ressource alimentaire.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

3. Biocontrôle, une alternative durable

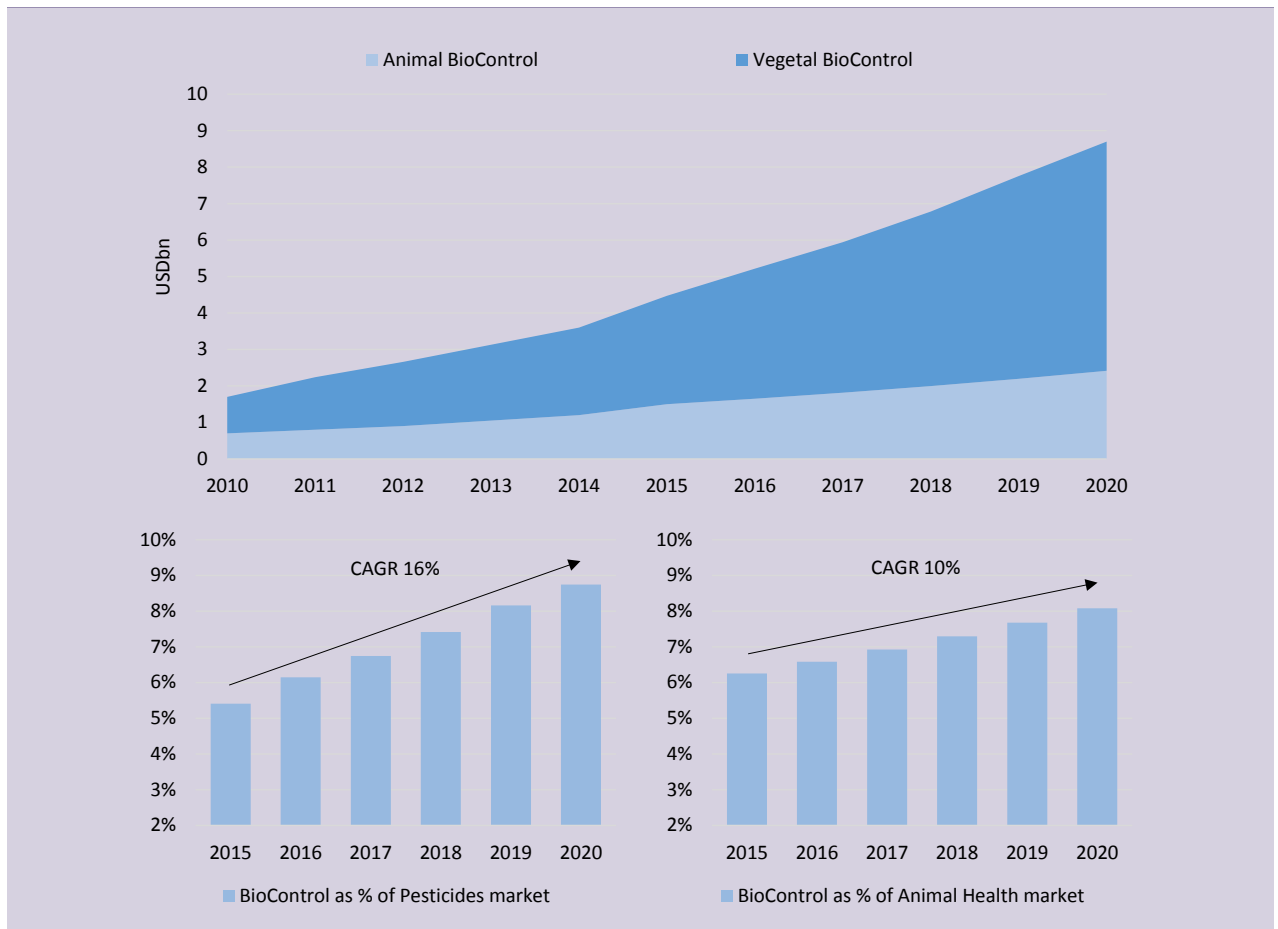
3.1. Biocontrôle : marché de plus de USD8bn en 2020

Biocontrôle, un marché de USD4bn en croissance de 14% ; USD8bn en 2020e

Du constat dressé précédemment a émergé le marché du biocontrôle, qui regroupe l'ensemble des méthodes de protection des cultures et de gestion du comportement animal ayant recours à des organismes vivants ou des substances naturelles. Plus précisément, le biocontrôle repose sur le principe de gestion des équilibres de populations d'agresseurs (insectes, virus ect.) plutôt que sur leur éradication. Les applications les plus fréquentes de ces techniques se font aujourd'hui dans le domaine végétal (insecticides principalement). Néanmoins, on commence à observer leur apparition dans le domaine de la santé animale.

Le marché global du biocontrôle est très dynamique, attendu en croissance de 14% sur la période 2015-2020. Alors qu'il représentait ~USD4bn l'an dernier, sa taille devrait doubler à horizon 2020 pour dépasser USD8bn. Dans le domaine du végétal, le biocontrôle est le segment qui devrait afficher la plus forte croissance, nous estimons celle-ci à 16%/an. Le démarrage devrait être plus lent sur le marché de la santé animale au sein duquel les solutions de biocontrôle devraient croître à un rythme de 10%/an.

Fig. 3: Marché du Biocontrôle (haut), part du biocontrôle au sein du marché des pesticides et de la santé animale respectivement (bas)



Source: Company Data (historical); IBMA; Bio Market Database DunhamTrimmer LLC; Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

3.2. Bénéficiant d'un contexte favorable

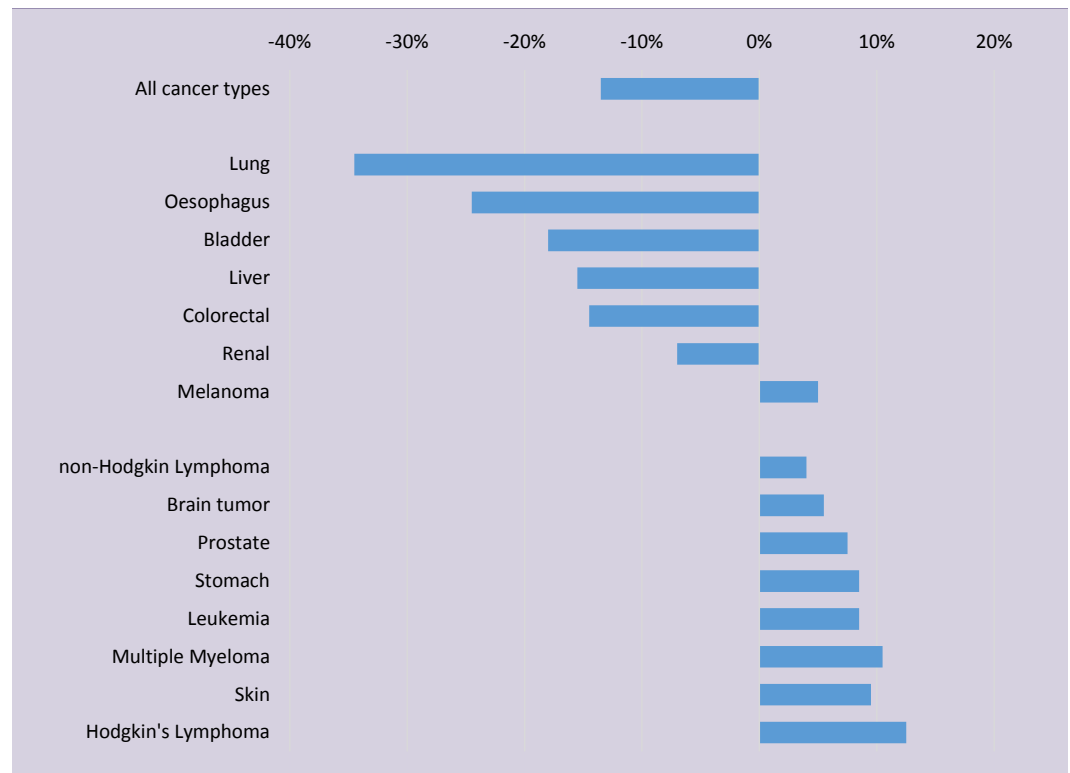
3.2.1. Pesticides au cœur des préoccupations de santé

Pesticides : 3 millions d'intoxications par an, 220,000 décès

L'organisation mondiale de la santé estime que chaque année dans les pays développés, 3 millions de personnes souffrent d'intoxication liés aux pesticides, entraînant la mort de 220,000 d'entre elles. Outre ces effets de court terme, des niveaux d'intoxications indécélables pourraient avoir des effets de long terme. Aux USA et en France, deux principales cohortes d'agriculteurs sont suivies afin d'étudier ces effets suspectés (« Agricultural Health Study » aux USA, « AGRICAN » en France).

Alors que les agriculteurs présentent un risque de développer un cancer plus faible que la population générale, il ressort néanmoins onze pathologies pour lesquelles un lien avec l'exposition aux pesticides est soupçonné (huit formes de cancer et trois maladies neurodégénératives). Notons que la maladie de Parkinson et le lymphome non hodgkinien ont été classés récemment comme maladies professionnelles en France pour les agriculteurs.

Fig. 4: Risque de développer un cancer (agriculteur vs. population générale, %)



Source: Adapté de Baldy et Lebailly (2007); Bryan, Garnier & Co ests.

3.2.2. Législation et intérêt des agrochimistes

De fait, de nombreux Etats et organismes internationaux ont manifesté leur volonté de limiter les impacts négatifs de la protection chimique sur l'environnement et les hommes, et ce faisant favorisent les techniques permettant un maintien des rendements.

En Europe la Directive 2009/128/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 octobre 2009 instaure un cadre pour parvenir à une utilisation des pesticides compatible avec le développement durable et régit les questions relatives aux conditions d'utilisation des produits phytopharmaceutiques destinés à l'agriculture. Cette dernière met notamment l'accent sur 1/ la protection des milieux aquatiques 2/ des nappes souterraines 2/ le durcissement de la réglementation liée à l'épandage et 4/ la nécessité de formation des individus professionnels ou non aux risques que peuvent entraîner l'usage des produits phytosanitaires sur l'homme. A travers cette directive, le parlement Européen renvoie devant les pays membres de l'UE la responsabilité de développer ou renforcer la législation encadrant l'utilisation des pesticides afin que leur usage soit plus compatible avec le développement durable.

Plan Ecophyto 2 vise à réduire de 25% l'utilisation des pesticides à horizon 2020

Cette Directive avait été précédée en France par le plan Ecophyto 2018, proposé lors du Grenelle de l'environnement fin 2007. Ce plan a deux objectifs principaux :

- Réduire de 50% l'usage des produits phytosanitaires d'ici à 10 ans (2018),
- Retirer du marché les préparations intégrant l'une de 53 substances actives les plus préoccupantes, dont 30 avant la fin de l'année 2008.

Loi Labbé : pesticides interdits pour les collectivités et particuliers en 2017 et 2019 respectivement

Le plan Ecophyto 2 (rapport Potier), s'inscrit dans la lignée du premier plan tout en repoussant cependant le premier objectif à 2025 et en y intégrant la contrainte d'une réduction de l'utilisation des produits phytosanitaires de 25% à horizon 2020. La mesure la plus concrète de ce plan, entrée en vigueur en Juillet 2016, est une baisse des ventes de pesticides (en nombre de dose unité) de 20% à horizon 2021. Cette mesure intègre une dérogation pour les produits de biocontrôle. La loi Labbé du 23 janvier 2014 interdit quant-à elle l'utilisation des pesticides dans les espaces publics et les jardins particuliers à horizon 2020 et 2022, horizon ramené à 2017 et 2019. Dès le 1^{er} janvier 2017, les pesticides ne seront plus en vente libre pour les particuliers et seul un vendeur certifié « certiphyto » sera en droit de les vendre.

En Allemagne, en Suisse ou encore dans certaines régions d'Italie, des subventions ont été mises en place afin de favoriser l'adoption de ces techniques non nocives pour l'environnement. Ainsi, nous observons une forte pénétration des différentes techniques de biocontrôle et notamment de confusion sexuelle dans les exploitations (*Chapitre 4. Le segment des phéromones*).

4. Le segment des phéromones

4.1. M2i positionné sur un segment porteur...

Le segment prometteur des phéromones, substituts durables aux pesticides

Le biocontrôle comprend 4 grandes familles bien spécifiques de lutte biologique. M2i se positionne plus spécifiquement sur le marché des phéromones dans l'approche de la gestion comportementale animale et comme substitut des pesticides en biocontrôle végétal, confère *Chapitre 10. Annexes.*

Fig. 5: Segmentation du marché du biocontrôle

	Substances Naturelles	Médiateurs Chimiques	Micro-organismes	Macro-organismes
Produits types	biostimulants, biofertilisants	Sémiochimiques, phéromones	Virus, bactéries, champi.	Insectes, acariens, nématodes

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

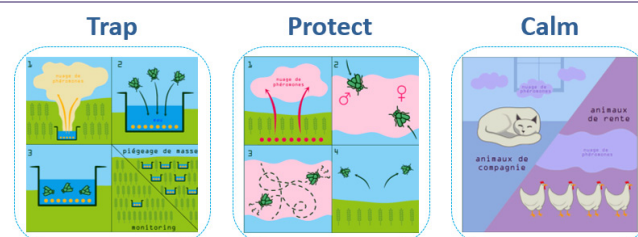
Dans le domaine végétal, les phéromones sont utilisées depuis le début des années 90. Il en existe deux utilisations principales ayant pour but soit de perturber, soit de piéger les insectes.

- **Perturbation de la phase de rapprochement des mâles et femelles ou phénomène de *confusion sexuelle*.** En saturant l'atmosphère en phéromones, les mâles sont incapables de localiser les femelles. Cela limite les accouplements, le nombre d'œufs donc de chenilles et par conséquent diminue les dégâts sur les plantations et les récoltes uniquement.
- **Le Piégeage** consiste en la diffusion de phéromones capables d'attirer les insectes (femelles et/ou mâles) d'une espèce dans une zone spécifique afin de les piéger.

Chez l'animal, les phéromones trouvent leur application à travers la gestion du comportement et la répulsion des parasites. Nous y reviendrons en détail dans le *Chapitre 7. Biocontrôle Animal.*

- **La gestion du comportement** via l'utilisation de phéromones s'est développée fortement ces dernières années pour les animaux de compagnie. En atteste le lancement par Virbac du Zenifel en juin 2015, dont M2i assure une partie de la fabrication. Pour les animaux de rente, l'intérêt de cette technologie n'est pas à négliger, le stress des bêtes en élevage intensif ayant un impact direct sur 1/ la qualité de la viande (couleur, conservation) et 2/ les rendements (prise de poids plus faible et une hausse de l'agressivité pouvant entraîner blessures et mort i.e. pertes sèches). La solution développée par M2i vise à se substituer aux neuroleptiques pour abaisser le stress.
- **Le contrôle des parasites** représente une réelle opportunité pour la plateforme développée par la société. En effet, la présence de parasites dans les élevages entraîne l'administration d'une grande quantité d'antibiotiques aux animaux. Aujourd'hui, 80% des antibiotiques produits sont à destination des animaux, soulevant le problème de l'émergence de résistances.

Fig. 6: Les mécanismes naturels du biocontrôle offerts par M2i



Source: Company Data (historical).

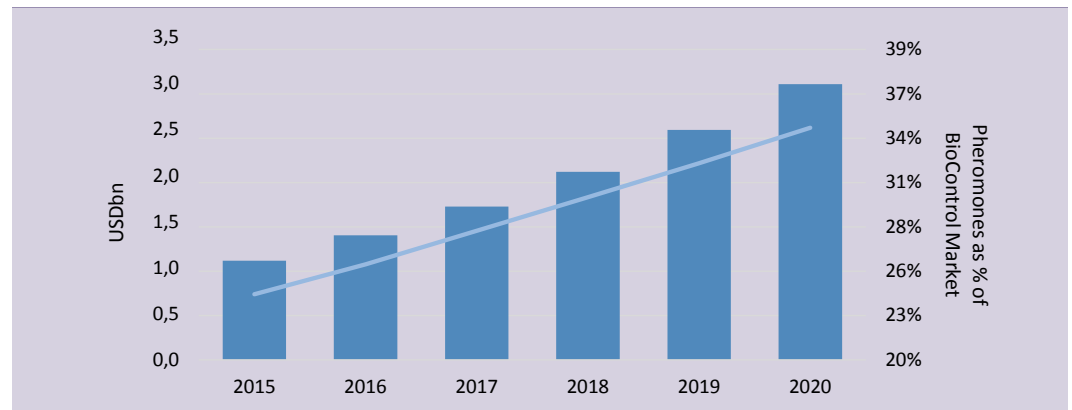
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

4.2. ... en croissance de +20% par an...

Les phéromones (animal et végétal) un segment de USD1bn en croissance de +20% par an

Au sein d'un marché en plein essor, le segment des phéromones devrait afficher un rythme de croissance annualisé de 22%. Ainsi, sa taille devrait tripler pour tutoyer les USD3bn à horizon 2020 (BGé) et représenter un tiers du marché global du biocontrôle à cet horizon.

Fig. 7: Croissance anticipée du marché des Phéromones (végétal et animal)

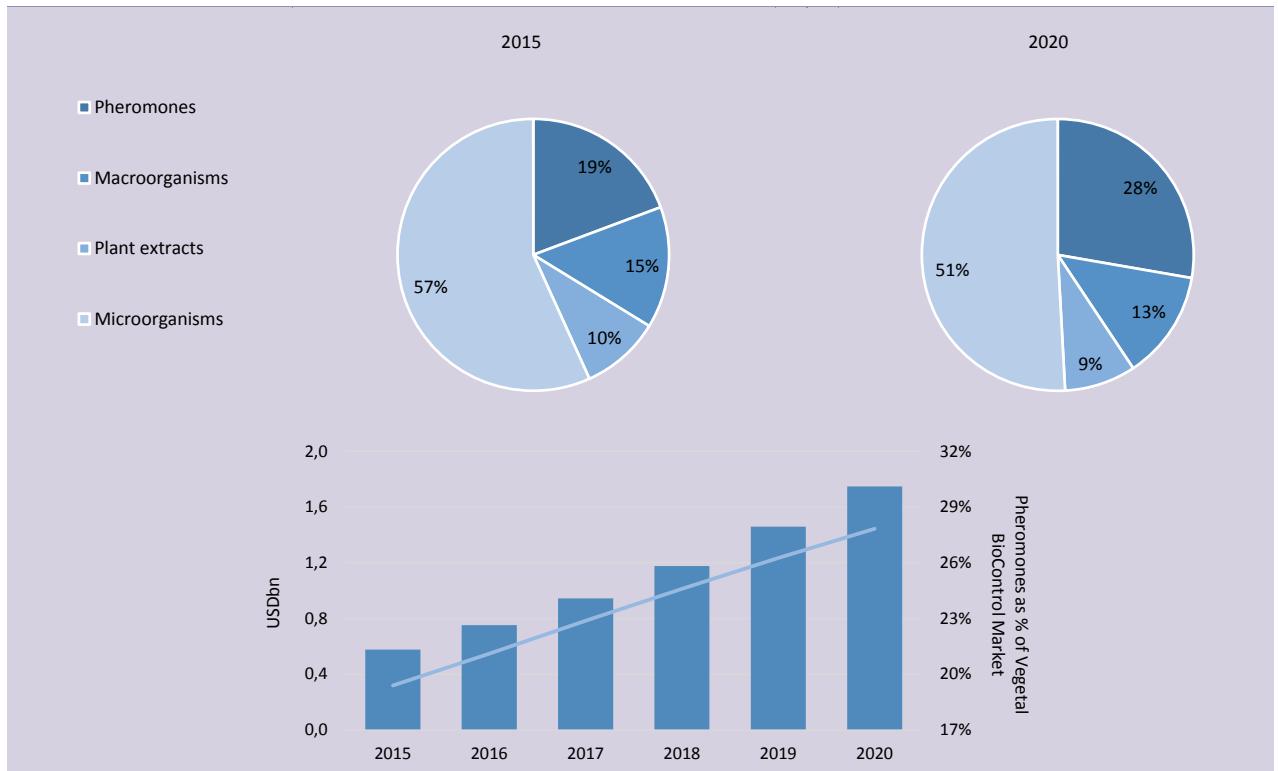


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Phéromones dans le domaine végétal 25% de croissance par an

Dans le domaine végétal, la croissance du biocontrôle sera tirée par les phéromones dont nous estimons un rythme de croissance annualisé à horizon 2020e de 25%.

Fig. 8: Part des phéromones sur le marché du biocontrôle végétal

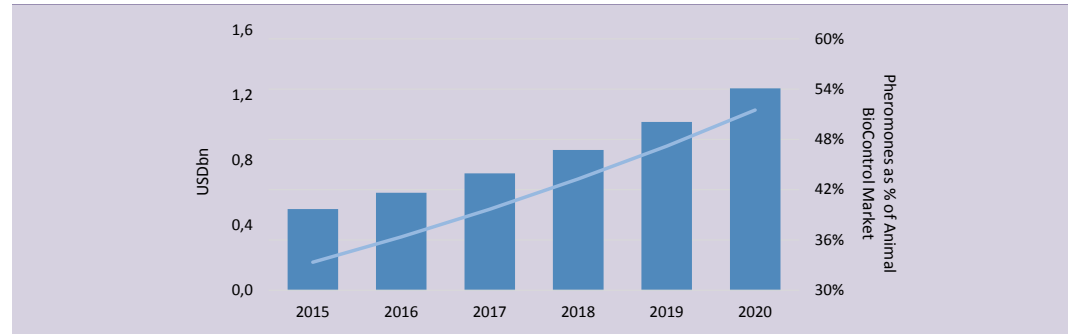


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Phéromones dans le domaine animal 20% de croissance par an

Au sein du marché de la santé animale, nous identifions le biocontrôle comme un segment pour lequel l'intérêt des acteurs du secteur devrait se renforcer au cours des prochaines années. Ainsi, nous estimons la croissance du segment des phéromones au sein du biocontrôle animal à 20% par an.

Fig. 9: Part des phéromones sur le marché du biocontrôle animal



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Nous pensons que la tendance décrite ci-dessus devrait se poursuivre, portée par la reconnaissance croissante des avantages liés à l'utilisation des phéromones contre les autres techniques disponibles.

4.3. ... porté par de réels avantages !

Comparé aux autres segments du marché du biocontrôle et notamment celui des micro- et macro-organismes, le segment des phéromones se distingue de façon très claire par plusieurs aspects : 1/ spécificité, 2/ non-toxicité, 3/zéro résistance et 4/ temps de développement plus court.

Fig. 10: Présentation des différentes techniques de biocontrôle végétal

	Substances Naturelles	Médiateurs Chimiques	Micro-organismes	Macro-organismes
Produits types	biostimulants, biofertilisants	Sémiochimiques, phéromones	Virus, bactéries, champi.	Insectes, acariens, nématodes
Avantages ↑	Innocuité Dispense d'homologation	Spécifique et biomimétique Soutenu par associations 0 résidus/intrants (zéro tox)	Usage en agriculture bio. Versatilité	Technologie simple/naturelle
Inconvénients ↓	Coût élevé (application) Peu d'innovation	Coût encore élevé Peu d'innovation	Faible tenue Résistance Résidus/intrants (tox)	Coût élevé Dépose/transport difficile Efficacité variable Résistance

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

4.3.1. Les phéromones : spécificité et non-toxicité

Phéromones : risque zéro pour la santé

Les risques pour la santé et l'environnement liés à l'utilisation de phéromones sont considérés comme nuls de par leur spécificité. Deux facteurs doivent être considérés à savoir la toxicité du produit et les niveaux d'exposition. Nous noterons tout d'abord que les humains sont naturellement exposés aux phéromones d'insectes dans les maisons, jardins et champs sans événements secondaires non désirés. Enfin, le relargage de phéromones se fait en quantités limitées, la sensibilité des insectes les faisant répondre aux doses faibles. Le risque d'exposition à une dose trop forte de l'ingrédient actif est donc marginal. En conséquence, la pollution des sols et des eaux est elle aussi infime car comparable aux émissions naturelles (OECD, guidance for registration requirements for pheromones and other semiochemicals used for arthropod pest control).

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

4.3.2. Faible résistance et temps de développement court, une solution aux impasses agronomiques

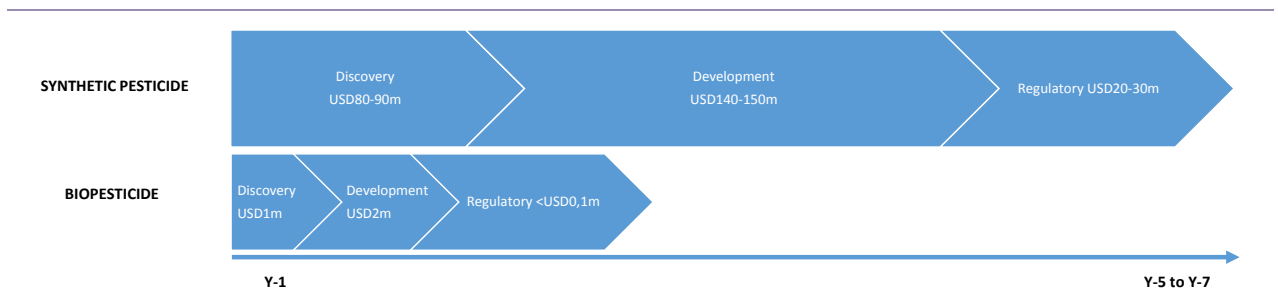
Aucune résistance observée et possible

L'utilisation de phéromones peut être rapprochée d'une solution définitive car elle n'entraîne pas de résistance ou d'accoutumance. Il s'agit de molécules spécifiques naturellement produites par les espèces, contrairement aux pesticides chimiques qu'il faut redévelopper tous les cinq à dix ans.

Coût de développement hautement compétitif et gains de temps significatifs

Par ailleurs, il est important de noter que le temps et le coût de développement des outils de biocontrôle sont bien plus courts et bien moins élevés que pour les pesticides traditionnels (et micro-organismes). Cela est d'autant plus applicable aux phéromones et constitue l'une des forces de M2i qui bénéficie d'une complète maîtrise de son outil de production (cf. Chapitre 9. *Outils industriel flexible*).

Fig. 11: Temps et coût moyen de production d'un produit de biocontrôle vs. pesticide traditionnel et micro-organisme (par étape, échelle indicative)



Source: Adapté de: Bio Market Database DunhamTrimmer LLC; Bryan, Garnier & Co ests.

Alors que le coût global de développement d'un pesticide traditionnel varie entre USD240m et USD270m, il en faudra moins de USD5m pour développer un biopesticide. Ce constat ne s'applique cependant pas aux micro-organismes dont les coûts de développement restent élevés et dépassent parfois ceux des pesticides traditionnels. Les sociétés œuvrant dans le domaine des biopesticides (exc. micro-organismes) sont impliquées plus tard dans le processus de découverte, car elles utilisent bien souvent des matériaux issus de la recherche publique. Dans bien des cas, certaines universités ou organismes publics sont clients des sociétés. C'est le cas de M2i dont une part marginale de son chiffre d'affaires provient de l'INRA qui souhaite développer des outils de biocontrôle. Cette étroite relation permet d'entretenir un dynamisme au sein du département R&D de la société. Les temps de développement sont aussi réduits car ces dernières n'ont pas à conduire d'études toxicologiques de long terme. Notons que les coûts de R&D de M2i qui maîtrise toute la chaîne de valeur, et ce du développement à la fabrication du produit fini, sont de l'ordre de EUR1-2m par phéromone.

Aides des gouvernements et temps d'homologation plus court que pour les pesticides ou OGM

Certains gouvernements (France, USA) donnent une priorité aux demandes d'examen de produits de biocontrôle végétal en vue d'une approbation. Ainsi, le temps de revue est plus court que pour les pesticides chimiques traditionnels. Alors que plus de deux années sont nécessaires à un pesticide ou micro-organisme pour être approuvé, il faudra compter 18 mois environ pour une phéromone, substance naturelle ou macro-organisme. En France, l'arrêté du 9 avril 2008 prévoit l'allègement des charges pour la constitution et le dépôt des dossiers d'homologation, allant dans certains cas jusqu'au financement de certains dossiers. Enfin, Les coûts de lancement dans l'agrochimie sont élevés, tutoyant bien souvent USD200m (*Crop Life America*). A contrario, seulement USD10m seront nécessaires pour des produits de biocontrôle. M2i ne supporte que marginalement les coûts de lancements car la société est associée à des groupes de distribution tels que Biobee, Nufarm ou encore Koppert (cf. *Chapitres 6.2., 7.3. et 7.4.*).

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Réponse aux impasses agronomiques

Ces avantages mettent en lumière la capacité que pourraient avoir les biopesticides sur les pesticides traditionnels à répondre plus rapidement aux impasses agrochimiques. Ces dernières sont définies comme l'incapacité que connaissent certains agriculteurs à protéger leur production faute de produits disponibles car bien souvent ayant été jugés nocifs et retirés du marché. La récente interdiction des néonicotinoïdes votée par l'Assemblée Nationale en mars, en réponse au dépérissement des abeilles, illustre parfaitement ce cas. Ainsi, cette interdiction sans dérogation qui rentrera en application au 1^{er} septembre 2018 laisse entrevoir un retour de la jaunisse virale ou de ravageurs comme les pucerons sur les productions arboricoles (noisette), céréales, maïs ou betterave. Cela pourrait entraîner une chute des récoltes estimée entre 15% à 40% en fonction des cultures et instaurer une distorsion de concurrence entre la France et ses voisins européens.

4.4. Freins au développement

Le développement des techniques de biocontrôle, bien que 1/ répondant à de nombreuses limites que connaissent les pesticides traditionnels et 2/ s'inscrivant dans une volonté législative est encore freiné.

Des freins historiques au développement des phéromones

4.4.1. Logistique (macro-organismes)

La contrainte logistique est un frein majeur au développement des macro-organismes. En effet, les sachets contenant les œufs doivent être disposés à la main dans les cultures. Par ailleurs les législations nationales relatives à l'importation d'êtres vivants sont lourdes. Cela restreint la capacité de développement des groupes spécialisés à l'international ou entraîne des coûts non négligeables d'implantation.

4.4.2. Coût des méthodes d'applications

Les techniques de confusion sexuelle traditionnelles nécessitent une certaine technicité quant à leur application et impliquent une augmentation significative du temps passé au traitement i.e. coût final pour le producteur. Comme illustré ci-dessous, les diffuseurs doivent être disposés à la main dans les plantations. Une application de pesticides traditionnels par sprayage est plus rapide et reste pour les agricultures nécessitant une production de masse l'alternative de traitement privilégiée avec les micro-organismes, et ce en dépit de leur toxicité.

4.4.3. Accès à la phéromone

Actuellement, CBC Shin-Etsu est la seule multinationale bénéficiant du savoir-faire de synthèse nécessaire permettant la production d'une phéromone à grande échelle. Le processus de fabrication d'une phéromone chez CBC Shin-Etsu implique plusieurs étapes de synthèses. D'autres sociétés, de taille plus respectable ont aussi développé un savoir-faire de synthèse mais leur structure et leur typologie de clients ne leur permet de répondre qu'à un petit nombre de commandes de faible quantité (*Chapitre 6.3. Concurrence dans le biocontrôle végétal*)

4.4.4. Efficacité questionnée ?

Faute de recul quant à leur utilisation, le nombre de publications techniques et économiques sur les outils de biocontrôle sont peu nombreuses. Alors que les macro-organismes affichent un taux de succès faible, de l'ordre de 60%, les pesticides et micro-organismes ont une efficacité proche de 100%. Néanmoins ces deux derniers entraînent une toxicité et une résistance ou mutation génétique abaissant leur efficacité au fil des ans. Les phéromones quant à elles sont non toxiques et des premières études menées par M2i montrent une efficacité 1/ similaire aux pesticides chimiques et 2/ prolongée dans le temps. Ces points sont abordés dans les *Chapitres 5.1.1. Microencapsulation* et *5.2. Efficacité améliorée.*

Fig. 12: Diffuseurs de phéromones de BASF (gauche) et Shin-Etsu (droite)



Source: BASF, Shin-Etsu, Andermatt Biocontrol AG.

5. M2i, un leader des phéromones

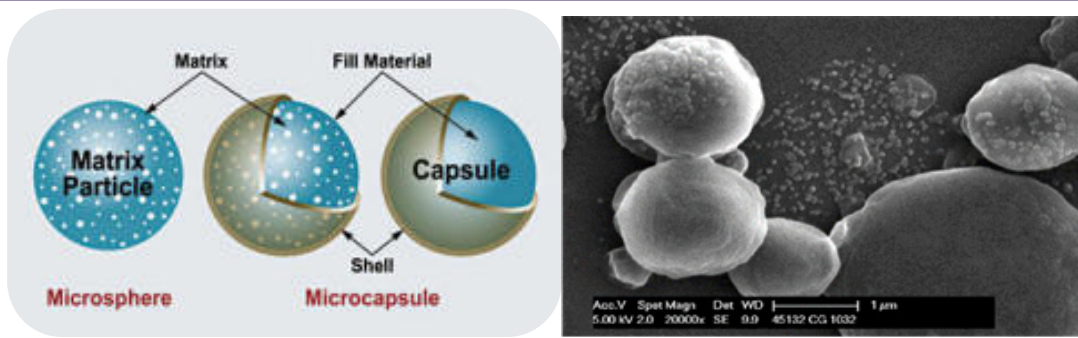
5.1. Une technologie de rupture

5.1.1. La microencapsulation

La technologie de M2i répond aux freins historiques

La technologie de microencapsulation développée par M2i permet un relargage contrôlé de la substance phéromonale. Le principe actif est microencapsulé par émulsion dans une cire naturelle, d'abeille, d'huile d'olive ou de toute autre nature sans ajout de solvants. Les cires utilisées par M2i sont biodégradables entre 120 et 140 jours. Cette technologie de rupture permet un contrôle de la mobilité de l'actif au sein de la particule en fonction de la taille et des cires utilisées. Le contrôle de la libération des phéromones dans le temps permet 1/ de réduire la quantité de produit par diffuseur et 2/ d'allonger la durée de relargage sans porter préjudice à l'efficacité.

Fig. 13: Technologie de microencapsulation



Source: Company Data (historical).

La microencapsulation permet une efficacité prolongée et des applications simples

Cette technologie peut aussi autoriser la formulation de préparations avec de multiples principes actifs (phéromones) pour un coût de production équivalent à un produit que nous qualifierons de plus traditionnel. L'utilité est évidente pour les cultures soumises aux dégâts causés par plusieurs types d'insectes. Seules de faibles dépenses de recherche et développement seraient nécessaires afin de déterminer l'éventuel effet antagoniste d'une phéromone sur un autre type d'insecte.

5.1.2. Protection brevetaire jusqu'en 2029

Le portefeuille de brevet du groupe est constitué de 21 brevets regroupés sous 11 familles et couvrant les deux domaines d'activités de la société que sont la chimie fine et le biocontrôle. Les premiers brevets tomberont dans le domaine public en 2029. Nous avons listé ci-dessous les brevets propres à la technologie et ses applications (phéromones et réactions chimiques non incluses). Olivier Guerret (Directeur du pôle Biocontrôle de la société M2i) avait développé cette dernière chez Coatex, avant que la société ne se fasse racheter par Arkema en 2007.

Fig. 14: Brevets détenus par M2i (incl. licences) portant sur la technologie

Numéro (publication ou dépôt)	Dénomination	Dépôt	Délivrance	Expiration	Commentaire
15511374	Particules contenant des phéromones et procédé de fabrication	18/02/2015	n/a	18/02/2035	
1559087	projectibles oxodégradables contenant des phéromones	25/09/2015	n/a	29/09/2035	
1563491	Composition solide pour le relargage contrôlé de substances sémiocchimiques	30/12/2015	n/a	30/12/2035	
FR0703890	Procédé pour formuler des principes actifs odorants afin de les protéger et d'augmenter leur rémanence	01/06/2007	24/07/2009	XX	licencié à COATEX
FR0705045	Procédé de formulation de principes actifs agrochimiques pour réguler leur cinétique de libération, les protéger des agressions extérieures et sécuriser leurs utilisateurs	12/07/2017	14/01/2011	XX	licencié à COATEX
FR1262499	Microparticules d'agents actifs	20/12/2012	27/06/2014	XX	licencié à COATEX

Source: Company Data (historical).

Protection brevetaire jusqu'en 2029 à minima

Les brevets clés du groupe dans le domaine des largages contrôlés de phéromones ont été construits autour du savoir-faire portant sur la microencapsulation de substances actives dont les applications en agriculture ont été licenciés de manière exclusive par Coatex, filiale du groupe Arkema spécialisée dans la conception et production d'additifs de rhéologie à base d'eau (mécanique et résistance des plastiques et fluides). Cet accord de licence conclu initialement pour une période de 5 ans en 2013 a été prorogé jusqu'à la date d'expiration des brevets (i.e. 2029). Il prévoit aussi le transfert de savoir-faire. La présence d'Alain Mari, Président Directeur Général de Coatex au conseil d'administration de M2i peut être vue comme rassurante quant à la volonté des deux groupes d'inclure dans le temps le licenciement de ce brevet.

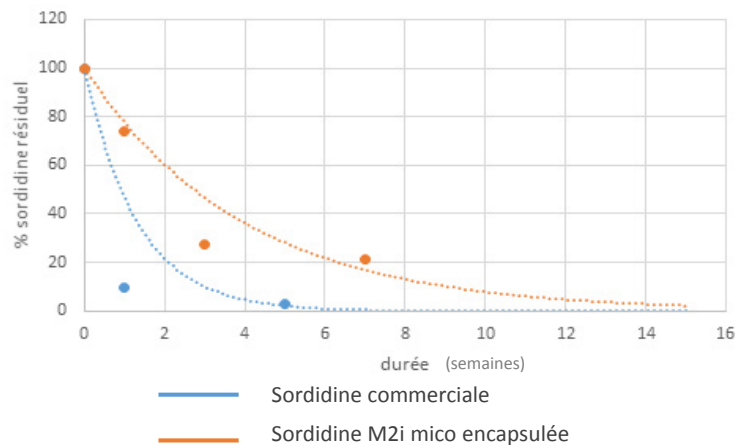
Néanmoins M2i a aujourd'hui un portefeuille de brevets bien plus large et le risque latent que peut représenter cet accord avec Coatex est faible au regard du portefeuille de brevets que la société a développé dans le domaine du biocontrôle.

5.2. Une efficacité améliorée...

Efficacité sur 120 jours vs. 60 jours pour un pesticide traditionnel

La microencapsulation confère une cinétique de relargage stable et allongée permettant aux produits commercialisés par M2i d'afficher une efficacité continue pendant 90 à 120 jours environ contre 30 à 60 en moyenne pour les diffuseurs de phéromone classique. Dans l'exemple ci-dessous, environ 60% du principe actif reste encapsulé après 15 jours contre 20% seulement pour un insecticide traditionnel.

Fig. 15: Cinétique de relargage (exemple du charançon du bananier, sordidine)

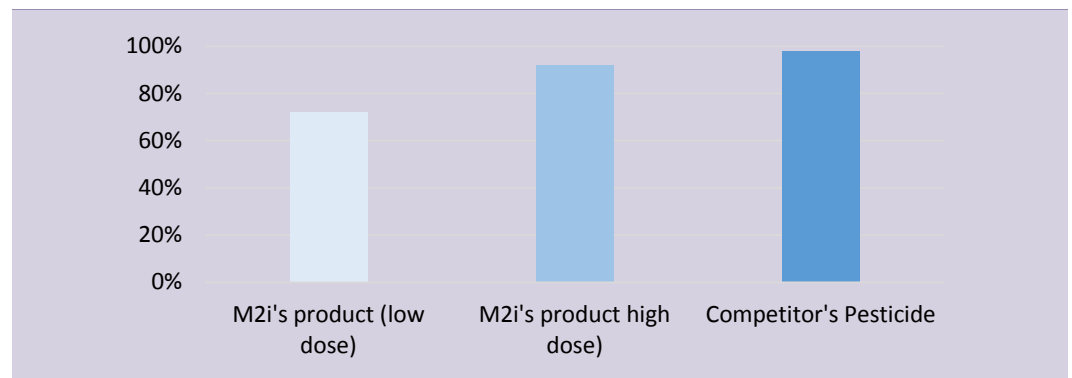


Source: Company Data (historical).

Efficacité comparable à un insecticide de milieu de gamme

Cette spécificité, clé de différenciation des produits de la société ne se fait pas au détriment de l'efficacité. Dans les mois à venir, les résultats de nombreux essais (cf. *Chapitre 11.5. Newsflow dense*) actuellement menés par la société devraient être publiés. Nous pensons qu'ils valideront d'avantage la valeur ajoutée de la plateforme et renforceront la reconnaissance de la société ainsi que de la classe des phéromones.

Fig. 16: Efficacité du produit de M2i (2 doses testées) vs pesticide concurrent dans la confusion sexuelle de la sésamie du maïs



Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

5.3. ... couplée à des applications novatrices

8 applications novatrices

La microencapsulation autorise une grande polyvalence dans les procédés d'applications et a permis à M2i de significativement élargir le spectre de clients adressable. Depuis 2014, 8 nouvelles applications ont été développées par les ingénieurs de la société afin de proposer des solutions répondant au mieux aux défis rencontrés par les exploitants, les collectivités publiques ou encore les particuliers.

Fig. 17: Procédés d'applications développés par M2i



Source: Company Data (historical).

Un département R&D dynamique

Chacune de ces méthodes vise à être utilisée dans un domaine et pour des applications spécifiques qui seront évoquées au travers des prochains chapitres de cette note. Afin de d'entretenir le dynamisme de sa plateforme de R&D, la société noue deux types de partenariats, en chimie et dans la preuve du concept de ses applications existantes.

De multiples collaborations INRA, l'ENSCM ou encore le CNRS

- Les partenariats dits de « chimie » se focalisent sur la recherche fondamentale afin d'explorer des voies de synthèse innovantes. La société est ainsi en relation étroite avec Chimie ParisTech, l'ENSCM, le CNRS ou encore l'INRA.
- Les partenariats applicatifs visent à établir une preuve du concept sur des produits via des mises en cultures de diffuseurs. On retrouve dans ce type de partenariats deux campagnes d'essai paintball, et des essais de traitement des maïs. Deux autres partenariats méritent une attention particulière selon nous.
 - En collaboration avec l'INRA, M2i développe un projet de test de piégeage de masse sur des champs en Tunisie. C'est ici la capacité qu'aura la technologie de microencapsulation de maintenir sa cinétique de relargage dans un environnement soumis à des variations de température d'une grande ampleur qui sera intéressante. Nous ne nous attendons pas à voir une variation de l'efficacité supérieure à +/-15%.
 - Des tests en vignes, sont actuellement en cours pour lutter contre la mouche Suzuki des fruits dans les vignobles du Sauternais. Le rayonnement de ce vignoble à l'international sera très certainement un levier dans la capacité du groupe M2i à s'exporter.
 - Des essais en cours sur la vigne en sprayable en France, il s'agit des premiers essais du dossier d'homologation que M2i entend déposer d'ici 24 mois.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

5.4. La réponse aux limites actuelles

De par une efficacité supérieure sur les phéromones dites classiques (développées et commercialisées par ses concurrents) et similaire aux pesticides, M2i place son offre comme alternative directe aux pesticides chimiques.

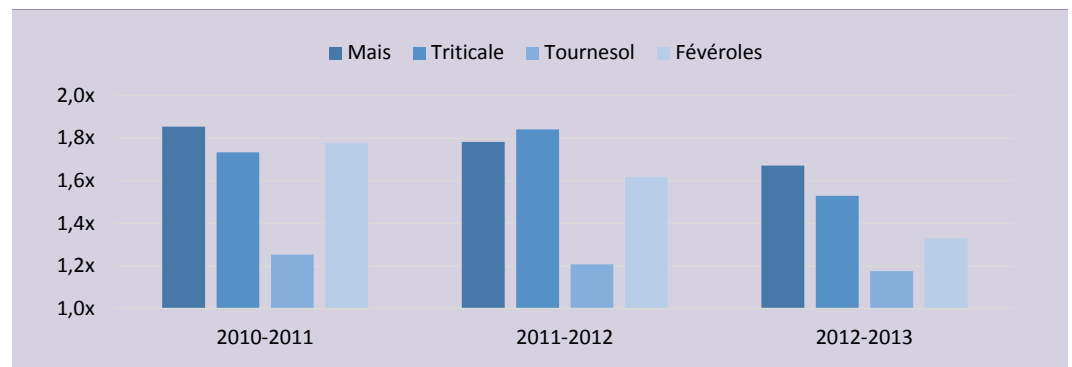
Comme évoqué précédemment, l'intérêt principal d'un producteur est le maintien et/ou la hausse de son rendement par hectare, mais aussi sa capacité à maintenir son prix de sortie. La plateforme technologique de M2i permet selon nous de répondre à ces deux problématiques. Un autre sujet et pas des moindres est l'évolution des conditions de travail. Ici encore, les procédés d'applications offerts par M2i permettent de maintenir et dans certains cas d'abaisser la pénibilité des tâches.

Maintien du rendement et potentielle hausse prix de sortie

Les parcelles traitées avec les produits de la société peuvent être éligibles au label bio, à la demande de l'agriculteur. Cela pourrait permettre de dégager un prix de sortie supérieur à ce qu'il aurait été avec l'utilisation de pesticides chimiques. Les agriculteurs augmentent ainsi leur revenu agricole et ce sous l'effet de prix de ventes à l'hectare supérieurs et de charges par hectares elles aussi moindres. Ainsi en France par exemple l'écart de marge nette est de EUR500/HA en bio contre EUR250/HA en traditionnel. Cet écart est encore plus important en Amérique du Nord.

Possibilité pour les agriculteurs d'augmenter leur prix de sortie « label BIO »

Fig. 18: Evolution des prix payés aux producteurs de produits Bio/non-Bio



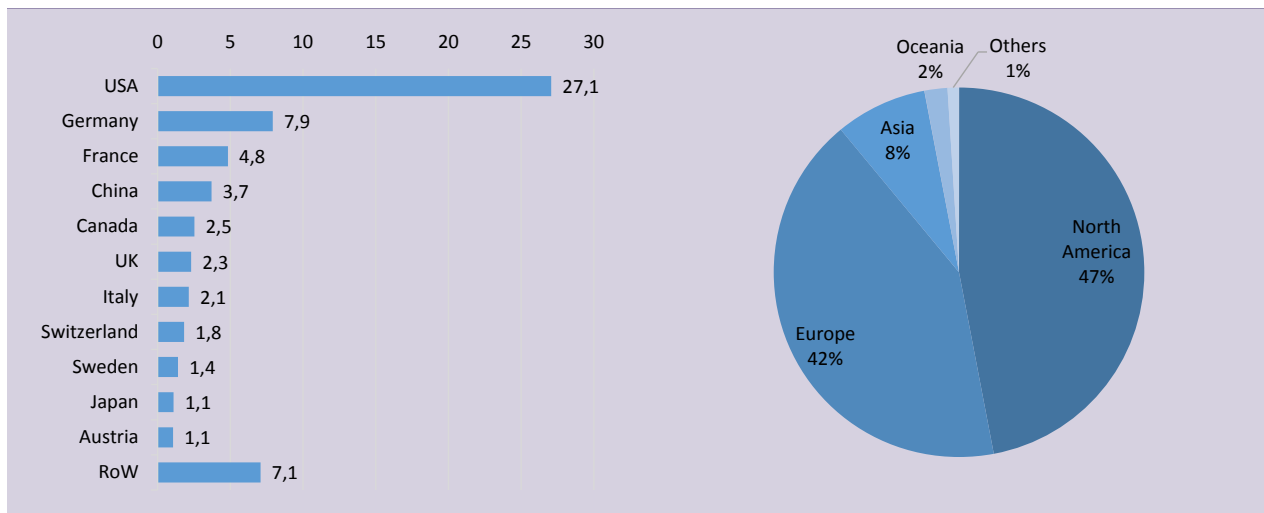
Source: <http://www.franceagrimer.fr/filiere-grandes-cultures/Cereales>.

Intérêt croissant de la grande distribution

Les grands distributeurs et groupes alimentaires, de plus en plus tournés vers l'image qu'ils véhiculent intègrent dans l'atteinte de leurs objectifs environnementaux la mesure des résidus de produits phytosanitaires. Aussi, nous pensons qu'ils seront de plus en plus incités à s'approvisionner auprès de producteurs facilitant l'atteinte de ces critères. Ceux-ci allant à leur tour favoriser les groupes d'agrochimie leur permettant d'écouler un maximum de leur production. Cette tendance s'affirme d'autant plus qu'elle s'inscrit dans les habitudes de consommation de la génération Millénaire. Cette dernière tend à favoriser la qualité et l'origine des produits aux dépens de l'image de marque. Par conséquent, elle est un acteur majeur du succès des produits éthiques (« bio », sans-apport, « fait-main »). Les USA représentent le principal marché pour les produits « bio » (43% du marché global estimé à plus de USD60bn en 2014), en croissance de 11% par an.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Fig. 19: Distribution du marché des produits organiques en valeur (top 10 en USDbn, régions en %)



Source: FIBL & IFOAM, *The World of Organic Agriculture, Statistics & Emerging Trends 2016*.

Des procédés d'application participant à l'amélioration des conditions de travail

Vers une amélioration des conditions de travail

Les méthodes d'applications disruptives développées par M2i vont permettre de démocratiser l'utilisation des phéromones. En effet, elles permettent de recourir à un traitement alternatif aux pesticides, et ce dans des conditions proches des traitements actuels en termes d'efficacité et de coût de traitement à l'hectare.

Dans les grandes cultures, les méthodes d'application des phéromones actuellement commercialisées par les concurrents de M2i demandent l'immobilisation de capital humain afin de disposer les diffuseurs dans les cultures. La technique de sprayage développée par la société permet une diffusion homogène en un temps beaucoup plus court. Par ailleurs, la cinétique de relargage stable et allongée permet une à deux applications par saison, contre trois à cinq pour des pesticides classiques.

Pour les collectivités devant traiter les forêts contre la processionnaire du pin, la technique de relargage des phéromones encapsulées dans des billes de paintball se présente comme une alternative ludique, efficace et rentable suite à l'interdiction des épandages.

Des prix 1.5x à 2x fois moins chers que les produits concurrents

Des prix hautement compétitifs

Les prix facturés par M2i sont similaires à ceux des sociétés proposant des pesticides chimiques de moyenne gamme tout en permettant un prix de sortie supérieur pour l'exploitant (« label BIO »). Comparés aux autres phéromones, les prix de M2i s'avèrent hautement compétitifs, 1.5 à 2 fois moins chers que les produits concurrents.

Fig. 20: Comparaison des prix de traitement par ha de vigne

Company	Product	Technology	Target	Average cost EUR/HA	Application included
M2i	n/a	Pheromone	<i>Lobesia botrana</i>	100€/ha	YES
BASF*	RAK 2	Pheromone	<i>Lobesia botrana</i>	175€/ha	NO
CBC Shin-Etsu	ISONET 2	Pheromone	<i>Lobesia botrana</i>	150€/ha	NO
CBC Shin-Etsu	ISONET L	Pheromone	<i>Lobesia botrana</i>	110€/ha	NO
Syngenta	AFFIRM	Pesticide	Tout	70€/ha	NO
Bayer	Proclaim	Pesticide	Tout	120€/ha	NO

*BASF s'approvisionne en phéromones chez Shin-Etsu

Source: Company Data (historical); Coût des fournitures 2015.

Un procédé de fabrication comportant peu d'étapes, permettant de maintenir un prix faible

Comme décrit dans le chapitre 4.4.3. *Accès à la phéromone*, le processus de fabrication de CBC Shin-Etsu implique plusieurs étapes de synthèse pour la fabrication de la phéromone de la Lobesia. Cela protège selon nous M2i du risque de voir Shin-Etsu baisser significativement ses prix. Notons par ailleurs que le processus développé par M2i ne comporte que 2 étapes de synthèse, permettant à la société de réaliser des marges plus importantes.

6. Biocontrôle Végétal

M2i ambitionne de devenir un acteur majeur du biocontrôle végétal en développant ses activités dans le domaine de la lutte contre les ravageurs à destination des grandes cultures, des espaces publics ainsi que des jardins particuliers (parc et jardins). Afin d'adresser ces différentes typologies de clients et de marchés, le management a élaboré une stratégie commerciale mixte. Alors que l'accent sera mis sur les partenariats afin de maximiser la pénétration dans les marchés à gros volumes, une commercialisation en propre sera privilégiée pour les applications à plus haute valeur ajoutée et moins concurrentiels.

6.1. Les grandes cultures

6.1.1. Portefeuille existant

Un portefeuille existant large

Les solutions proposées par M2i à destination des grandes cultures sont utilisées dans les techniques de monitoring, « mass trapping » (piégeage) ou confusion sexuelle. A aujourd'hui la société dispose d'un portefeuille de 14 gammes de produits pour 18 types de cultures. La flexibilité de l'outil industriel de la société (*chapitre 9. Outil industriel flexible*) lui permet à M2i de rester opportuniste sur certains marchés. De nombreux antiparasitaires sont développés sous différentes formes, à la demande de certains clients, ou encore pour le compte de la société, pour des essais, afin de déterminer la forme principale de commercialisation.

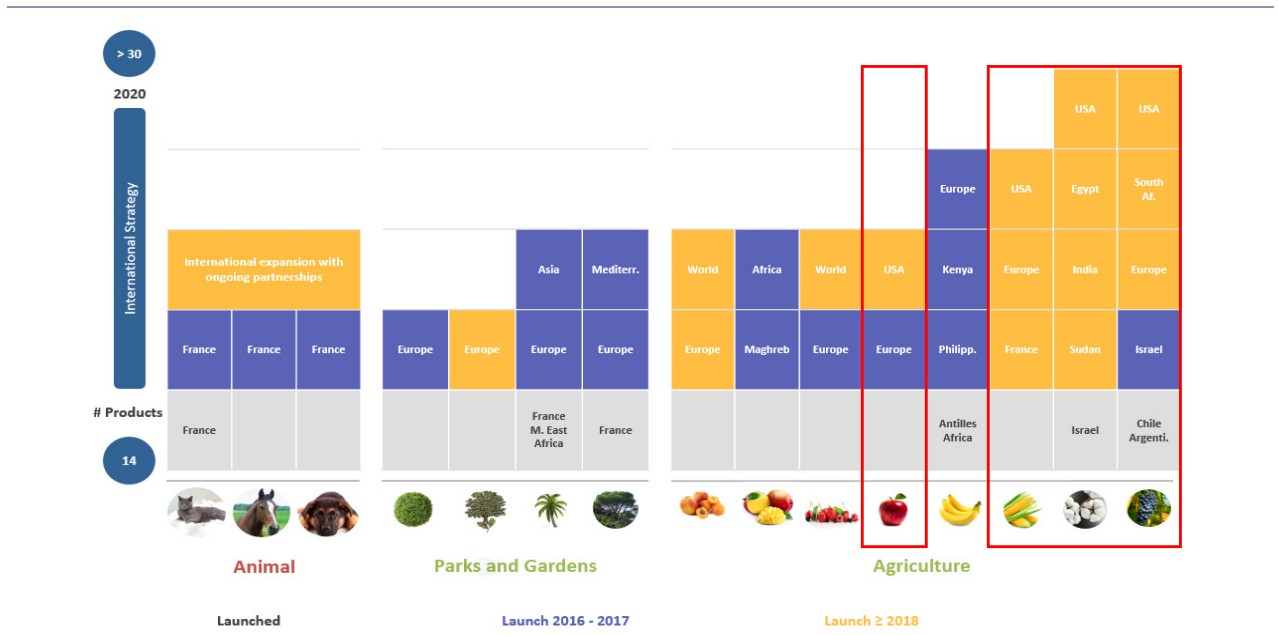
Fig. 21: Offre actuelle de la société pour les grandes cultures (non exhaustif)

Ravageur	Produit	Pays	Forme
Charançon du bananier	Sordi Pro classic / Sordi Pro caps	Antilles / Afrique	Classique et gel micro encapsulé
Charançon du palmier	Rhynco pro caps / Rynchopro drops	France / Moyen-Orient	Liquide, granulé et gel micro encapsulé
Mineuse de la tomate	Tuta pro drops / Tuta pro caps	Europe / Afrique / Moyen orient	Granulé et gel micro encapsulé
Mouche de la Mangue	Ceratitits pro caps / Ceratitits pro drops	Afrique de l'Ouest / Maghreb	Granulé et gel micro encapsulé
Batrocera invadens / dorsalis...	Batrocera pro drops / Batrochera Pro Caps	France / Afrique Ouest / Maghreb	Granulé et gel micro encapsulé
Oryctes	Oryctes pro drop / Oryctes pro classic	Afrique / Asie du Sud Est	Plusieurs variantes
Mouche suzuki	Suzuki pro classic / Suzuki pro caps	France / Allemagne	Bouteille à mèche granulés
Ver rose du cotonnier	Pectipro spray	Israël	Spray
Pyrale du buis	BoxT Pro caps	France	Seringues et forme « peinture liquide»
Processionnaire du pin	Pine T Pro ball / Pine T Pro caps	France	Eppendorfs et paintball
Charançon de la patate douce	Cylas Pro	Afrique francophone	Septum
Foreur de la canne à sucre	Chilo Pro Caps	Antilles / Afrique	Gel
Mouche de l'Olive	Oleae Pro Caps	France / Méditerranée	Gel
Mouche de la datte	Batrachedra Pro Caps	Moyen-Orient / Maghreb	Gel
Eudémis de la vigne	LB Pro	France / Chile, Argentine / Israël	Spray
Mouche orientale du fruit	na	Afrique / Chili, Argentine	Spray

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

6.1.2. Des lancements prometteurs

Fig. 22: Lancements prévus au cours des trois prochaines années



Source: Company Data (historical).

Le biocontrôle végétal grande culture, 65% des ventes en 2020e contre 5% aujourd'hui

Notre modélisation des revenus de la société tirés du biocontrôle végétal a fait l'objet d'une approche par pays des opportunités de vente dans le traitement des grandes cultures de 1/ vigne, 2/ coton, 3/ maïs et 4/pomme & poire. Alors que ces cultures ne représentaient qu'environ ~5% des revenus de la société en 2015 (BGe), majoritairement tirés des premières ventes relatives aux essais menés, elles devraient en représenter ~65% en 2020.

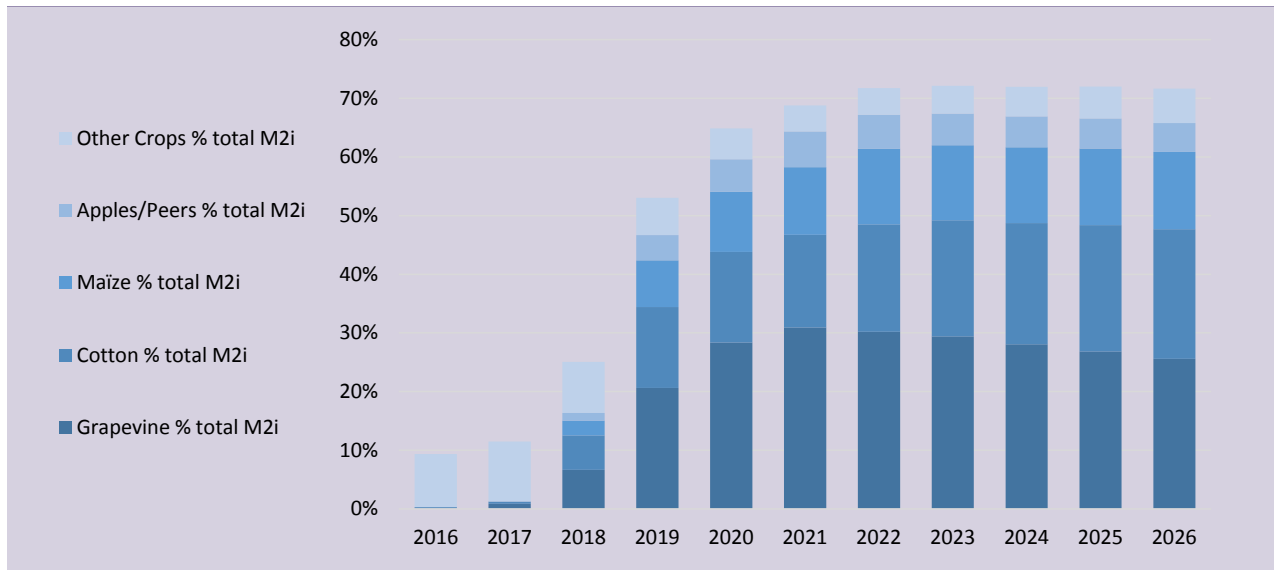
Fig. 23: Ventes Grandes Cultures de la société

in EURm (otherwise indicated)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Crops	1,3	1,9	6,1	22,3	40,5	54,5	59,6	62,9	64,0	65,2	66,3
% growth	11677%	47%	232%	263%	81%	35%	9%	5%	2%	2%	2%
% total M2i	9%	11%	25%	53%	65%	69%	72%	72%	72%	72%	72%
o/w Grapevine	0,0	0,1	1,6	8,7	17,7	24,5	25,1	25,6	25,0	24,3	23,7
% growth		3759%	1064%	433%	104%	38%	2%	2%	-3%	-3%	-3%
Grapevine % total M2i	0%	1%	7%	21%	28%	31%	30%	29%	28%	27%	26%
o/w Cotton	0,03	0,1	1,4	5,8	9,7	12,5	15,2	17,3	18,4	19,5	20,5
% growth	209%	94%	2147%	303%	66%	30%	22%	13%	7%	6%	5%
Cotton % total M2i	0%	0%	6%	14%	15%	16%	18%	20%	21%	22%	22%
o/w Maize	0,0	0,0	0,6	3,4	6,4	9,2	10,7	11,1	11,5	11,9	12,2
% growth				444%	91%	43%	17%	4%	3%	3%	3%
Maize % total M2i	0%	0%	3%	8%	10%	12%	13%	13%	13%	13%	13%
o/w Apples/Peers	0,0	0,0	0,3	1,8	3,4	4,8	4,8	4,7	4,7	4,6	4,6
% growth				457%	91%	39%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Apples/Peers % total M2i	0%	0%	1%	4%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
o/w Other Crop	1,2	1,6	2,1	2,7	3,3	3,5	3,8	4,1	4,5	4,9	5,4
% growth		35%	29%	25%	22%	7%	8%	9%	9%	10%	10%
Other Crops % total M2i	9%	10%	9%	6%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	6%

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Fig. 24: Pourcentage des ventes de la société tirées des grandes cultures



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

6.1.3. Cas de la vigne : un tiers des revenus de M2i en 2020^e

La vigne, fer de lance de M2i

Les solutions actuelles

Parmi les offres à destination des grandes cultures, la vigne représente le plus gros potentiel de ventes pour la société. Nous estimons que près d'un tiers des revenus devrait provenir de ce type de cultures à horizon 2020^e.

L'un des principaux ravageurs de la vigne est l'Eudémis (i.e. Lobesia), un papillon profitant de l'écorce excoriée du cep pour hiverner et pondre. Cette plante est le principal hôte de la larve de l'Eudémis qui se nourrit des raisins en les perforant et favorise ainsi l'installation de pourriture (*Botrytis cinerea*) pouvant entraîner la perte des récoltes.

Actuellement, plusieurs solutions existent :

- Solutions chimiques pour une lutte préventive ou curative (recours aux traitements par insecticides ou acylurées). Ces deux types de traitements, en plus d'être toxiques pour l'environnement entraînent une toxicité résiduelle. Par ailleurs, plusieurs administrations sont nécessaires entraînant un coût important.

■ Approches biologiques :

Fig. 25: Aperçu des différentes approches biologiques dans le traitement de la vigne

Ravageur	Hôte	Approches			
		Micro-organismes	Macro-organismes	Phéromones	Extrait naturels
Vers	Grappe de raison	Bt	aucune solution	Prévention en amont	Spinosad
Eudémis	Cep de vigne	Bt	aucune solution	confusion sexuelle	Spinosad

Source: Company Data (historical); rapport réseau ENDURE.

L'insecticide à base de *Bacillus thuringiensis* produit des toxines provoquant des lésions dans le tube digestif des larves qui meurent en 48 heures. Bien que très efficace, cette technique comporte de nombreuses limites. Tout d'abord, elle n'est pas spécifique à un type d'insecte et peut ainsi modifier l'équilibre de l'écosystème de la vigne et l'apparition d'une résistance au bacille a été démontrée (*travaux de l'Institut de Recherche sur la Biologie des Insectes*). Enfin, deux traitements doivent être administrés. Ce n'est qu'un minimum car la sensibilité du bacille aux rayons UV ou à la pluie peut nécessiter des administrations répétées (tous les dix jours) et donc un coût de traitement important.

Le Spinosad est une solution naturelle à base d'extraits de deux toxines (spynosyne A et D) sécrétées par une bactérie vivant dans le sol (*Saccharopolyspora spinosa*). Il agit comme une neurotoxine qui rapidement après contact ou ingestion provoque chez l'insecte une excitation du système nerveux menant à des contractions musculaires puis à la paralysie totale. Cet insecticide biologique n'est pas spécifique et a une durée de vie d'environ trois heures. En plus d'une toxicité démontrée chez les abeilles, des résidus peuvent être trouvés dans le vin (*étude FIBL, Suisse*).

L'approche de M2i est la plus respectueuse de l'environnement dans la protection du patrimoine viticole

L'approche de confusion sexuelle est à ce jour la plus respectueuse de l'environnement et n'entraîne pas de phénomènes de résistance, de toxicité éventuelle ou de cross-over inter-espèces. Bien que coûteuse et nécessitant une pose laborieuse, elle a néanmoins séduit de nombreux récoltants. Les différents rapports sur son utilisation pointent vers une pénétration de cette approche dans 3% à 5% des vignobles Français en 2014. Les vignobles Suisses et Allemands utilisent quant à eux cette méthode dans 45% et 75% des surfaces cultivées respectivement. Notons que l'arrêt des subventions des Länder Allemands pour la méthode de confusion sexuelle risque d'abaisser le taux de pénétration et est intégré dans notre valorisation.

Potentiel de la technologie de M2i

Nous pensons que l'apport technologique via microencapsulation proposé par M2i va contribuer à la reconnaissance de la méthode de traitement. En effet, l'application en spray n'entraîne aucun surcoût lié à la pose et permet d'atteindre un coût de traitement comparable à un insecticide de milieu de gamme, avec une efficacité comparable voire supérieure.

Fig. 26: Comparaison du prix de traitement par ha de vigne

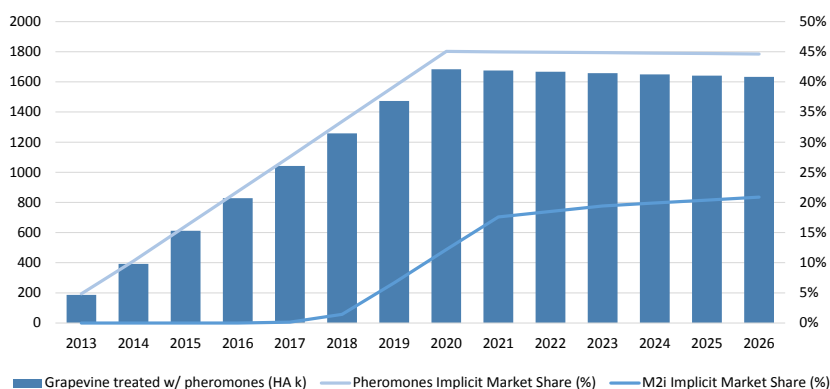
Company	Product	Technology	Target	Average cost EUR/HA	Application included
M2i	n/a	Pheromone	<i>Lobesia botrana</i>	100€/ha	YES
BASF	RAK 2	Pheromone	<i>Lobesia botrana</i>	175€/ha	NO
CBC Shin-Etsu	ISONET 2	Pheromone	<i>Lobesia botrana</i>	150€/ha	NO
CBC Shin-Etsu	ISONET L	Pheromone	<i>Lobesia botrana</i>	110€/ha	NO
Syngenta	AFFIRM	Pesticide	Tout	70€/ha	NO
Bayer	Proclaim	Pesticide	Tout	120€/ha	NO

Source: Company Data (historical); Coût des fournitures 2015.

La vigne, EUR25m de ventes en 2020e

La vigne représente légèrement plus de 2% des surfaces cultivées en France avec moins de 800,000 hectares, derrière l'Espagne (1m ha) et la Chine (800k ha). Mais les ambitions de la société dépassent le seul marché français. En ne retenant que les pays dans lesquels M2i envisage de commercialiser son produit contre l'Eudémis, la surface de vigne adressable s'étend à 3.841m d'hectares. Ajusté de la pénétration 1/ des phéromones et 2/ de M2i sur ce type de cultures, nous estimons une part de marché de la société passant de <1% en 2015 à 12.2% en 2020e, puis à 20% en 2025e (% de pénétration dans les cultures de vignes traités par phéromones) soit ~EUR25m de ventes à terme.

Fig. 27: Hectares de vigne traités par phéromones (EURm, gauche et en %, droite) et part de marché implicite* de M2i (en %, droite)



*Inclus les pays suivants: Chili, Argentine, Israël, France, Allemagne, Italie, Espagne, Portugal, Afrique du Sud, USA.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Méthodes émergentes: une utilisation limitée

Des méthodes émergentes aux nombreuses limites

Parmi les technologies émergentes et pouvant potentiellement représenter un risque à moyen-long terme pour la société, nous noterons celle de la confusion vibratoire. Cette technique a été testée chez les cicadelles (insecte suceur se nourrissant de la sève des végétaux et inféodé à la vigne), vecteur de la flavescence dorée (*Scaphoideus titanus*), une maladie de la vigne à l'origine de pertes de récoltes importantes (plus de 25k HA atteints en France). L'accouplement chez les cicadelles met en jeu une communication par signaux vibratoires spécifiques, initiés par la mâle et propagés par la plante, pouvant dans certains cas se transmettre de cep en cep (Cokel & Virant-Doberlet, 2003 ; Eriksson et al., 2011). Il a été possible de reproduire ce phénomène en laboratoire et d'empêcher les accouplements (Mazzoni et al., 2009b). Aussi, les premières études à petites échelle menées dans des cultures en Italie affichent un taux de femelle non fécondées oscillant entre 80% et 100% (*Exploitation of Insect Vibrational Signals Reveals a New Method of Pest Management*, Eriksson et al., 2012). La variabilité des résultats met en exergue une des limites de cette technologie qui peut être expliquée par l'émission de signaux vibratoires contradictoires des mâles rivaux. Enfin, nous pensons que le champ d'application de cette méthode reste limité car les cicadelles sont à notre connaissance les seuls insectes utilisant cette voie de communication pour leur reproduction.

6.1.4. Autres grandes cultures

Maïs,
Coton,
Pomme/poire

D'autres types de grandes cultures représentent un potentiel de vente important pour la société selon nous.

- La sésamie du maïs (*Sesamia nonagrioides*). Cet insecte pouvant entraîner des pertes de rendement atteignant jusqu'à 30% du potentiel de la culture est l'un des ravageurs ayant entraîné l'adoption rapide des OGM. Cette méthode est cependant de plus en plus décriée et les techniques de biocontrôle coûtent encore trop cher pour pouvoir être largement adoptées. En effet, la seule technique actuellement existante (exc. Pesticides) est le recours au trichogramme (macro-organismes). Néanmoins, ces derniers se présentant sous la forme d'œufs enfermés dans des capsules doivent être disposés à la main ou épanchés par hélicoptère.
- Le ver rose du coton est en pleine recrudescence, et notamment en Inde. Alors que la grande majorité des plants de coton sont des OGM, le ver rose du coton a muté au fil des années (résistance) et s'attaque de nouveaux aux plants. Bien que Monsanto affirme que cette résistance est « naturelle et prévisible » elle inquiète car hormis les pesticides, aucune technique actuellement commercialisée ne permet de lutter efficacement contre ce ravageur.
- La Carpocapse de la pomme et de la poire. La confusion sexuelle via des méthodes d'application traditionnelles et coûteuses et la principale technique utilisée dans les vergers de pommes et poires. La carpovirusine est un insecticide bio commercialisé depuis la fin des années 90' connaît un intérêt croissant mais nécessite cependant 3 à 5 applications par an.

Nous entrevoyons les lancements prochains de la phéromone contre le ver rose du coton, la sésamie du maïs ou encore le Carpocapse de la pomme et de la poire comme créateurs de valeur pour la société. Nos estimations pointent vers une contribution de ces solutions à 32% du chiffre d'affaires à horizon 2020 soit EUR16.1m et EUR32.7m en 2026. Les modèles de ventes pour ces deux marchés se trouvent à la fin de ce rapport (*chapitre 12. Annexes*).

Des opportunités aussi
larges qu'il y a d'insectes
ravageurs

Notons que les opportunités de développement ne s'arrêtent pas ici pour la société. Le colza, le blé, l'orge ou encore le tabac sont autant d'exemples de cultures pouvant être traitées par M2i. Ces dernières étant encore en phase de développement précoce, nous ne les avons pas considérées dans notre modèle.

1/ Des partenariats assurant une visibilité forte.

2/ Commercialisation en propre pour les marchés locaux/peu concurrentiels

M2i associé aux distributeurs leaders

6.2. Une stratégie commerciale mixte

La stratégie commerciale de M2i diffère en fonction de la phéromone lancée, du type de culture et du marché à adresser. La synthèse reviendrait à dégager deux axes principaux : 1/ des partenariats structurants pour pénétrer les grandes cultures et les marchés de masse, 2/ une commercialisation en propre pour les marchés locaux et/ou moins concurrentiels.

6.2.1. Des partenariats structurants, Nufarm et Biobee

NUFARM

Nufarm est un groupe d'agrochimie employant plus de 3,500 personnes dans 100 pays et ayant réalisé USD2.7bn de ventes en 2015. M2i et Nufarm ont signé en décembre 2015 un accord de commercialisation d'une durée de deux ans (renouvelable trois ans à l'initiative de la société) portant sur la phéromone de la processionnaire du pin via la méthode du paintball et eppendorf qui devrait arriver sur le marché Français dans le courant de l'année 2016. Cet accord fait de Nufarm le distributeur exclusif de M2i en France pour cette phéromone. Le partenaire est responsable des démarches d'homologation pays par pays et M2i de la production et de l'approvisionnement.

Nous estimons les ventes liées à cet accord à EUR1.5m en 2020, en prenant pour hypothèse une commercialisation en France uniquement. Les ventes découlant de cet accord constituent la source de revenu principal des ventes du segment Parc et Jardins dans notre modèle et son détaillées en annexe de ce rapport.

Nufarm a officiellement demandé à la société l'extension de ce partenariat à d'autres territoires, M2i réserve pour le moment sa réponse dans l'attente d'une analyse plus approfondie des autres marchés.

BIOBEE

L'accord conclu en décembre 2015 avec Biobee concerne le développement et la mise sur le marché des produits de la vigne, de la pomme et du coton. Biobee est un acteur majeur de la lutte antiparasitaire et biologique ainsi que du contrôle de la pollinisation. Le partenaire de M2i est responsable de la commercialisation des produits cités précédemment en Israël, Afrique du Sud, Chili et Argentine (non-exhaustif) de manière exclusive et en Inde, Turquie et Brésil (entre autres) de manière non-exclusive. Tel que formulé actuellement, l'accord exclut les USA. Biobee distribue par ailleurs les produits existants du portefeuille de M2i (e.g. processionnaire du pin en Israël). Biobee garantit contractuellement à M2i un chiffre d'affaires de EUR500k à compter de 2019.

La société négocie actuellement d'autres partenariats avec des distributeurs qui référenceront entre 5 et 10 produits de la gamme jardin de la société. Dans cette même gamme, M2i a développé avec Koppert pour Bayer Jardins un produit contre la pyrale du buis. Koppert le distribue à grande échelle dans les jardinerie européennes dont il est le distributeur.

Dans les grandes cultures, des partenariats avec des coopératives agricoles visent à être signés à l'image de ce que l'entreprise a fait avec Invivo dans le domaine animal et végétal ou encore Arvalys dans le cadre d'un Fond Unique Interministériel pour la lutte contre le Taupin.

M2i et Ceva développent actuellement plusieurs produits dans la lutte parasitaire (*cf. Chapitre 7.4. Un second partenariat vertueux avec Ceva*). Par ailleurs, les deux sociétés sont des acteurs importants de la création de la Pheromone Valley, projet visant à mettre en place un cluster dans le Grand Sud Ouest pour promouvoir les solutions de biocontrôle animal et de biocontrôle végétal et qui devrait voir le jour d'ici la fin de l'année 2016.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Lorsque des partenariats de distribution sont noués, les produits de la société sont commercialisés sous la marque blanche « M2i enhanced® ». Cela permet de maximiser la pénétration des produits tout en assurant une visibilité croissante de la société auprès du client final. Plus largement, l'intérêt des grands groupes d'agrochimie et des distributeurs pour M2i est palpable, ces derniers bénéficiant de l'opportunité d'associer leur image à des solutions innovantes dans un marché où l'offre existante n'a pas connu de rupture technologique depuis plus d'une décennie.

6.2.2. Une vente en marque propre sur les niches

Sur des marchés moins concurrentiels ou de taille plus restreinte, M2i envisage une commercialisation en propre. Elle devra pour ce faire renforcer sa force de vente qui se compose à aujourd'hui de :

- 4 commerciaux qui gèrent la gestion des grands comptes et adressent directement les coopératives, grossistes ou distributeurs en Amérique (Nord et Sud), Europe occidentale et Afrique de l'Ouest et du Sud.
- 11 agents commerciaux chargés de l'implantation et l'importation dans les zones géographiques éloignées telles que l'Asie-Pacifique et Moyen-Orient. Dans ces dernières, ils sont chargés d'identifier les potentiels partenaires locaux et pilotent les homologations.

La vente de produits en marque propre se fait directement aux coopératives et/ou grossistes. Dans certains cas, la société peut avoir recours à un partenariat en plus de sa force de vente propre. Ainsi, les coûts de lancement sont faibles pour le groupe. On préférera parler de coûts de stockage et augmentation de la cadence de la production, développés dans le chapitre 9.1.2. *Outil Industriel*.

6.3. Concurrence dans le biocontrôle végétal

Concurrence fragmentée,
peu d'acteurs intégrés

A première vue, le paysage compétitif dans le marché du biocontrôle végétal paraît dense. Après avoir réalisé une analyse des différents acteurs présents sur le marché, nous pouvons néanmoins affirmer avec un certain degré de certitude que le profil de la société M2i place la société comme un acteur à part entière de ce segment.

Les acteurs multinationaux

Bayer, BASF, Nufarm, Certis et Sumitomo comptent parmi ces acteurs actifs non seulement sur le segment des produits de biocontrôle mais aussi sur celui des produits de lutte intégrée (pesticides). Ils possèdent un savoir-faire important en Chimie et distribution. Il convient de noter que la société BASF s'approvisionne en phéromones auprès de Shin-Etsu mais ne les produit pas elle-même. Ces multinationales ainsi que les chimistes de taille plus modeste et abordés ci-dessous ne proposent pas de méthodes d'application de rupture telles que celles offertes par M2i, ce qui a poussé Nufarm à rentrer dans un accord de collaboration avec la société.

Les chimistes

Ils sont les fournisseurs en molécules, formulées ou non. (Shin-Etsu, Bedoukian, SEDQ et Chemtica). L'ensemble des acteurs du biocontrôle végétal se procurent les phéromones auprès de ces sociétés afin de fabriquer le produit fini. Shin-Etsu est le leader de ce segment et en fournit aujourd'hui près de 90% des phéromones utilisées. Les autres acteurs ont un rayon d'action géographique plus limité (Chemtica en Amérique Centrale, SEDQ dans le bassin Méditerranéen et Bedoukian aux USA).

Les fabricants de produits finis et distributeurs

Ces sociétés sont spécialisées dans le segment du biocontrôle végétal ou secteurs liés (semences, phytosanitaires) mais n'ont aucune maîtrise de la synthèse chimique des phéromones (Biotop, Sumi Agro, Andermatt, Russel IPM, Arysta LS, Koppert, Certis). Elles distribuent les produits dont elles sont bien souvent responsables de l'homologation. Koppert, Certis, Andermatt et Isagro sont des distributeurs spécialisés dans les phéromones mais n'ont aucune activité de fabrication de produits finis. Certains d'entre eux comme Koppert et Certis depuis cette année sont des clients de M2i. Biogard, la filiale Européenne de CBC Shin-Etsu, agrochimiste et leader de la protection des cultures (quel que soit le segment) ne distribue pas directement ses produits de biocontrôle végétal. Tel est le cas pour BASF et Sutera.

Fig. 29: Paysage concurrentiel du biocontrôle végétal

	Substances Naturelles	Médiateurs Chimiques	Micro-organismes	Macro-organismes
Principaux Acteurs	Koppert	InVivo (Bioline)	BASF	Bioline (Syngenta)
	Certis (Mitsui)	Koppert	Bayer	Koppert
	Andermatt	Biogard (Shin-Etsu)	Biogard (Shin-Etsu)	Biobest (La Floridienne)
	Arysta LifeScience (PSP)	Certis (Mitsui)	Certis (Mitsui)	Certis (Mitsui)
	Novozymes	Andermatt	Arysta LifeScience (PSP)	Andermatt
	De Sangosse	Isagro	Andermatt	E-Nema
	Valagro	Suterra	E-Nema	
	Bayer	BASF	Isagro	
	Syngenta	BioBest	De Sangosse	
		Arysta LifeSciences	DOW Chemicals	
		Suterra	Monsanto	
			Dupont	
			Lallemand	
		Lesaffre		
		Pasteuria BioSc (Syngenta)		
		InVivo		

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

L'entrée sur le marché des phéromones d'acteurs tels que Monsanto, ChemChina ou Dow Chemicals s'accompagnerait d'une consolidation du secteur

Peu nombreuses sont donc les sociétés intégrées produisant les phéromones, concevant les diffuseurs et distribuant leurs produits soit en direct soit via des distributeurs. Le profil intégré de M2i rend la société capable de proposer un prix final attractif mais lui confère aussi une grande flexibilité dans le lancement de nouveaux projets de R&D, à la demande d'un client spécifique ou de manière plus opportuniste lorsqu'elle identifie un besoin sur un marché spécifique.

A plus long terme, nous n'excluons pas que des acteurs du phytosanitaire chimique tels que DuPont, ChemChina, Monsanto etc. puissent s'intéresser au segment des phéromones. Leur entrée sur ce marché devrait s'accompagner d'une consolidation du segment.

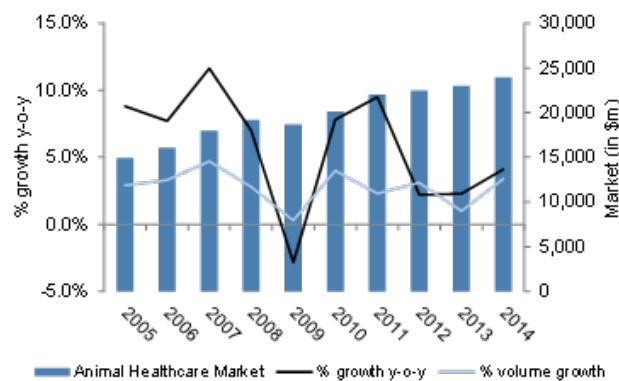
7. Biocontrôle animal

7.1. Aperçu du marché de la santé animale

La santé animale, un marché dynamique de USD24bn
2014-2015 CAGR 4.5%

La santé animale est un marché estimé à USD24bn (2014) et qui devrait croître à un rythme annualisé de 4.5% à horizon 2020 pour atteindre ~USD30bn. Il est segmenté en deux parties gouvernées par des logiques économiques bien distinctes : les animaux de compagnie et les animaux de rente.

Fig. 30: Evolution du marché de la santé animale (2005-2013)



Source: Vetnosis.

Animaux de compagnie
49% du marché

- Les animaux de compagnie (49% du marché) devraient être le principal moteur du marché avec notamment les émergents comme principal facteur de soutien (volumes, augmentation des dépenses liées à l'urbanisation). Les pays développés devraient eux rester le principal contributeur, partant du constat que les animaux de compagnie bénéficient d'une attention croissante au sein des foyers (pricing power, specialty care).

Animaux de rente, 51%
du marché

- Le marché des animaux de rente (51% du marché de la santé animale) est davantage un marché de volume guidé par des préoccupations de rentabilité. La croissance de ce segment est plus corrélée à celle du PIB et des populations au sein des zones considérées.

Dominé de longue date par les filiales des grands laboratoires pharmaceutiques, seulement trois pure players Français ressortent: Ceva, Virbac et Vetoquinol.

Fig. 31: Principaux acteurs de la santé animale (CA en USDbn)



Source: Company Data (historical).

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

7.2. M2i positionné sur le segment du biocontrôle animal

La biocontrôle utilisé principalement pour les animaux de compagnie

Comme abordé dans le *Chapitre 4.1. M2i positionné sur un segment porteur*, la maîtrise des mécanismes régissant les relations entre espèces pour influencer la gestion comportementale peut intervenir sur deux principaux segments.

- Les biocides : destinés à lutter contre les insectes ou parasites comme substituts aux antiparasitaires traditionnels. Ce marché se trouve à la lisière entre le biocontrôle animal et végétal et représente une opportunité de USD1bn pour M2i, en croissance de 5% par an. Aucune solution utilisant des phéromones n'est actuellement commercialisée.
- Le comportement animal désigne quant à lui les produits pouvant avoir un impact sur les activités de l'animal visible par un observateur extérieur. Il se décompose en deux principales familles, que nous retrouvons chez les grands acteurs : les animaux de compagnie et les animaux de rente.
 - Chez les animaux de compagnie, les compléments alimentaires, substituts de nourriture et médicaments (soumis à une autorisation de mise sur le marché) sont les produits constituant la plus grande part des ventes. La part des produits de biocontrôle, exclusivement constituée de solutions à base de phéromone était d'environ USD500m en 2015, en croissance de 20%.
 - Pour les animaux de rente. Aucun produit de biocontrôle n'est actuellement disponible et pourtant le bien-être des animaux de rente est déterminant pour l'agriculteur. Parmi les solutions existantes, aucune ne permet de prévenir des situations de stress de l'animal (impact sur le poids, la qualité de la viande). Au début des années 2000, Ceva a retiré du marché un apaisant pour cochon car son mode d'application était trop contraignant (application sur le groin).

Fig. 32: Les phéromones au sein des marchés du Biocontrôle et de la santé animale

In USDm otherwise indicated	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR15-20
Animal Health Market	24	25	26	27	29	30	4,5%
o/w Animal Biocontrol	1,5	1,7	1,8	2,0	2,2	2,4	10,0%
BioControl as % of Animal Health market	6%	7%	7%	7%	8%	8%	
Pheromones	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	20,0%
Pheromone as % of Animal Health market	2%	2%	3%	3%	4%	4%	
Pheromone as % of Animal Biocontrol Market	33%	36%	40%	43%	47%	52%	

Nos estimations excluent toute vente des phéromones dans la gestion du comportement des animaux de rente, qui fait l'objet d'un projet de R&D chez M2i.

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fort de son expertise dans le domaine des phéromones, M2i a orienté son activité à travers l'apport de solutions innovantes à destination des animaux de compagnie sur les marchés développés (Europe et USA) et des animaux de rente sur les marchés émergents (Chine principalement). Deux partenariats avec Ceva et Virbac respectivement valident selon nous la plateforme technologique et l'expertise de M2i.

Virbac et Ceva, des accords majeurs dans la santé animale

L'intérêt pour la société de privilégier un modèle de partenariats dans le domaine animal est d'éviter la mise en place d'un réseau de distribution mondial, des frais marketings lourds et une maîtrise de la chaîne logistique.

7.3. Un premier partenariat avec VIRBAC

M2i a signé avec Virbac en juillet 2014 un accord portant sur le développement et une partie de la production d'un apaisant pour chat sur la base d'un cahier des charges défini par le partenaire. Fruit d'un développement de plus d'une année, le produit, Zenifel a démontré une efficacité dans la réduction du stress chez le chat, en période de stress environnemental chronique et aigu (*Response to Acute Stress in Domestic Cats Using Synthetic Analogues of Natural Appeasing Pheromones with Nepeta cataria Extract Rich in Nepetalactone: A Double-blinded, Randomized, Positive Controlled Cross-over Study*). La solution est commercialisée sous deux formes en France depuis juin 2015 et devrait voir son lancement étendu au reste du monde d'ici à 2017.

Fig. 33: Zenifel diffuseur et spray



Source: Virbac.

Ce partenariat a été conclu pour une durée de cinq ans renouvelable tacitement pour une durée de deux ans. Dans l'éventualité où Virbac déciderait de ne plus confier à M2i une partie de la production du Zenifel, la société serait éligible au versement d'une redevance pendant 10 ans.

7.4. Un second partenariat vertueux avec CEVA

7.4.1. CEVA, un intérêt croissant pour les phéromones

Les deux sociétés ont conclu un accord majeur en Septembre 2015 portant sur le développement, la production et la mise sur le marché des produits de gestion comportementale et des insectes nuisibles présents dans l'environnement de l'animal. Ainsi, M2i est devenu le collaborateur exclusif de Ceva pour une durée de 10 ans et les deux sociétés ont mis en place un programme commun de recherche et développement, garantissant à M2i la reconnaissance de plus de EUR0.5m de revenus de R&D par an (BGe). Pour tous les actifs émanant de ce partenariat, M2i sera responsable de la production alors que Ceva sera en charge de la commercialisation. Bien que pouvant continuer à honorer les partenariats passés précédemment (Virbac), les termes de l'accord empêchent M2i d'en conclure de nouveaux dans le domaine du biocontrôle animal.

7.4.2. Mais aussi pour l'expertise en chimie de M2i

Depuis la conclusion de l'accord initial en septembre 2015, les liens entre les deux sociétés se sont renforcés, entraînant l'élargissement de l'accord initial. En février 2016, Ceva est devenu client de la division CRMO de M2i, désormais référencé pour la production de certains principes actifs vétérinaires

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

M2i a su élargir le partenariat avec Ceva de la santé animale à la production de principes actifs

7.5. R&D: Les yeux tournés vers le marché asiatique

Dans le domaine de la santé animale, M2i est impliqué dans de nombreux projets de recherche et développement. Parmi ceux-ci, le projet de développement d'un apaisant pour cochon à destination du marché Chinois a particulièrement retenu notre attention.

Opportunité dans l'apaisement du cochon en Chine, 50% du marché mondial

Lorsqu'ils évoluent dans les milieux stressés propres à l'élevage intensif, les animaux peuvent afficher une faible prise de poids et développer des comportements agressifs entraînant la détérioration de l'indice de consommation (*food conversion ratio*) et/ou des pertes sèches pour le producteur. Partant ce constat, M2i a développé une phéromone visant à calmer les animaux, plus particulièrement les cochons, et ce afin d'améliorer la prise de poids et la santé de l'animal. Suite à des résultats encourageants obtenus en France sur une vingtaine de bêtes (gain de poids et faible niveau de blessures), la société a initié des essais dans 5 fermes chinoises (une centaine de cochons) dont les résultats seront disponibles au second semestre de l'année 2016. La diffusion de la phéromone se fera via un diffuseur à chaud ou à froid (75% des enclos à cochons des fermes chinoises n'ont pas d'alimentation) et la première commercialisation, sous réserve de résultats positifs, pourrait avoir lieu dès 2017. Nous ne serions pas surpris de voir Ceva prendre en licence ce produit. La société dont l'accord avec M2i exclut le marché chinois bénéficie d'une forte implantation dans le pays. L'intérêt pour le marché chinois est d'autant plus motivé par la place qu'occupe le pays dans la production des porcs. Depuis la libéralisation de l'agriculture en Chine à la fin des années 70' la consommation de porc y a été multipliée par 7, faisant du pays le plus grand producteur et consommateur de viande porcine au monde avec près de 500 millions de cochons élevés et consommés par an, soit la moitié du marché mondial.

7.6. Ventés en biocontrôle animal

Biocontrôle animal 7% des ventes à horizon 2020e

Nous estimons que les ventes de la division biocontrôle animal devraient représenter 7% des ventes du groupe à horizon 2020, soit EUR5m, tirées par le partenariat avec Ceva notamment.

Fig. 34: Ventés biocontrôle animal

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
BIO Animal	0,2	0,9	2,0	2,5	3,2	3,9	4,7	4,7	4,7	4,5	4,1	4,1
% growth		500%	118%	29%	25%	23%	21%	0%	0%	-3%	-10%	0%
% total M2i	3%	7%	13%	11%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	4%	4%
CEVA Partnership	0,2	0,7	1,7	2,2	2,7	3,4	4,1	4,1	4,1	3,9	3,5	3,5
% growth		367%	140%	29%	25%	23%	22%	0%	0%	-4%	-11%	0%
o/w CRO - CEVA	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5		
% growth		300%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-25%		
o/w CMO pheromones - CEVA		0,1	1,1	1,6	2,1	2,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
% growth			980%	45%	35%	30%	27%	0%	0%	0%	0%	0%
Zenifel - Virbac		0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Other Pheromones		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

8. Une activité de CRMO

8.1. Aperçu du marché

Les activités de CMO (*Contract Manufacturing Officer*) et CRMO (*Contract Research and Manufacturing Officer*) regroupent les activités de recherche, développement et fabrication de principes actifs chimiques (*Active Principal Ingredients, API*). Elles interviennent en amont dans la chaîne de valeur d'un produit pharmaceutique et alimentent les groupes pharmaceutiques qui eux formulent et commercialisent.

Fig. 35: Chaîne de valeur d'un produit pharmaceutique

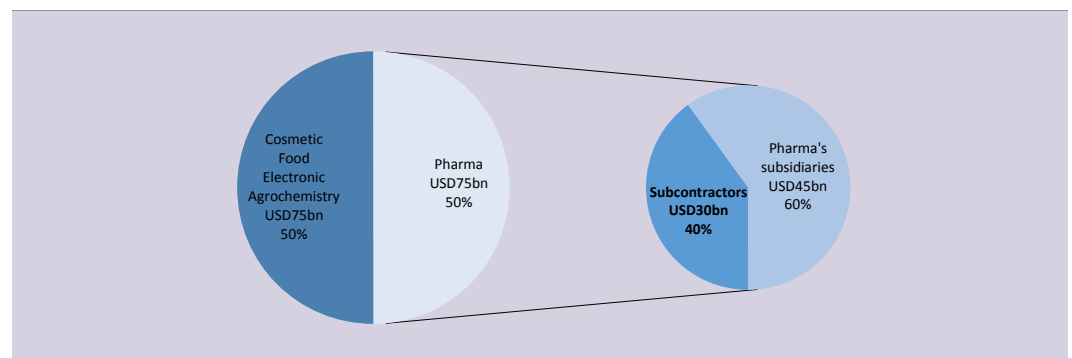


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Les API à destination de l'industrie pharmaceutique représentent 50% du marché global des API, en croissance de 8% par an et estimé à USD75bn en 2015. On distingue deux principaux types de producteurs :

- les filiales de laboratoires pharmaceutiques (30% du marché total ou 60% du marché de la chimie fine à destination des sociétés pharmaceutiques, USD45bn).
- les fabricants d'API à façon pour compte de tiers (e.g. M2i, 40% du marché global ou 40% du marché de la chimie fine à destination de l'industrie pharmaceutique). Ce sont des experts dans la synthèse de produits à structure moléculaire complexe exigeant un savoir-faire particulier. Les API sont le plus souvent synthétisées pour un seul client dans le cadre de contrats exclusifs.

Fig. 36: Marché de la chimie fine (client final)



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Une autre segmentation du marché à destination de l'industrie pharmaceutique peut être faite en fonction de l'utilisation finale de l'API synthétisé : 50% sont inclus dans la formulation des génériques, les 50% restants étant utilisés dans la formulation des « nouvelles molécules » (protégées par brevet).

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

L'Europe a bien longtemps été la principale zone de production de chimie fine. Bien que sa contribution à la production mondiale d'API se soit érodée face à la montée en puissance des concurrents asiatiques, elle continue de représenter un tiers de la production globale. La croissance du marché estimée à 8% en rythme annualisé se fait en valeur plus qu'en volume, les médicaments intégrant de moins en moins d'API dans leur composition. Cette dernière devrait être tirée par 1/ une stratégie des grands groupes pharmaceutiques visant à davantage sous-traiter afin de réserver leur capacité de financement et leur savoir-faire à la recherche, 2/ une croissance des médicaments génériques produits dans bien des cas par des fabricants n'ayant pas de capacité de synthèse d'API en interne. Le marché est hautement compétitif et dominé par des sociétés européennes (Lonza, Siegfried, Novasep), nord-américaines (Cambrex, Malinckrodt) ou japonaises (Ajinomoto). Il est estimé que les 10 médicaments les plus prescrits représentent ~40% des besoins totaux en API, poussant certains CMO à eux même sous-traiter une partie de la production qui leur est confiée.

M2i, une activité historique de CRMO

8.2. L'activité de CMO/CRMO du groupe

Cette activité se décompose en deux activités complémentaires que sont 1/ la vente de principes actifs pharmaceutiques et d'intermédiaires de synthèse (CMO) et 2/ la vente de prestations de R&D et production pour le compte de tiers (CRMO).

8.2.1. CMO

Les molécules produites ici par M2i visent à être utilisées dans les domaines de la santé humaine ou animale ainsi que dans arômes et parfums. Elles sont de deux types distincts.

Les principes actifs

Ils sont destinés à entrer directement dans la composition des médicaments. A fin 2015, la société avait 6 principes actifs commercialisés en portefeuille et plus d'une dizaine en développement. Afin de maximiser la capacité du groupe à commercialiser ses API, les projets doivent répondre à différents critères énumérés ci-dessous :

- Le produit final dans lequel l'API rentre dans la formulation doit avoir un long historique de commercialisation et de pharmacovigilance. Il doit préférentiellement bénéficier de ventes stables avec un potentiel d'ouverture sur les émergents.
- M2i a la capacité de devenir le premier producteur ou premier entrant pour un besoin que la société aura identifié et possède une maîtrise complète du développement technique et réglementaire. Ceci afin de se positionner avec un prix d'appel bas, permettant à son client d'abaisser les coûts de changement de source.

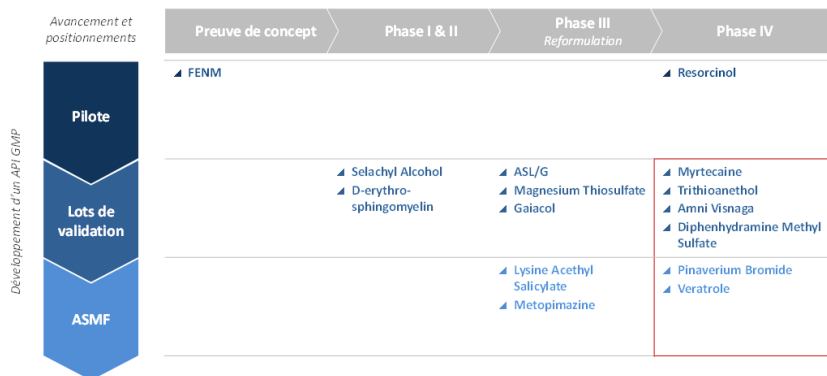
Les principes actifs pharmaceutiques sont soumis à une réglementation stricte et doivent être fabriqués selon des consignes qui constituent les bonnes pratiques de fabrication (*Good Manufacturing Practices, GMP*). Tous les principes actifs doivent faire l'objet d'un dossier AMSF (*Active Substance Master File Procedure*) et le fabricant d'un médicament est tenu de déclarer aux autorités lors de la demande d'autorisation de mise sur le marché la liste des fournisseurs. M2i reste propriétaire de son savoir-faire et ce même lorsque l'API rentre dans la formulation d'un produit commercialisé par un groupe pharmaceutique. En effet, ce dernier n'a pas accès à toutes les étapes du processus de fabrication, rendant difficile le changement d'approvisionnement une fois le médicament commercialisé.

Les intermédiaires avancés

Les intermédiaires interviennent en amont de la synthèse chimique des principes actifs. M2i se concentre ici sur le développement de réactifs pouvant être utilisés à la fois dans la synthèse de principes actifs à haute valeur ajoutée et ayant le plus d'applications possibles. Cela permet au groupe de se positionner sur la dernière étape de la synthèse qui nécessite une expertise fondamentale car ayant une grande influence sur la pureté du produit final, justifiant un prix élevé. Les intermédiaires avancés bénéficient de moins de barrière à l'entrée, car leur utilisation ne nécessite pas d'autorisation préalable.

Fig. 37: Portefeuille de produits commercialisés et en développement

Molécule	Médicament princeps et indication	Capacité de production (2016)
Principes actifs		
ANETHOLE TRITHIONE	Sulfarlem™ Bouche sèche Digestion difficile	15mt
DIPHENHYDRAMINE METHYL SULFATE	Onctose™ Prurit Piqûres d'insectes	5mt
MYRTECAINE (Nopoxamine)	Algésa™ Douleurs musculaires et ligamenteuses	2mt
MYRTECAINE LAURYL SULFATE	Acidrine™ Douleurs gastriques	500kg
PINAVERIUM BROMIDE	Dicetel™ Syndrome du côlon irritable	24mt
VERATROLE	Synthol™ Piqûres d'insectes, contusion, ecchymoses	4mt
Intermédiaires de synthèse		
BROMO-METHYL-CYCLOPROPANE	Utilisé par exemple pour la buprénorphine	4mt
N-TRIFLUOROACÉTYL-L-LYSINE	Utilisé pour le glatiramer	1.5mt
1,3 – PROPANEDITHIOL	Utilisé pour des cristaux liquides	10mt
2-BROMOTHIOPHENE	Utilisé pour le tiotropione	2.5mt
CYCLOBUTANE CARBOXYALDEHYDE	Utilisé pour par exemple le betaxolol	500kg
4-CHLOROBUTYL VERATRATE (CBV)	Utilisé pour le duspatalin	120mt

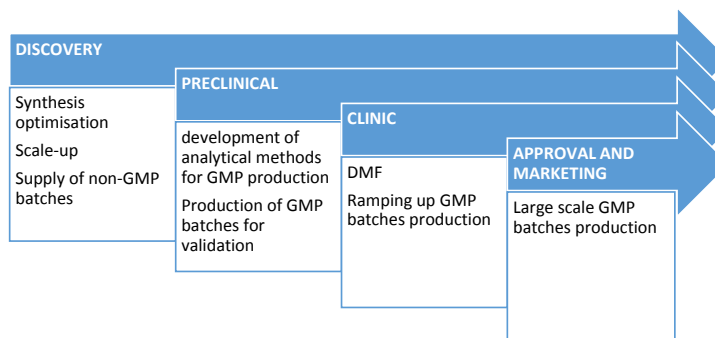


Source: Company Data (historical).

Parmi ses clients, M2i compte des industriels et laboratoires pharmaceutiques comme Ceva, BASF (mentionnés précédemment) ou encore GSK, Sanofi et Bayer. La société produit ainsi les principes actifs destinés au Synthol™ (veratrole) ou encore l'Onctose™ (diphenhydramine methyl sulfate).

8.2.2. CRMO

En plus de ses activités de ventes de principes actifs M2i met à disposition ses expertises de R&D et réglementaires au service de sociétés pharmaceutiques. L'outil industriel flexible de la société lui permet de s'adapter aux différentes contraintes volumiques, analytiques et réglementaires spécifiques à chaque dossier et étape du processus de développement pharmaceutique. Au-delà des acteurs établis du secteur, M2i s'est ainsi ouvert à des sociétés de biotechnologies, le spectre des besoins allant de quelques grammes (étude clinique) à la fourniture de plusieurs tonnes (développement complet).

Fig. 38: Services de CRMO offerts par M2i


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

8.2.3. Stabilité des revenus et couverture des frais fixes

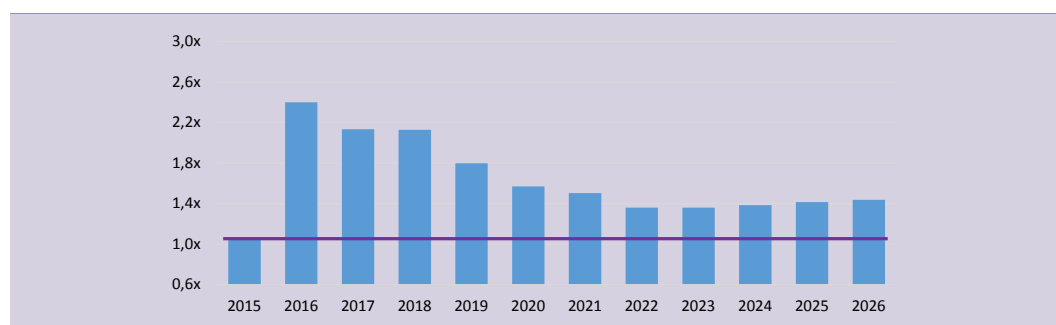
Suite à la conclusion de nombreux contrats en 2015, nous estimons que les revenus de la société provenant de la division Pharma (CMO/CRMO) devraient approcher les EUR11m en 2016, puis progresser à un rythme moins soutenu pour se stabiliser à 20% des ventes du groupe à post-2020.

Fig. 39: Revenus de la division Pharma

(in EURm otherwise indicated)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PHARMA	10,9	11,2	13,9	14,1	15,9	18,2	16,9	17,7	18,5	19,3	20,1
% growth	251%	2%	24%	2%	13%	15%	-7%	4%	4%	4%	4%
% total M2i	81%	69%	56%	34%	25%	23%	20%	20%	21%	21%	22%
CMO (exc. Pheromones) - CEVA	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
% growth		8%	7%	7%	6%	6%	0%	0%	0%	0%	0%
CMO Other	9,4	10,0	12,6	12,8	14,5	16,7	15,4	16,2	17,0	17,8	18,6
% growth	258%	7%	26%	1%	13%	15%	-8%	5%	5%	5%	5%
CRO - Other contracts	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
% growth	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

En 2016, plus de 90% du chiffre d'affaires de l'activité de CMO/CRMO devrait provenir des produits commercialisés. L'activité de CMO/CRMO est importante car elle permet de couvrir l'ensemble des coûts des biens vendus et frais d'approvisionnement engagés par la société.

Fig. 40: Ratio de couverture des COGS par les revenus de la division CMO/CRMO


Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

9. Outil industriel flexible

9.1. Les sites

9.1.1. 4 sites faisant de M2i un acteur intégré

Le groupe dispose de quatre implantations en France (103 employés à plein temps), couvrant toutes les étapes de développement des produits, de la recherche et développement au produit fin, lui permettant d'être un acteur intégré sur le marché de phéromones:

- Le siège social a été établi à Saint Cloud (région Parisienne) et compte 12 employés.
- Le centre de R&D (Lacq, Pyrénées-Atlantiques), emploie 16 personnes à plein temps. Les formules à destination des domaines du biocontrôle animal et végétal sont développées sur ce site qui dispose aussi de la capacité de produire les premiers lots destinées aux essais.
- Le centre de production de Salin-de-Giraud (Provence-Alpes Côte-d'Azur) regroupe 57 employés à plein temps. C'est le cœur de l'outil industriel du groupe au sein duquel sont produites les substances actives, phéromones et actifs intermédiaires pour l'activité CRO/CRMO. Ce site a fait l'objet d'une reprise au Groupe Solvay en 2013. Etant historiquement un site de production de principes actifs et intermédiaires de synthèse à destination de l'industrie pharmaceutique, dont les standards de fabrication sont exigeants, c'est aujourd'hui ce même site qui confère à M2i un savoir-faire unique dans la production de phéromones performantes.
- C'est à Parnac, (Lot) que se situe le dernier site du groupe, chargé du flaconnage des produits de biocontrôle. 18 personnes sont employées par M2i sur ce site.

9.1.2. L'outil Industriel

Outil de production d'une capacité de 200t actuellement

Le cœur de l'outil industriel du groupe situé à Salin de Giraud s'étale sur 20 hectares et dispose notamment d'un hall de production de 1170m² regroupant 26 réacteurs répartis sur 6 lignes. Chaque réacteur dispose d'une capacité moyenne de production proche de 2000 litres correspondant à une capacité réactionnelle du bâtiment de 55m³. Les réacteurs étant interconnectés, le site bénéficie d'une grande souplesse de production. Le site fonctionne actuellement en continu (3x8) 5 jours sur 7, durant 49 semaines, ce qui correspond à une charge de 67%. Cette dernière est associée à une productivité que nous estimons à 75%. La capacité de production annuelle s'élève à 200 tonnes, dont 50 tonnes de phéromones liquides, l'activité principale de la société étant à aujourd'hui celle de CRMO : production d'actifs pharmaceutiques solides (60T) et d'intermédiaires de synthèses liquides (90T).

Dans son organisation actuelle cette dernière ne permettra pas de répondre à une demande finale d'environ 200 tonnes de phéromones par an tel que nous l'avons modélisé (biocontrôle végétal). Aussi, M2i vise à renforcer son outil industriel, et ce pour un coût cumulé au cours des deux prochaines années que nous estimons à EUR4.4m.

Des investissements limités pour accompagner la croissance des commandes de phéromones

■ Etape 1

L'ajout d'une colonne de séparation pour la distillation nécessitera un investissement en CAPEX de EUR400k qui sera réalisé sur la fin de l'année 2016, pour une entrée en service au cours du second trimestre 2017. C'est le seul goulot d'étranglement de la production que nous pouvons identifier et ajouter une colonne permettrait de doubler la capacité de production (100T vs 50T) et ce à productivité et charge égale. Le passage en colonne de distillation représente la dernière étape de fabrication de la phéromone avant embouteillage.

■ Etape 2

Passer en production continue, 7 jours sur 7 pendant 48 semaines (4 semaines de maintenance par an vs. 3 actuellement) hisserait à 92% la charge pour un coût que nous estimons à EUR2m par an (coût de la masse salariale principalement ; embauche de 30 personnes supplémentaires).

L'intérêt pour la société d'ajouter une colonne de distillation avant de passer en production continue permettra de produire jusqu'à deux types de phéromones en période de renforcement du portefeuille et des premiers lancements (commandes de faibles quantités). Dans un second temps, passer la production en continue permettra de répondre aux commandes de quantités plus importantes. Parallèlement, augmenter la productivité des machines peut être fait de façon continue en rationalisant les plannings de production pour les produits solides (actifs pharmaceutiques) ou liquides (phéromones). Cela représenterait un coût marginal pouvant faire progresser la productivité de l'outil à ~85% sur une période de temps que nous estimons à cinq années.

Fig. 41: Capacité maximale de l'outil de production

	Current capacity	Max capacity (including 2 nd separation column)
Load	67%	92%
Productivity	75%	85%
Tons/yr	50	155

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

Au-delà de 2020, une augmentation supplémentaire des capacités de production sera nécessaire pour répondre à la demande. Cette dernière devrait nécessiter un investissement en CAPEX de EUR400k en 2021. A cet horizon, les bénéfices dégagés par M2i devraient lui permettre de financer cet investissement.

Fig. 42: CAPEX additionnels

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1/ Capacity with CAPEX + increased Load & Productivity	50	101	103	143	144	146	148	150	152	154	155
Delta to meet demand (in Tons)	0	0	0	0	0	0	6	21	33	43	53
2/ Additional distillation column						78	78	78	78	78	78
3/ Capacity with CAPEX + increased Load & Productivity + 3rd Column	50	101	103	143	144	224	226	228	229	231	233
Delta to meet demand (in Tons)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

Nous n'excluons pas que les investissements mentionnés ci-dessus puissent être plus importants qu'anticipés et ce si la société décidait 1/ de faire l'acquisition d'un second site afin de diluer le risque de production, concentré actuellement au sein de sa seule usine ou 2/ de démarrer une seconde activité de production dans un autre pays.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Inspections régulières et potentielle approbation par la FDA en 2019 dans le cadre de l'activité CMO/CRMO

9.1.3. Fiabilité

L'usine opère selon les règles de bonne pratique de fabrication depuis 1996 et est régulièrement inspectée par l'ANSM mais aussi auditée par l'EPA (Environmental Protection Agency). Il convient de noter que jamais cette usine n'a reçu de lettre d'avertissement de la part des autorités réglementaires. Par ailleurs, aucun produit fabriqué par M2i n'a fait l'objet de rappel jusqu'à présent. Depuis la reprise du site à Solvay en 2013, 94.9% des lots GMP ont été libérés du premier coup ou par dérogation, 4.2% l'ont été après retraitement et seulement 0.9% (soit 2 lots sur 212) ont été rejetés.

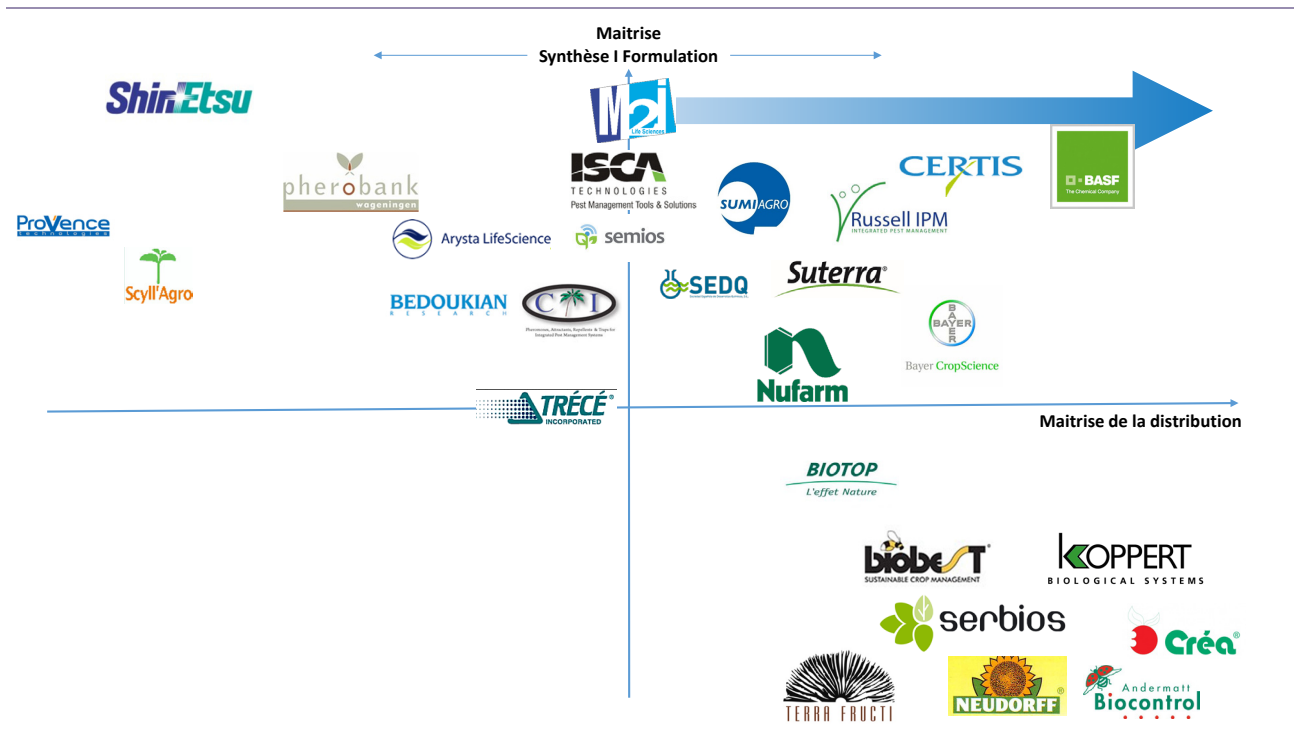
Dans le cadre d'un projet confié par un laboratoire pharmaceutique, M2i a entamé les démarches pour bénéficier du label « FDA approved ». La délivrance pourrait intervenir à horizon 2019.

M2i seul acteur intégré visant à développer son modèle de vente en propre

9.2. M2i, un acteur intégré

L'outil de production flexible de la société lui permet d'avoir une totale maîtrise de la synthèse et la formulation de phéromones. Associé à une stratégie visant à développer un modèle de commercialisation en propre, M2i va significativement renforcer son modèle d'agrochimiste intégré, acteur à part entière sur le marché du biocontrôle.

Fig. 43: Mapping de la concurrence



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

10. Management et actionnariat

10.1. Les hommes

10.1.1. Direction

Philippe Guerret (co-fondateur, Directeur Général). Avant de rejoindre le secteur pharmaceutique et de la chimie fine en 2004, Philippe Guerret, alors VP Strategy Businesses de Dufry (duty-free) conduit la vente de la société au groupe Elior (via Grupo Areas SA) associé au fond de private equity Advent International. Il occupe de 2004 à fin 2010 le poste de Directeur Général Délégué de Minafin, holding de Minakem, un groupe expert de la chimie fine et de la synthèse et formulation de produits pharmaceutiques (600 employés, 4 sites industriels). De 2011 à 2012, il occupe successivement les postes de Directeur Général et Administrateur des groupes Osyris et DMS (listé sur Euronext), sociétés de technologies médicales. Philippe Guerret est diplômé de l'EDHEC.

Bruno Gény (co-fondateur et Directeur financier). Bruno Gény a occupé de 1996 à 2001 les postes de SVP directeur du conseil d'administration au sein du groupe Choice Hotel Canada. Il intègre ensuite Deloitte CF, cabinet dans lequel il restera pendant plus de sept ans et mènera en tant que Principal la restructuration du groupe de chimie Français Rhodia. Fort de cette expérience il commencera à travailler avec Philippe Guerret sur le projet de création de M2i, effectivement fondé en 2012. Bruno Gény, diplômé de l'EM Lyon, est aussi titulaire d'un MBA de l'université d'Aston (Royaume-Uni).

Olivier Guerret (Directeur du Pôle Biocontrôle). Diplômé de Polytechnique (promotion 1991) et titulaire d'un PhD Olivier Guerret, débute sa carrière en 2004 chez Arkema, société qu'il quitte peu après pour rejoindre Coatex en tant que Directeur de l'Innovation et du Marketing. C'est au sein de cette société qu'il découvre et dépose les brevets d'application de la technologie de microencapsulation. En 2008, Coatex est racheté par Arkema qu'Olivier Guerret réintègre en tant que Directeur de l'Innovation et de la Stratégie. En 2013, il quitte finalement Arkema pour rejoindre M2i où il occupe actuellement le poste de Directeur du Biocontrôle.

Gilles Rubinstenn (Directeur du Pôle Principes Actifs Pharma). Diplômé de l'ENS (promotion 1994) et titulaire PhD en Chimie et Physique de l'Université Pierre et Marie Curie, Gilles Rubinstenn a travaillé de 1998 à 2004 chez l'Oréal où il était chargé de diriger des projets de recherche (33 brevets) puis de restructurer le département R&D. De 2007 à 2012 il dirige la fondation Pierre-Gilles de Gennes pour la Recherche, un réseau de 140 laboratoires (1500 chercheurs) pour lequel il développera des partenariats public-privé. Il devient ensuite Président du conseil d'Administration d'IDF Innov (spécialisé dans les transferts technologiques et levée de fonds privés) avant de rejoindre M2i en charge du pôle Principes Actifs Pharma en 2013.

Johann Fournil (Directeur du Marketing et de la Stratégie). Diplômé de l'EDHEC en 1996, Johann Fournil intègre rapidement Peugeot en tant que Directeur de la Publicité et du Marketing pour la zone France Ouest. Après 17 années passées chez Peugeot (devenu Peugeot-Citroën) où il occupera différents postes de management et sera nommé directeur de l'Image de Marque zone Europe et Moyen-Orient). En 2013, il rejoint M2i au poste de Directeur des Affaires Publiques et du Business Développement.

10.1.2. Le Board

Michel Peagram (Président du Conseil d'Administration). Titulaire d'un doctorat en Chimie de l'Université d'Oxford, Michel Peagram, a passé l'essentiel de sa carrière au sein de l'industrie Pharmaceutique et de la Chimie (Pfizer, Croda). Il a par la suite crée la société Holliday Chemicals PLC, cotée en 1993 à Londres puis rachetée par Rockwood Holdings (USA) en 2008. Il est actuellement président du conseil d'administration de Quixant (conception et fabrication de matériel informatique) et administrateur de GAMA Aviation (opérateur d'avion commerciaux).

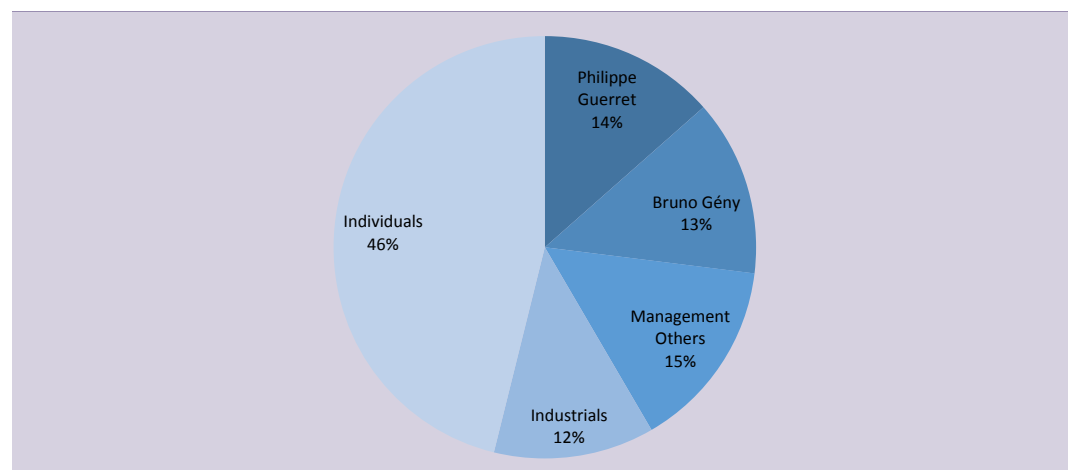
Le Board de M2i est composé de quatre autres membres. **Jean-François Velut (Administrateur)** est avocat en droit des affaires exerçant au sein du cabinet Velut & Associés dont il est associé et gérant depuis 2008. Il est également administrateur et fondateur de plusieurs sociétés œuvrant dans des domaines variés. **Fangying Chen (Administrateur)** est titulaire d'une licence en biologie de l'Université de Zhejiang (Hangzhou, Chine). Parallèlement, elle est directrice commerciale et marketing de Zhejiang Qiming Pharmaceuticals. Enfin, **Alain Mari (Administrateur)** possède lui 38 ans d'expertise dans l'industrie de la chimie fine. Il est actuellement Président Directeur Général du groupe Coatex. Précédemment, il a exercé différentes fonctions de mangement au sein des sociétés Elf Atochem puis Omya.

10.2. Structure actionnariale (pré-IPO)

Aucun fond de P/VC au capital

Le management de la société détient 42 % du capital de la société. Les industriels, tous étant d'origine chinoise, détiennent 25% de la société. On compte parmi eux Pharmaster (chimie fine) Qiming Pharmaceuticals, dont la directrice commerciale et marketing siège au conseil d'administration du groupe. La reste de l'actionnariat est composé d'individus ayant décidés d'apporter leur soutien au développement de la société depuis sa création en 2012.

Fig. 44: Structure du capital (pré-IPO)



Source: Company Data (historical).

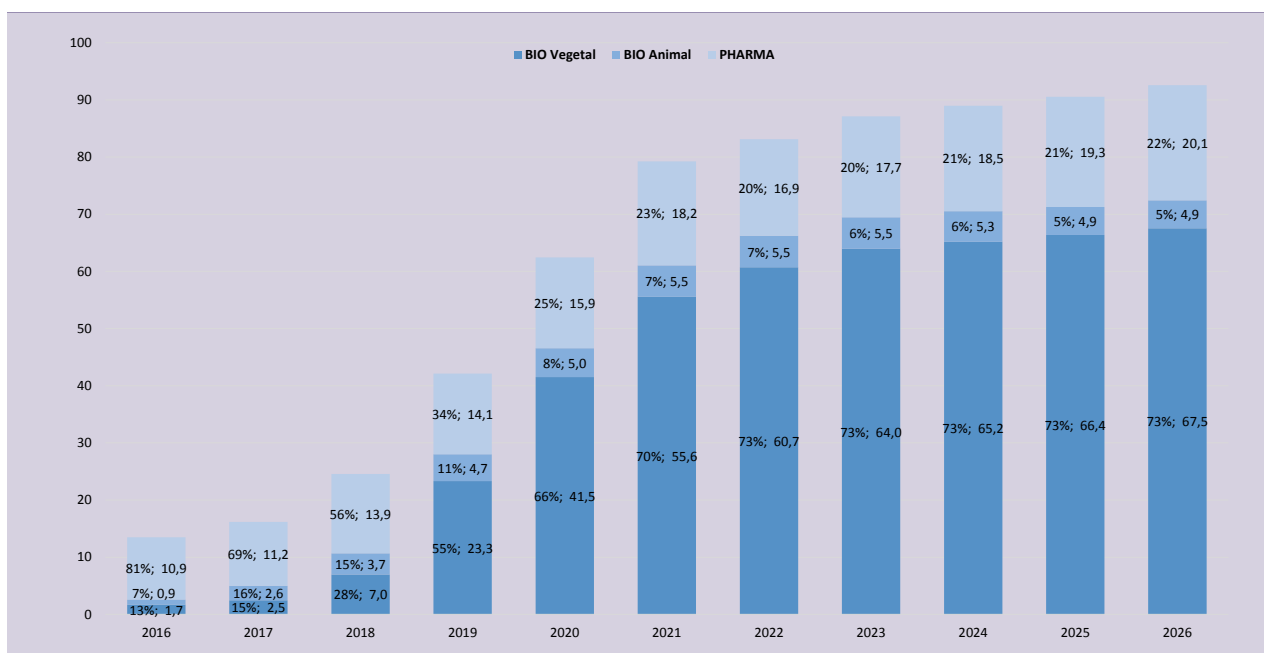
11. Valorisation EUR53m-EUR66m

11.1. Profil de croissance

Une Croissance tirée pas les applications dans le végétal

M2i présente un profil de croissance attractif. Nos estimations pointent vers un chiffre d'affaires de EUR13.5m en 2016e, 4% au-dessus de la guidance communiquée par la société, et nous estimons qu'il s'élèvera à EUR62.5m en 2020e, tiré par le végétal.

Fig. 45: Répartition des ventes de la société (EURm)

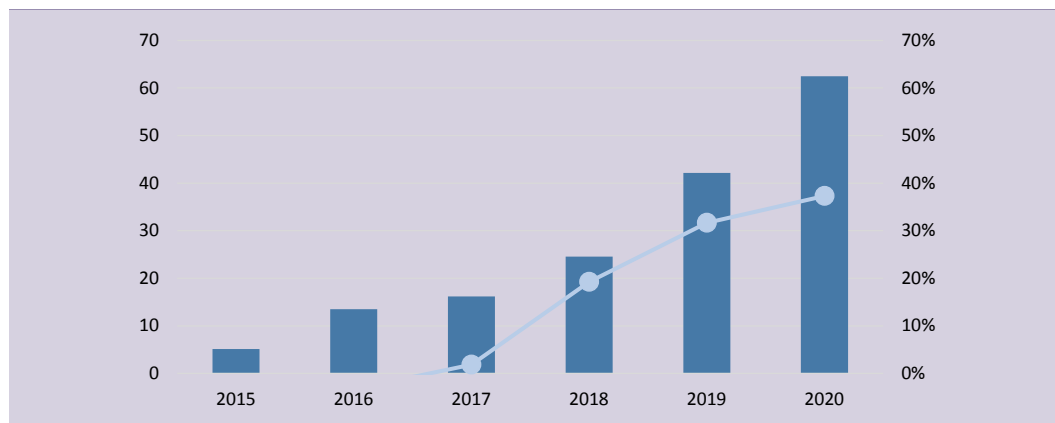


Source: Bryan, Garnier & Co ests.

EBITDA positif dès 2017

Avec 1/ des investissements limités pour augmenter la capacité de production et 2/ une division CRMO absorbant déjà les COGS, cette croissance des ventes devrait s'accompagner d'une hausse de la profitabilité de la société. Nous estimons que la société dégagera une marge EBITDA positive dès l'année prochaine.

Fig. 46: Evolution des ventes (échelle de gauche) et croissance de la profitabilité (EBITDA/CA, échelle de droite) BGE



Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

11.2. CMPC

WACC = 15.6%
Beta = 2
g = 0.0%

Notre coût moyen pondéré du capital (CMPC) ressort à 15.6%. Il intègre un taux sans risque de 1.6%, une prime de risque de 7.0%. Nous avons retenu un Beta de 2 ($\beta=2$), qui de ce fait intègre le risque d'exécution lié aux sociétés de petite taille offrant un profil de croissance fort.

Fig. 47: Hypothèses de calcul du CMPC

WACC M2i	
Cost of debt before tax	12,3%
Tax rate	33,3%
Effective Cost of Debt	8,2%
Risk free rate	1,6%
Equity risk premium	7,0%
Beta	2,0
Cost of equity	15,6%
WACC	15,6%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

11.3. Valorisation par DCF

EV médiane EUR59.1
Fourchette EUR53-66m

Nous valorisons M2i par actualisation des cash-flows futurs de la société à un taux de 15.6% et avons par prudence retenu un taux de croissance à l'infini égal à zéro ($g=0.0\%$). Ainsi, notre EV médiane ressort à EUR59.1m.

Fig. 48: Aperçu de notre modèle DFCF

DFCF													
in EURm (otherwise indicated)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	∞
Sales	5,1	13,5	16,2	24,6	42,1	62,5	79,3	83,1	87,1	89,0	90,5	92,6	93
% growth		164%	20%	52%	72%	48%	27%	5%	5%	2%	2%	2%	0,0%
EBIT	-7,2	-3,0	-3,2	0,4	8,0	17,1	23,3	24,7	25,9	26,4	26,8	27,4	27,3
% Sales	-141,7%	-22,1%	-19,6%	1,4%	19,1%	27,4%	29,4%	29,7%	29,8%	29,7%	29,6%	29,6%	29,5%
D&A	1,6	2,5	3,5	4,4	5,3	6,2	7,1	7,5	7,8	8,0	8,1	8,3	8,3
% Sales	31,7%	18,8%	21,4%	17,8%	12,6%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Change in WC	2,2	1,2	0,2	0,7	1,5	1,7	1,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2
% Sales	43,3%	9,2%	1,4%	2,8%	3,5%	2,7%	1,8%	0,4%	0,4%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%
CAPEX	-1,7	-4,2	-3,8	-4,6	-5,8	-5,6	-7,5	-7,5	-7,8	-8,0	-8,1	-8,3	-8,3
% Sales	-33,0%	-31,1%	-23,4%	-18,6%	-13,8%	-9,0%	-9,5%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%	-9,0%
Taxes	1,6	0,0	0,0	-0,1	-2,6	-5,6	-7,7	-8,1	-8,5	-8,8	-8,9	-8,7	-9,0
% Tax Rate	0%	0%	0%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33,0%
FCF	-3,5	-3,4	-3,3	0,8	6,4	13,8	16,6	16,9	17,7	17,8	18,1	18,8	118,5
variation %		-2%	-4%	-125%	690%	116%	20%	2%	5%	1%	1%	4%	
Discount	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Discounted FCF	-3	-2,9	-2,4	0,5	3,6	6,7	7,0	6,1	5,6	4,8	4,2	3,8	20,8
+ Sum DFCF		36,9											
+ Terminal Value		20,8											
+ LT Financial Assets		3,4											
- Net Debt		-2,6											
- Provisions		0,7											
- Minority Interests		-0,1											
= EV		59,1											

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Les tableaux suivants présentent la sensibilité de notre valorisation en fonction des hypothèses retenues de taux de croissance à l'infini, de la marge d'EBIT, et du niveau de CAPEX (en pourcentage du CA). Les bornes basses et hautes de notre fourchette de valorisation ressortent à EUR53 et EUR66m.

Fig. 49: Analyse de sensibilité

		WACC								
		13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%	16,1%	16,6%	17,1%	17,6%
g	3,0%	84	79	74	70	66	62	59	56	53
	2,0%	80	75	71	67	63	60	57	54	51
	1,0%	76	72	68	64	61	58	55	52	50
	0,0%	73	69	66	62	59	56	53	51	49
	-1,0%	71	67	64	60	57	55	52	50	47
	-2,0%	69	65	62	59	56	53	51	49	46
	-3,0%	67	63	60	57	55	52	50	48	46

		WACC								
		13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%	16,1%	16,6%	17,1%	17,6%
EBIT % of sales	35,5%	79	75	71	67	63	60	57	54	52
	33,5%	77	73	69	65	62	59	56	53	51
	31,5%	75	71	67	64	61	57	55	52	50
	29,5%	73	69	66	62	59	56	53	51	49
	27,5%	71	68	64	61	58	55	52	50	48
	25,5%	69	66	62	59	56	54	51	49	47
	23,5%	67	64	61	58	55	52	50	48	46

		WACC								
		13,6%	14,1%	14,6%	15,1%	15,6%	16,1%	16,6%	17,1%	17,6%
CAPEX % of sales	-4,5%	80	75	71	67	64	61	57	55	52
	-6,0%	78	73	69	66	62	59	56	53	51
	-7,5%	76	71	68	64	61	58	55	52	50
	-9,0%	73	69	66	62	59	56	53	51	49
	-10,5%	71	67	64	61	58	55	52	50	47
	-12,0%	69	65	62	59	56	53	51	48	46
	-13,5%	67	63	60	57	54	52	49	47	45

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

11.4. Comparables

M2i : un profil de best-in class au sein de notre échantillon de comparable

Notre EV médiane ressort à EUR59.1m, en ligne avec le multiple moyen EV/CA de notre groupe de pairs en 2017. Nous noterons aussi que M2i possède un profil de best-in-class au regard du profil de croissance du CA ainsi que du levier opérationnel, supérieur à celui de notre échantillon.

Fig. 50: Comparables EV/sales

Company	EV (local currency in bn)	Field	EV / SALES 2017
NUFARM LTD	3,2	Vegetal / Agrochemistry	1,12
SYNGENTA AG-REG	39,6	Vegetal / Agrochemistry	2,86
SHIN-ETSU CHEM CO LTD	1905,4	Vegetal / Agrochemistry	1,48
MONSANTO CO	56,2	Vegetal / Agrochemistry	3,91
VIRBAC SA	2,0	Animal Health	2,08
DECHRA PHARMA PLC	1,1	Animal Health	4,11
ZOETIS INC	27,6	Animal Health	5,35
GENUS PLC	1,0	Animal Health	2,45
LONZA GROUP AG-REG	10,7	CRMO/Fine Chemistry	2,55
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	64,9	CRMO/Fine Chemistry	2,41
BAYER	91,0	CRMO/Fine Chemistry	1,87
NOVOZYMES	98,8	CRMO/Fine Chemistry	6,43
Weighted average (based on M2i's 2017 revenue split)			3,60
M2i implied EV			58,3
M2i EV (BGe)			59,1
Premium/discount			1%

Source: Bloomberg; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 51: Profil de croissance des comparables

Company	EV (local currency in m)	Field	Sales CAGR15-20	EBITDA margin gain in bp/yr 15-20
NUFARM LTD	3,2	Vegetal / Agrochemistry	3,4%	52
SYNGENTA AG-REG	39,6	Vegetal / Agrochemistry	4,0%	83
SHIN-ETSU CHEM CO LTD	1905,4	Vegetal / Agrochemistry	1,7%	161
MONSANTO CO	56,2	Vegetal / Agrochemistry	1,3%	339
VIRBAC SA	2,0	Animal Health	5,4%	78
DECHRA PHARMA PLC	1,1	Animal Health	12,8%	30
ZOETIS INC	27,6	Animal Health	5,0%	258
GENUS PLC	1,0	Animal Health	4,9%	na
LONZA GROUP AG-REG	10,7	CRMO/Fine Chemistry	4,6%	45
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	64,9	CRMO/Fine Chemistry	3,3%	234
BAYER	91,0	CRMO/Fine Chemistry	3,8%	54
NOVOZYMES	98,8	CRMO/Fine Chemistry	6,1%	34
average			4,7%	124bp
M2i Growth Profile			65%	710bp*

*Base 2017 (année 1 de marge EBITDA positive). Si 2015 retenu comme base, alors gain moyen par année de 3068bp sur la marge EBITDA

Source: Bloomberg; Bryan, Garnier & Co ests

11.5. Un Newsflow dense

■ H2 2016

- Homologation de la phéromone pulvérisable du ver rose du coton (Israël),
- Résultats des essais en vignes et pommes (Amérique du Sud et France ; lobesia et carpocapse),
- Homologation du paintball (France ; processionnaire du pin),
- Résultats des essais en champs de maïs (France ; sésamie du maïs).

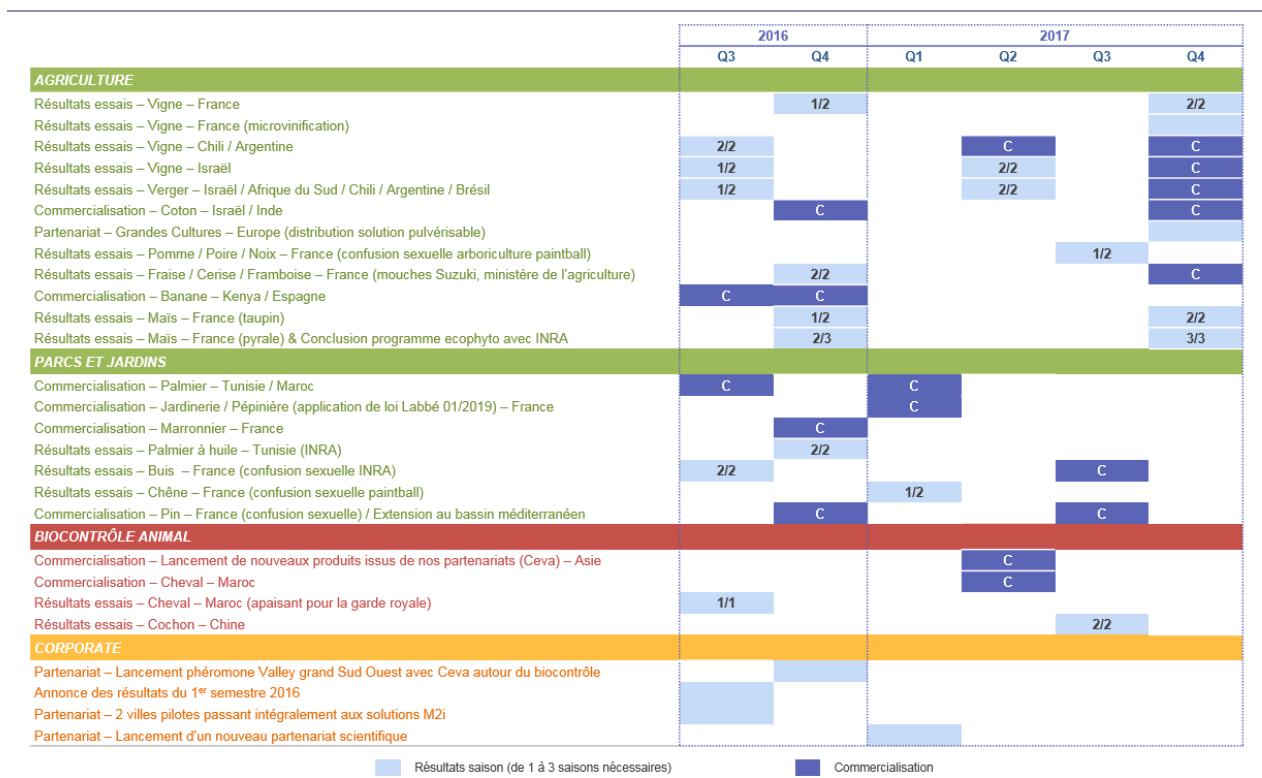
■ H1 2017

- Mise en application de la loi Labbé en France. Interdiction 1/ de l'utilisation des pesticides pour les collectivités publiques, 2/ de la vente libre de pesticides pour les particuliers (en amont d'une interdiction totale en 2019).
- Ventes en grand volume en vignes au Chili et en Argentine (lobesia)
- Lancement du premier produit issu de l'accord de collaboration avec Ceva

■ H2 2017

- Homologation de la confusion sexuelle pommes/poires (carpocapse) en Afrique du Sud et lancement du dossier d'homologation de la mouche suzukii des fruits.
- Homologation de la phéromone pulvérisable du ver rose du coton en Inde

Fig. 52: Neswflow de la société M2i 2016-2017



Source: Company Data (historical).

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

12. Annexes

Fig. 53: Modèle de ventes Coton

in EURm (otherwise indicated)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
o/w Cotton	0,03	0,1	1,4	5,8	9,7	12,5	15,2	17,3	18,4	19,5	20,5
% growth	209%	94%	2147%	303%	66%	30%	22%	13%	7%	6%	5%
Cotton % total M2i	0%	0%	6%	14%	15%	16%	18%	20%	21%	22%	22%
Israël - Cotton (HA '000)	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Israël - Pheromones adoption (%)	15%	18%	22%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Israël - M2i penetration (%)	23,3%	36,7%	50,0%	50,5%	51,0%	51,5%	52,0%	52,5%	53,0%	53,5%	54,0%
Israël - Price/HA (EUR)	34	33	32	32	31	30	29	29	28	27	26
% growth	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Israël - Sales	0,03	0,06	0,10	0,12	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,12	0,12
% growth	209%	94%	61%	16%	13%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Sudan - Cotton (HA '000)	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sudan - Pheromones adoption (%)	15%	18%	22%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Sudan - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	8,6%	15,8%	22,9%	30,0%	30,5%	31,0%	31,5%	32,0%
Sudan - Price/HA (EUR)	35	35	35	34	33	32	32	31	30	29	29
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Sudan - Sales	0,00	0,00	0,01	0,07	0,14	0,20	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25
% growth				558%	104%	42%	28%	-1%	-1%	-1%	-1%
Egypt - Cotton (HA '000)	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Egypt - Pheromones adoption (%)	15%	18%	22%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Egypt - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	8,6%	15,8%	22,9%	30,0%	30,5%	31,0%	31,5%	32,0%
Egypt - Price/HA (EUR)	35	35	35	34	33	32	32	31	30	29	29
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Egypt - Sales	0,00	0,00	0,01	0,08	0,17	0,23	0,30	0,30	0,29	0,29	0,29
% growth				558%	104%	42%	28%	-1%	-1%	-1%	-1%
India - Cotton (HA '000)	11 260	11 260	11 260	11 260	11 260	11 260	11 260	11 260	11 260	11 260	11 260
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
India - Pheromones adoption (%)	15%	18%	22%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
India - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	2,4%	3,3%	4,1%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
India - Price/HA (EUR)	35	35	35	34	33	32	32	31	30	29	29
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
India - Sales	0,00	0,00	1,32	2,39	3,65	4,52	5,34	5,73	6,09	6,44	6,76
% growth				81%	53%	24%	18%	7%	6%	6%	5%
USA - Cotton (HA '000)	34 300	34 300	34 300	34 300	34 300	34 300	34 300	34 300	34 300	34 300	34 300
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USA - Pheromones adoption (%)	10%	13%	15%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
USA - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	2,4%	3,3%	4,1%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
USA - Price/HA (EUR)	35	35	35	35	34	33	32	32	31	30	29
% growth	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
USA - Sales	0,00	0,00	0,00	3,16	5,56	7,42	9,18	10,85	11,64	12,38	13,07
% growth					76%	33%	24%	18%	7%	6%	6%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Fig. 54: Modèle de ventes Maïs

in EURm (otherwise indicated)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
o/w Maize	0,0	0,0	0,6	3,4	6,4	9,2	10,7	11,1	11,5	11,9	12,2
% growth				444%	91%	43%	17%	4%	3%	3%	3%
Maize % total M2i	0%	0%	3%	8%	10%	12%	13%	13%	13%	13%	13%
France - Maize (HA '000)	9 592	9 592	9 592	9 592	9 592	9 592	9 592	9 592	9 592	9 592	9 592
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
France - Pheromones adoption (%)	12%	14%	17%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
France - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	4,3%	7,2%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
France - Price/HA (EUR)	25	25	25	24	24	23	23	22	21	21	20
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
France - Sales	0,00	0,00	0,62	2,03	3,27	4,45	4,55	4,65	4,74	4,82	4,90
% growth				228%	61%	36%	2%	2%	2%	2%	2%
Germany - Maize (HA '000)	6 469	6 469	6 469	6 469	6 469	6 469	6 469	6 469	6 469	6 469	6 469
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Germany - Pheromones adoption (%)	10%	13%	15%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Germany - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	4,3%	7,2%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
Germany - Price/HA (EUR)	25	25	25	25	24	24	23	23	22	21	21
% growth	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Germany - Sales	0,00	0,00	0,00	0,43	1,37	2,20	3,00	3,07	3,13	3,20	3,25
% growth					221%	61%	36%	2%	2%	2%	2%
Spain - Maize (HA '000)	6 261	6 261	6 261	6 261	6 261	6 261	6 261	6 261	6 261	6 261	6 261
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Spain - Pheromones adoption (%)	10%	13%	15%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Spain - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	2,7%	3,8%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Spain - Price/HA (EUR)	25	25	25	25	24	24	23	23	22	21	21
% growth	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Spain - Sales	0,00	0,00	0,00	0,41	0,81	1,14	1,45	1,56	1,65	1,75	1,84
% growth					97%	40%	27%	7%	6%	6%	5%
Poland - Maize (HA '000)	7 485	7 485	7 485	7 485	7 485	7 485	7 485	7 485	7 485	7 485	7 485
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Poland - Pheromones adoption (%)	10%	13%	15%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Poland - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	2,7%	3,8%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Poland - Price/HA (EUR)	25	25	25	25	24	24	23	23	22	21	21
% growth	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Poland - Sales	0,00	0,00	0,00	0,49	0,97	1,36	1,73	1,86	1,98	2,09	2,19
% growth					97%	40%	27%	7%	6%	6%	5%
Italy - Maize (HA '000)	3 173	3 173	3 173	3 173	3 173	3 173	3 173	3 173	3 173	3 173	3 173
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Italy - Pheromones adoption (%)	10%	13%	15%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Italy - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	2,7%	3,8%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Italy - Price/HA (EUR)	25	25	25	25	24	24	23	23	22	21	21
% growth	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Italy - Sales	0,00	0,00	0,00	0,21	0,41	0,58	0,74	0,79	0,84	0,89	0,93
% growth					97%	40%	27%	7%	6%	6%	5%
Romania - Maize (HA '000)	5 522	5 522	5 522	5 522	5 522	5 522	5 522	5 522	5 522	5 522	5 522
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Romania - Pheromones adoption (%)	10%	13%	15%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Romania - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	2,7%	3,8%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
Romania - Price/HA (EUR)	25	25	25	24	24	23	23	22	21	21	20
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Romania - Sales	0,00	0,00	0,31	0,63	1,01	1,28	1,37	1,46	1,54	1,62	1,69
% growth				101%	60%	27%	7%	6%	6%	5%	4%
Hungary - Maize (HA '000)	2 728	2 700	2 673	2 647	2 620	2 594	2 568	2 542	2 517	2 492	2 467
% growth	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Hungary - Pheromones adoption (%)	10%	13%	15%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Hungary - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	2,7%	3,8%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Hungary - Price/HA (EUR)	25	25	25	25	24	24	23	23	22	21	21
% growth	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Hungary - Sales	0,00	0,00	0,00	0,17	0,34	0,47	0,60	0,63	0,67	0,70	0,72
% growth					95%	39%	26%	6%	5%	5%	4%
USA - Maize (HA '000)	38 850	38 850	38 850	38 850	38 850	38 850	38 850	38 850	38 850	38 850	38 850
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USA - Pheromones adoption (%)	6%	7%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
USA - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	2,4%	3,3%	4,1%	5,0%	5,5%	6,0%
USA - Price/HA (EUR)	25	25	25	25	25	24	24	23	23	22	21
% growth	0%	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
USA - Sales	0,00	0,00	0,00	0,00	1,46	2,25	3,00	3,71	4,39	4,71	5,01
% growth						54%	33%	24%	18%	7%	6%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

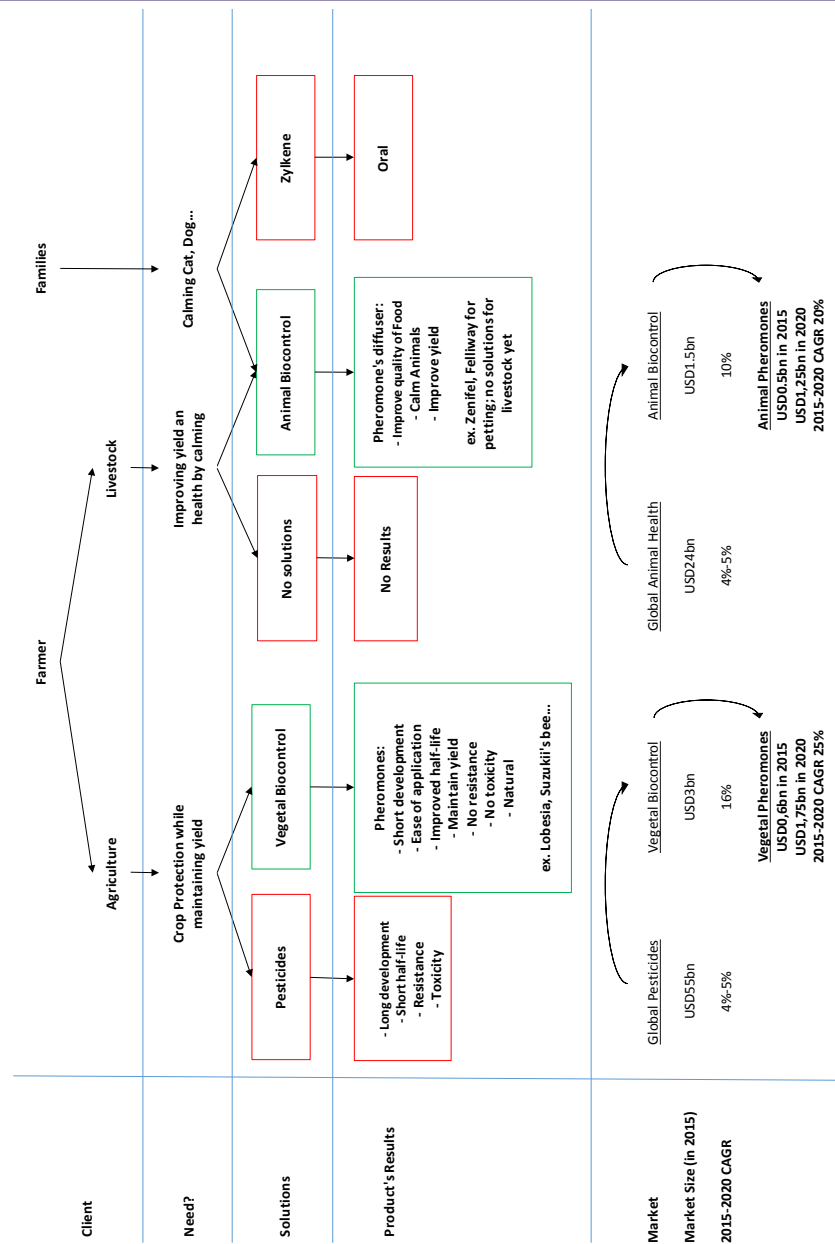
Fig. 55: Modèle de ventes Pommes/Poires

in EURm (otherwise indicated)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
o/w Apples/Peers	0,0	0,0	0,3	1,8	3,4	4,8	4,8	4,7	4,7	4,6	4,6
% growth				457%	91%	39%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Apples/Peers % total M2i	0%	0%	1%	4%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
France - Apples/Peers (HA '000)	46	46	46	45	45	45	45	45	44	44	44
% growth	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
France - Pheromones adoption (%)	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
France - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	11,0%	20,5%	30,0%	30,5%	31,0%	31,5%	32,0%	32,5%
France - Price/HA (EUR)	100	100	100	98	95	93	90	88	86	84	82
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
France - Sales	0,00	0,00	0,05	0,39	0,70	1,00	0,99	0,97	0,96	0,94	0,93
% growth				611%	81%	42%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Germany - Apples/Peers (HA '000)	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
% growth	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Germany - Pheromones adoption (%)	67%	70%	73%	77%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Germany - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	11,0%	20,5%	30,0%	30,5%	31,0%	31,5%	32,0%	32,5%
Germany - Price/HA (EUR)	100	100	100	98	95	93	90	88	86	84	82
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Germany - Sales	0,00	0,00	0,04	0,28	0,52	0,75	0,74	0,73	0,73	0,72	0,71
% growth				648%	90%	43%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Italy - Apples/Peers (HA '000)	85	83	82	81	80	78	77	76	75	74	73
% growth	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Italy - Pheromones adoption (%)	23%	30%	37%	43%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Italy - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	7,7%	13,8%	20,0%	20,5%	21,0%	21,5%	22,0%	22,5%
Italy - Price/HA (EUR)	100	100	100	98	95	93	90	88	86	84	82
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Italy - Sales	0,00	0,00	0,05	0,26	0,52	0,73	0,72	0,70	0,69	0,68	0,67
% growth				481%	100%	39%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Spain - Apples/Peers (HA '000)	30	29	29	28	28	28	27	27	26	26	26
% growth	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Spain - Pheromones adoption (%)	23%	30%	37%	43%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Spain - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	7,7%	13,8%	20,0%	20,5%	21,0%	21,5%	22,0%	22,5%
Spain - Price/HA (EUR)	100	100	100	98	95	93	90	88	86	84	82
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Spain - Sales	0,00	0,00	0,02	0,09	0,18	0,26	0,25	0,25	0,24	0,24	0,24
% growth				481%	100%	39%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Poland - Apples/Peers (HA '000)	193	191	188	185	182	179	177	174	171	169	166
% growth	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Poland - Pheromones adoption (%)	15%	18%	22%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Poland - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	11,0%	20,5%	30,0%	30,5%	31,0%	31,5%	32,0%	32,5%
Poland - Price/HA (EUR)	100	100	100	98	95	93	90	88	86	84	82
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Poland - Sales	0,00	0,00	0,06	0,52	1,06	1,50	1,46	1,43	1,39	1,36	1,32
% growth				726%	105%	41%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Hungary - Apples/Peers (HA '000)	33	32	32	31	31	30	30	29	29	29	28
% growth	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Hungary - Pheromones adoption (%)	15%	18%	22%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Hungary - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	11,0%	20,5%	30,0%	30,5%	31,0%	31,5%	32,0%	32,5%
Hungary - Price/HA (EUR)	100	100	100	98	95	93	90	88	86	84	82
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Hungary - Sales	0,00	0,00	0,01	0,09	0,18	0,25	0,25	0,24	0,24	0,23	0,22
% growth				726%	105%	41%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
USA - Apples/Peers (HA '000)	149	147	146	144	143	141	140	138	137	136	134
% growth	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
USA - Pheromones adoption (%)	15%	18%	22%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
USA - M2i penetration (%)	0,0%	0,0%	1,5%	2,4%	3,3%	4,1%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
USA - Price/HA (EUR)	200	200	200	195	190	185	181	176	172	168	163
% growth	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
USA - Sales	0,00	0,00	0,10	0,17	0,26	0,32	0,38	0,40	0,42	0,44	0,46
% growth				79%	52%	23%	17%	6%	5%	5%	4%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Fig. 56: Positionnement des marchés du biocontrôle végétal et animal



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 57: PnL

PnL													
in EURm (otherwise indicated)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Revenues	3,9	5,1	13,5	16,2	24,6	42,1	62,5	79,3	83,1	87,1	89,0	90,5	92,6
% growth	0%	30%	164%	20%	52%	72%	48%	27%	5%	5%	2%	2%	2%
COGS	-3,3	-2,9	-4,5	-5,2	-6,5	-7,9	-10,1	-12,1	-12,4	-13,0	-13,3	-13,6	-14,0
% revenues	-84,5%	-57,5%	-33,7%	-32,4%	-26,6%	-18,7%	-16,2%	-15,3%	-15,0%	-14,9%	-15,0%	-15,1%	-15,1%
% growth	0%	-12%	54%	15%	25%	21%	29%	20%	3%	4%	3%	2%	3%
Gross Margin	0,6	2,2	8,9	10,9	18,0	34,3	52,3	67,1	70,7	74,1	75,7	76,9	78,6
% revenues	15%	42,5%	66,3%	67,6%	73,4%	81,3%	83,8%	84,7%	85,0%	85,1%	85,0%	84,9%	84,9%
% growth	0%	256%	312%	22%	65%	90%	53%	28%	5%	5%	2%	2%	2%
gains bp	0	2701	2388	129	581	790	244	94	31	5	-7	-8	-8
External expenses	-1,3	-1,9	-3,3	-4,0	-6,1	-9,3	-13,1	-16,6	-17,5	-18,3	-18,7	-19,0	-19,4
% revenues	-34%	-37%	-25%	-25%	-25%	-22%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%	-21%
% growth	0%	41%	77%	22%	52%	51%	41%	27%	5%	5%	2%	2%	2%
SG&A	-4,3	-5,2	-5,8	-6,3	-6,9	-11,4	-15,6	-19,8	-20,8	-21,8	-22,2	-22,6	-23,1
% revenues	-108%	-102%	-43%	-39%	-28%	-27%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
% growth	0%	22%	11%	9%	9%	65%	37%	27%	5%	5%	2%	2%	2%
Taxes	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
% revenues	-8%	-6%	-2%	-2%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
% growth	0%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Other Contributive Operating Income/Expenses	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% revenues	-8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
% growth	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
D&A	-2,7	-1,3	-2,5	-3,5	-4,4	-5,3	-6,2	-7,1	-7,5	-7,8	-8,0	-8,1	-8,3
% revenues	-69%	-26%	-19%	-21%	-18%	-13%	-10%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
Other Operating Income/Expenses	1,7	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% revenues	42%	-15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
% growth	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	-3,9	-5,9	-0,4	0,3	4,7	13,3	23,3	30,4	32,2	33,8	34,4	35,0	35,7
% revenues	-99%	-116%	-3,3%	1,8%	19,3%	31,7%	37,3%	38,4%	38,7%	38,8%	38,7%	38,6%	38,6%
gains bp	0	-1681	11276	515	1742	1240	567	104	33	7	-6	-7	-7
% growth	0%	52%	-92%	-166%	1498%	182%	75%	30%	6%	5%	2%	2%	2%
EBIT	-6,6	-7,2	-3,0	-3,2	0,4	8,0	17,1	23,3	24,7	25,9	26,4	26,8	27,4
% revenues	-168%	-142%	-22,1%	-19,6%	1,4%	19,1%	27,4%	29,4%	29,7%	29,8%	29,7%	29,6%	29,6%
gains bp	0	2649	11958	258	2098	1765	828	199	33	7	-6	-7	-7
% growth	0	9%	-59%	6%	-111%	2190%	113%	36%	6%	5%	2%	2%	2%
Interests	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Treasury products	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Financials income/expenses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Profit Before Tax	-6,7	-7,4	-3,3	-3,3	0,2	7,8	16,8	23,0	24,4	25,6	26,3	26,7	27,2
% revenues	-169%	-146%	-25%	-20%	1%	19%	27%	29%	29%	29%	30%	29%	29%
% growth	0%	11%	-56%	0%	-105%	4627%	114%	37%	6%	5%	2%	2%	2%
taxes	1,6	0,0	0,0	0,0	-0,1	-2,6	-5,6	-7,7	-8,1	-8,5	-8,8	-8,9	-9,1
% tax rate	-24%	0%	0%	0%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%
Net Income Group	-5,1	-7,4	-3,3	-3,3	0,1	5,2	11,2	15,3	16,3	17,1	17,5	17,8	18,1
% revenues	-128%	-145%	-25%	-20%	0%	12%	18%	19%	20%	20%	20%	20%	20%
% growth	0%	47%	-55%	0%	-103%	4627%	114%	37%	6%	5%	2%	2%	2%
Non Controlling interest	-1,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
% Net Income	31%	2%	3%	3%	-103%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Net Income attributable to M2i	-3,5	-7,3	-3,4	-3,4	0,0	5,1	11,1	15,2	16,2	17,0	17,4	17,7	18,0
% revenues	-89%	-143%	-25%	-21%	0%	12%	18%	19%	19%	19%	20%	20%	19%
% growth	0%	109%	-53%	0%	-100%	-143276%	117%	38%	6%	5%	2%	2%	2%
NoS reported (in k shares)	69	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300
NoS diluted (in k shares)	69	334	334	334	334	334	334	334	334	334	334	334	334
EPS reported (EUR/share)	-50,74	-24,37	-11,41	-11,40	-0,01	17,03	36,87	50,69	53,86	56,64	58,05	58,94	60,13
% growth	0%	-52%	-53%	0%	-100%	na	117%	38%	6%	5%	2%	2%	2%
EPS diluted (EUR/share)	-50,74	-21,87	-10,24	-10,23	-0,01	15,28	33,08	45,49	48,33	50,83	52,10	52,89	53,96
% growth	0%	-57%	-53%	0%	-100%	na	117%	38%	6%	5%	2%	2%	2%

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 58: Balance Sheet
BALANCE SHEET

in EURm (otherwise indicated)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Goodwill	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Intangible	3,5	4,1	4,6	4,7	4,7	4,8	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
PPE	6,6	6,3	7,3	7,4	7,3	7,6	7,1	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Non-Current Financial assets	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deferred tax	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Total Non-Current Assets	11,7	12,0	13,6	13,7	13,7	14,0	13,3	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7
Inventories	2,7	2,6	2,2	2,7	4,1	7,0	10,4	13,2	13,9	14,5	14,8	15,1	15,4
Accounts Receivables	1,3	1,6	1,1	1,3	2,0	3,5	5,2	6,6	6,9	7,3	7,4	7,5	7,7
Current Tax receivable	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Other Current assets	1,7	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Cash & Cash Equivalents	0,1	0,2	-3,5	-6,7	-5,8	0,6	14,1	29,4	46,0	63,4	81,1	99,0	117,3
Total Current Assets	6,5	6,2	1,8	-0,7	2,2	13,0	31,6	51,1	68,6	87,1	105,2	123,5	142,4
Total Assets	18,2	18,3	15,4	13,0	15,9	27,0	44,9	64,8	82,4	100,8	119,0	137,3	156,1
Capital	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Additional Paid-in capital	0,3	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Retained earnings	10,1	2,2	-8,4	-11,7	-11,6	-6,4	4,8	20,1	36,3	53,4	71,0	88,8	106,9
Net Income	-3,5	-7,3	-3,4	-3,4	0,0	5,1	11,1	15,2	16,2	17,0	17,4	17,7	18,0
Non-controlling interests	1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Total Equity	8,1	1,7	-1,6	-4,9	-4,8	0,4	11,6	26,9	43,2	60,3	77,8	95,6	113,7
Long-term Debt	0,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Other non-current financial liabilities	0,9	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Provision for pensions	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Other provisions	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Deferred tax													
Total Non-Current Liabilities	1,9	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Short-Term Debt	0,0		0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Other current financial liabilities	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Accounts Payables	3,7	4,0	4,5	5,4	8,2	14,0	20,8	26,4	27,7	29,0	29,7	30,2	30,9
Deferred tax	0,0												
Other Liabilities	4,1	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Total Current Liabilities	8,3	9,9	10,4	11,3	14,1	19,9	27,7	32,3	33,6	34,9	35,5	36,1	36,7
Total Liabilities	18,2	18,3	15,4	13,0	15,9	27,0	44,9	64,8	82,4	100,8	119,0	137,3	156,1

Fig. 59: Cash Flow Statement
CASH FLOW

in EURm (otherwise indicated)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Net Income	-5,1	-7,4	-3,3	-3,3	0,1	5,2	11,2	15,3	16,3	17,1	17,5	17,8	18,1
D&A, Provisions	2,8	1,6	2,7	3,7	4,8	5,8	6,9	7,9	8,3	8,7	8,9	9,1	9,3
% revenues	71%	32%	20%	23%	19%	14%	11,0%	10,0%	10%	10%	10%	10%	10%
Gain on disposal	0,2	0,0											
Others	0,0	0,0											
Interest (cost of debt)	0,0	0,2											
Income tax expense	-1,6	0,0											
Change in Operating WC	3,3	2,1	1,2	0,2	0,7	1,5	1,7	1,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2
payable tax expense disbursed	0,3	-0,1											
Operating cash flow	0,0	-3,6	0,6	0,6	5,6	12,5	19,7	24,6	24,9	26,1	26,6	27,0	27,6
CAPEX (purchase of PPE, intangibles)	-2,9	-1,7	-4,2	-3,8	-4,7	-6,1	-6,2	-8,3	-8,3	-8,7	-8,9	-9,1	-9,3
% revenues without CAPEX plan	-73%	-33%	-28%	-24%	-19%	-15%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
% revenues	-73%	-33%	-31%	-24%	-19%	-15%	-10%	-11%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Purchase/Proceeds disposals (PPE, intangibles)	0,0	0,0											
changes in loan and advances to customers	-0,1	0,0											
Investing Cash Flow	-3,0	-1,6	-4,2	-3,8	-4,7	-6,1	-6,2	-8,3	-8,3	-8,7	-8,9	-9,1	-9,3
Proceed from capital increase	2,9	1,1											
Issuance/Purchase of treasury shares	0,0	0,0											
Proceeds from issuance of debt	0,3	2,4											
Repayment of debt	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Interest paid	0,0	-0,2											
Other financing activities	-0,2	2,2											
Investing Cash Flow	2,9	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash BoP	0	0	0	-3	-7	-6	1	14	29	46	63	81	99
Net Increase/Decrease in cash	-0,1	-0,1	-3,6	-3,2	0,9	6,4	13,5	15,3	16,6	17,4	17,7	17,9	18,3
Cash EoP	0	0	-3	-7	-6	1	14	29	46	63	81	99	117

Source: Company Data (historical); Bryan, Garnier & Co ests

Page laissée blanche intentionnellement

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 56.2%

NEUTRAL ratings 34%

SELL ratings 9.7%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	YES
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	YES
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	YES
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	YES

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and Financial Conduct Authority (FCA) the Autorité de Contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	Widenmayerstrasse 29 80538 Munich Germany +49 89 2422 62 11	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062 Geneva rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the FINMA

Important information

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This report has been prepared solely for informational purposes and is intended only for use by the designated recipient(s).

This report is non-independent research within the meaning of the FCA rules. This report is not being held out as an objective or independent explanation of the matters contained within it and has been sent to you for marketing purposes only and should not be treated as such. This report has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Bryan Garnier & Co Limited is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research.

This information was obtained from sources we believe to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. All information is subject to change without notice. This does not constitute a solicitation or offer to buy or sell securities or any other instruments, or a recommendation with respect to any security or instrument mentioned herein. This is not a confirmation of terms of any transaction. No representations are made herein with respect to availability, pricing, or performance. Additional information available on request.

This document should only be read by those persons to whom it is addressed and is not intended to be relied upon by any person without subsequent written confirmation of its contents. If you have received this e-mail message in error, please destroy it and delete it from your computer. Any form of reproduction, dissemination, copying, disclosure, modification, distribution and/or publication of this e-mail message is strictly prohibited.

Please note that any views or opinions presented in this e-mail are solely those of the author and do not necessarily represent those of Bryan Garnier & Co Limited.

Finally, the recipient should check this e-mail and any attachments for the presence of viruses. Bryan Garnier & Co Limited accepts no liability for any damage caused by any virus transmitted by this email.