

Opinion fondamentale : **Positive**  
 Cours au 22/06/21 : **0,66€**  
 Fair Value : 1,08€  
 Compartiment : Euronext Growth  
 Code action : ALMAS

**MASTRAD****Foodtech**

## A l'aube d'un nouveau cycle de croissance rentable

- ▶ Mastrad devrait revenir aux bénéfices sur l'exercice en cours (clos à juin), après plusieurs années de pertes sanctionnant une décroissance du chiffre d'affaires. Portée par les premières facturations aux industriels, dont Whirlpool, ainsi que par la commercialisation d'innovations développées au cours de ces 2 dernières années, la progression des ventes devrait à minima atteindre 78% pour 9 M€.
- ▶ Les ambitions sur le pôle professionnel naissant devraient pérenniser cette croissance, que nous anticipons dépasser les 50% en rythme annuel au cours des 2 prochains exercices, ce qui porterait l'activité à 20 M€ dans 2 ans. Cette effervescence touche également les gammes traditionnelles, qui devraient profiter de nouveaux référencements en GMS ainsi qu'en CHR. La gamme *Stor'eat*, lancée en fin d'année dernière, est prometteuse, s'inscrivant dans la mouvance de l'achat durable et éco-responsable.
- ▶ A moyen terme, l'écosystème IoT construit autour des sondes connectées pourrait, sous forme d'une offre d'abonnements et de services, constituer un puissant relais de développement, tout en augmentant la récurrence dans les revenus ainsi que les marges.
- ▶ Mastrad dispose également d'un réservoir potentiellement élevé de croissance non intégré dans nos prévisions (afin de tenir compte de la contrainte de financement du BFR) : application des sondes dans le transport, contrat OEM d'envergure envisageable à moyen terme avec Whirlpool, signature d'un second industriel d'envergure, etc.
- ▶ Dès l'exercice 2021/22, l'efficacité opérationnelle des équipes nouvellement recrutées, combinée à la rentabilisation des investissements récents ainsi qu'à la poursuite d'une forte croissance des ventes, nous permettent d'estimer une marge opérationnelle de 6,4%. A l'horizon de l'exercice 2022/23, nous prévoyons un niveau de 11%, grâce à la dynamique d'un effet de levier croissant sur les marges.

**Dans un contexte de pics d'investissements prévus au cours des 2 prochains exercices, la structure financière actuelle (OC, PGE, factoring) devrait être suffisante pour approcher l'équilibre de free cash-flow en 2021/22. Dans ce contexte, et sous réserve d'une accalmie sur les difficultés d'approvisionnement en composants (qui impliqueraient des tensions sur le BFR), nous avons calculé par DCF une fair value de 1,08€ par titre (1,05€ dilué des BSA d'OC encore en vie).**

### Données boursières

Capitalisation : ..... 15,3 M€  
 Valeur Entreprise : .... 17,6 M€  
 Titres (millions) : ..... 23 188 935  
 Flottant : ..... 66,4%  
 Vol moy/séance : ..... 425 590  
 Ext 2021 : ..... 0,46-0,84 €  
 Ext 52 semaines : ..... 0,26-0,84 €

Ratios	Juin-19	Juin-20	Juin-21e	Juin-22p	Juin-23p
P/E	Ns	Ns	Ns	16,5	6,6
VE/CA	3,3	3,5	2,0	1,2	0,8
VE/EBITDA	Ns	Ns	29,8	12,7	6,4
VE/EBIT	Ns	Ns	Ns	18,9	7,7
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marge op.	Ns	Ns	1,6%	6,4%	11,0%
Marge nette	Ns	Ns	0,9%	7,0%	11,5%
Gearing	76,4%	232,2%	117,0%	113,2%	68,6%

### Agenda

20 juillet : CA annuel  
 Fin sept : comptes annuels

Actionnariat	% cap
Mastrad Finance *	20,43%
Mathieu Lion	13,13%
<b>Flottant</b>	<b>66,44%</b>

\* détenue à 97% par Mathieu Lion

(M€)	Juin-19	Juin-20	Juin-21e	Juin-22p	Juin-23p
CA	5,27	5,04	9,0	14,5	20,8
EBITDA	(1,31)	(0,99)	0,59	1,39	2,76
EBIT	(1,58)	(1,27)	0,15	0,93	2,29
RNPG	(1,68)	(1,30)	0,08	1,02	2,40
BPA (€)	(0,09)	(0,07)	0,00	0,04	0,10
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fonds Propres	1,23	0,93	2,00	3,02	5,42
Dette Nette	0,94	2,16	2,34	3,42	3,72

## Mastrad en 8 points...

Le métier...	L'actualité...
<ul style="list-style-type: none"> <li>Conception et commercialisation d'une gamme d'ustensiles et d'accessoires de cuisine innovants, fonctionnellement bien pensés, hygiéniques et durables.</li> <li>Développement d'une gamme de sondes de cuisson grand public récemment portées en direction du milieu professionnel.</li> <li>Développement d'un écosystème de services et d'abonnements lié à la connectivité des sondes et d'une gamme de produits de conservation.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Contraintes sur l'approvisionnement en composants qui limite la croissance à court terme et tend le BFR.</li> <li>Regain d'intérêt né de la crise sanitaire pour le « fait maison » et la cuisine, se traduisant par une demande soutenue de la part des consommateurs pour la gamme d'ustensiles culinaires.</li> <li>Pourparlers avec des industriels en vue de potentiels contrats OEM (intégration de sondes Mastrad).</li> </ul>
Répartition du CA S1-2020/21	Répartition des revenus du 1 <sup>er</sup> semestre 2020/21 par région
<ul style="list-style-type: none"> <li>Gamme traditionnelle : ..... 57 %</li> <li>IoT : ..... 43 %</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>France.....40%</li> <li>Etats-Unis .....44%</li> <li>Europe .....15%</li> <li>Asie..... 1%</li> </ul>
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>Portefeuille de plus de 20 brevets et 200 modèles déposés non valorisé dans le bilan.</li> <li>Mastrad est une marque forte pour des clients qui augmentent leurs nombres de références suivies, sécurisant par ailleurs leurs achats auprès d'un acteur « local » fiable en qualité et logistiquement parlant.</li> <li>Taux de retour généralement très faibles.</li> <li>Gestion plutôt patrimoniale du fondateur.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Historique tout récent sur le relais de croissance des clients professionnels et des industriels.</li> <li>Structure financière qui mériterait d'être renforcée en cas d'accélération de la croissance au-delà des prévisionnels ou de tensions durables sur le BFR.</li> </ul>
Opportunités	Menaces / risques
<ul style="list-style-type: none"> <li>Tendance du « fait maison » accélérée par la crise sanitaire et gamme <i>Stor'eat</i> favorisée par la mouvance en faveur du zéro déchet et du réutilisable.</li> <li>Gros potentiel de développement sur la GMS + le CHR</li> <li>Plusieurs produits et services pourraient potentiellement générer des revenus très importants (contrat OEM, abonnements, etc.).</li> <li>Développement des revenus récurrents via les consommables (sacs...) et les applications de gestion de data.</li> <li>Intérêts d'acteurs pour les Apps grand public développées en interne.</li> <li>La crise sanitaire a plutôt eu tendance à assainir l'environnement concurrentiel en France.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflation des coût de transport concomitante à un rallongement des délais.</li> <li>Tensions sur les approvisionnements en composants.</li> <li>Crise de croissance potentielle en cas d'inadéquation de la gestion du BFR (face à des délais de règlements clients excessifs...).</li> </ul>

## Un point bas atteint en 2019/20 suite au recentrage sur le métier de base

Créé en 1994 sur l'innovation du savon d'acier qui s'est vendu à plus de 10 millions d'exemplaires, Mastrad est cotée depuis 2008 sur Alternext, devenu Euronext growth.

Sa raison d'être est de concevoir une gamme d'ustensiles et d'accessoires de cuisine innovants utiles et pratiques. Ceux-ci sont relativement peu copiés, grâce à la protection de plus de 20 brevets, 200 dessins et modèles déposés.

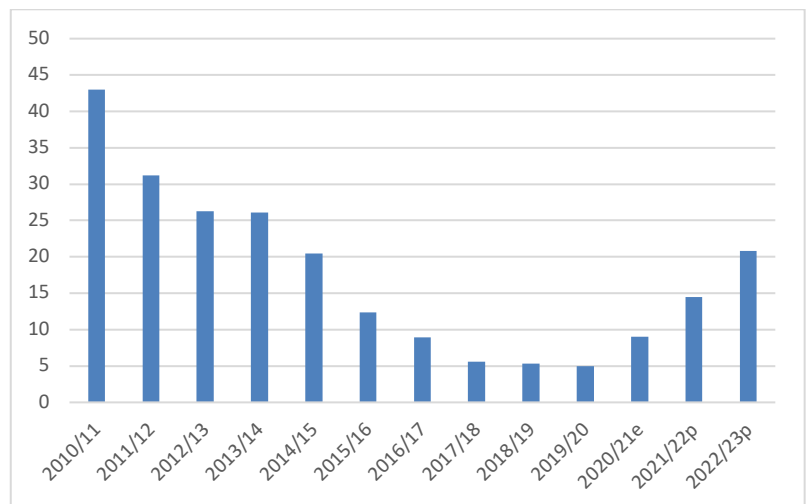
La gestion des gammes est pérenne, tout en ayant historiquement des taux de retour très bas.

La fabrication est sous-traitée en Asie (la filiale de Honk-Kong a été créée en 2006), les produits étant distribués dans plus de 50 pays.

Le groupe a un savoir-faire cumulé de plus de 20 ans de vente de produits électroniques depuis le lancement en 1999 de sa thermonsonde, ce qui est sans grande équivalence parmi la concurrence à son échelle.

Lorsqu'il s'est désengagé dès 2013 de Kitchen Bazaar, distributeur spécialisé dont l'acquisition avait été finalisée en 2010, Mastrad a entamé, en se recentrant sur son métier de base, une phase de décroissance de son chiffre d'affaires, dont l'exercice 2019/20 marque un point bas.

*Vers une nouvelle phase de croissance à forte valeur ajoutée après la longue décroissance des ventes ayant suivi le désengagement de Kitchen Bazaar (CA en M€)*



Source : Mastrad / 01Equity

Depuis quelques années déjà, devant le constat que le marché grand public des ustensiles de cuisine arrivait à une certaine saturation, et ne souhaitant plus être assimilé à un simple fabricant concepteur de moules, Mastrad s'est dirigé vers le connecté et le professionnel tout en réfléchissant à créer en parallèle des solutions IoT.

Le vecteur de ce puissant relais de croissance en direction des professionnels a été la réactivation en 2019 de la filiale Orka, qui avait été mise en sommeil en 2015. Elle développe et commercialise tous les produits et solutions IoT et WSN (Wireless Sensors Network) du groupe.

Parallèlement aux efforts d'investissements technologiques de ces dernières années, Mastrad a renforcé ses équipes pour accompagner ce redéploiement stratégique.

Aujourd'hui, le groupe amorce une nouvelle phase de son développement, cette fois-ci tirée par des produits et des services à forte valeur ajoutée.

## Contexte favorable pour la gamme traditionnelle, montée en puissance des sondes et de la gamme *Stor'eat*

La ligne de produits traditionnels comprend les ustensiles de cuisine ainsi que les moules.

Cette gamme connaît actuellement une accélération de sa croissance, en partie grâce au contexte sanitaire qui a renforcé la tendance favorable du « fait maison ».

L'IoT chez Mastrad s'inscrit dans une même dynamique, en proposant notamment une cuisson et un stockage optimisés, via les sondes et la gamme *Stor'Eat*.

### Démarrage prometteur pour une croissance voulue pérenne de la gamme *Stor'eat*

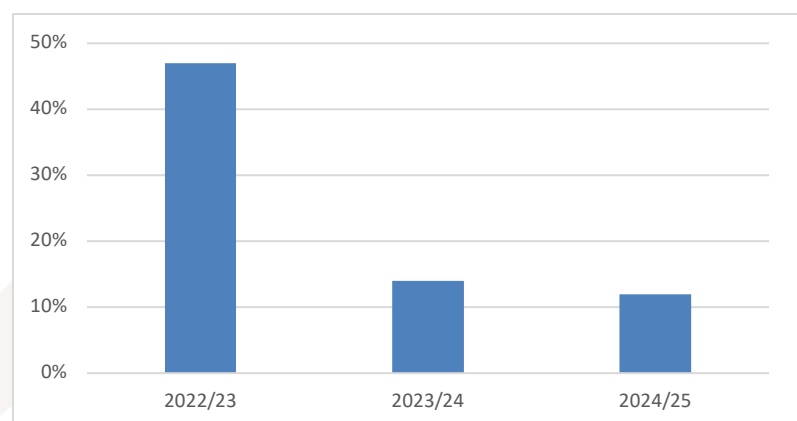
Les premiers produits de la gamme *Stor'eat* ont été commercialisés en fin d'année dernière : boîtes de conservation en verre à l'unité ou en lot, bocaux connectés et sacs sous vide traçables par QR code.

Elle va progressivement se compléter de sacs de cuisson, d'une imprimante spécifique (permettant d'imprimer des étiquettes, codes de traçabilité des aliments, graphes de température etc), et s'étoffer en fonction des opportunités de produits.

*Stor'eat* pourrait déjà représenter selon nos estimations 6% du CA du prochain exercice, avec une montée en puissance sur plusieurs années, sachant :

- Qu'elle dispose d'un site propre.
- Qu'elle s'inscrit parfaitement dans la tendance actuelle favorisant les produits « responsables », notamment lorsqu'ils sont réutilisables.
- Que les premiers référencements clients étaient plutôt limités lors du lancement, et qu'ils devraient s'étoffer progressivement avec le travail des équipes commerciales en place et de celles qui vont être recrutées.

***Après une multiplication par 7 des ventes attendue sur le prochain exercice, encore 3 années de croissance à 2 chiffres escomptées pour la gamme *Stor'eat****



Source : 01Equity

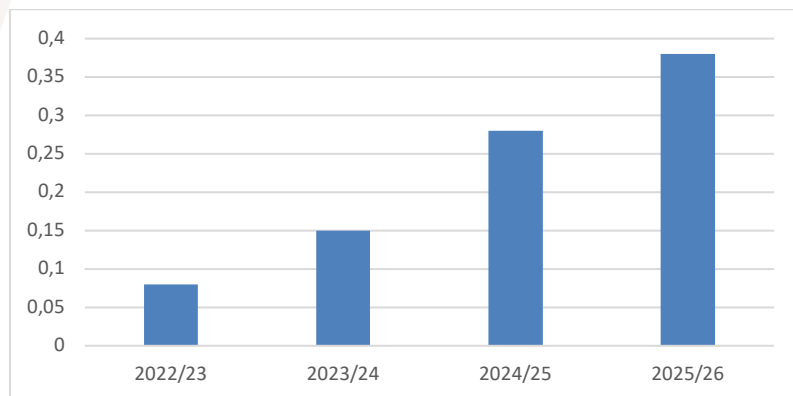
Les produits de conservation connectée composant cette gamme s'inscrivent dans la stratégie IoT de Mastrad : développer des services récurrents et à plus fortes marges.

Une équipe dédiée a ainsi développé en interne une application Android et Ios spécifique pour cette gamme ; l'objectif étant de commencer à la monétiser (par adjonction de fonctionnalités avancées) à partir de la fin de cette année, une fois la base installée de produits suffisante et le taux de conversion au téléchargement de l'App significatif.

Le marché des Apps est certes concurrentiel, mais celle développée par Mastrad nous semble vraiment correspondre à un besoin du marché et à la tendance actuelle de développement durable ; reste l'inconnue du taux d'adoption, dépendant notamment de l'enveloppe marketing qui sera allouée (6 mois après le lancement commercial des premières boîtes, quelques milliers d'acheteurs avaient « naturellement » téléchargé l'App Mastrad, soit un taux de conversion de l'ordre de 10%).

En conséquence, nous avons retenu un scénario prudent, avec des premiers revenus modestes (de l'ordre de 80 K€) à compter de l'exercice 2022/23, alors que la monétisation devrait être effective dès le second semestre de l'exercice 2021/22.

**Des revenus pour l'App grand public modestement intégrés à nos prévisions au regard de son potentiel (CA en M€)**



Source : 01Equity

La modélisation de ces revenus repose sur les éléments suivants :

- Une facturation mensuelle de 2€ TTC (1,67 HT).
- Un nombre d'abonnés payants annuels moyen pondérés de respectivement 4 200, 7 500, 14 000 et 19 000 sur les exercices 2022/23 à 2025/26.
- Soit à cet horizon un taux de conversion cumulé et pondéré de 19% sur les 100 000 acheteurs / utilisateurs qui par hypothèse auraient téléchargé l'App gratuite.

### Les sondes, socle de l'innovation et de l'IoT chez Mastrad

Avec plus d'un million d'unités vendues à ce jour, Mastrad est aujourd'hui un acteur significatif sur le marché des sonde culinaires.

Sa gamme grand public, que le groupe fait régulièrement évoluer, comprend les sondes *M°Classic*, *M°Control* (double sonde de cuisson : surface et profondeur) et *Meat'it*. Cette dernière a été la première sonde connectée 100% sans fil lancée en 2018. Son évolution, la *Meat It+*, est arrivée sur le marché en octobre de l'année dernière en France (Darty, Boulanger, BHV...), aux Etats-Unis (amazon, Best Buy ...) et à l'international. Il s'agit d'une sonde sans fil connectée à une application développée en interne par Mastrad. Elle permet une supervision du contrôle de la cuisson et, argument marketing

important dans un pays comme les US, intègre une alerte incendie pour une utilisation barbecue.

La future sonde XS (évolution sans fil Bluetooth de la *M° Control* destinée aussi, dans sa version pro, aux relevés de températures automatisés en milieu industriel et restauration), est regroupée dans un premier temps dans la même catégorie que la *M Classic* et la *M Control*, mais s'adressera aussi aux professionnels.

Sur ce marché du Wireless Sensors Network (WSN) qui connaît actuellement une très forte croissance (estimée à 80% par an d'ici 2023 par Juniper Research), Mastrad ajuste sa gamme et ses tarifs au rythme des lancements de dernière génération : la sortie à l'automne dernier de la *Meat° it X2*, nouvel haut de gamme positionné à 119€/129\$, a conduit à baisser le prix de la *Meat° it X1* (qu'elle remplace en y apportant le relais Bluetooth) de 89 à 59€.

Lors du lancement prévu au printemps 2022 de la *Meat° it X3*, le prix de vente de la X2 devrait à son tour être abaissé aux environs de 89/99\$.

Cette 3<sup>e</sup> génération de sonde *Meat° it* embarquera 3 capteurs de température prédictifs, couplés avec un algorithme propriétaire développé par les équipes de Mastrad. Protégée par 3 brevets, elle sera présentée à l'automne 21.

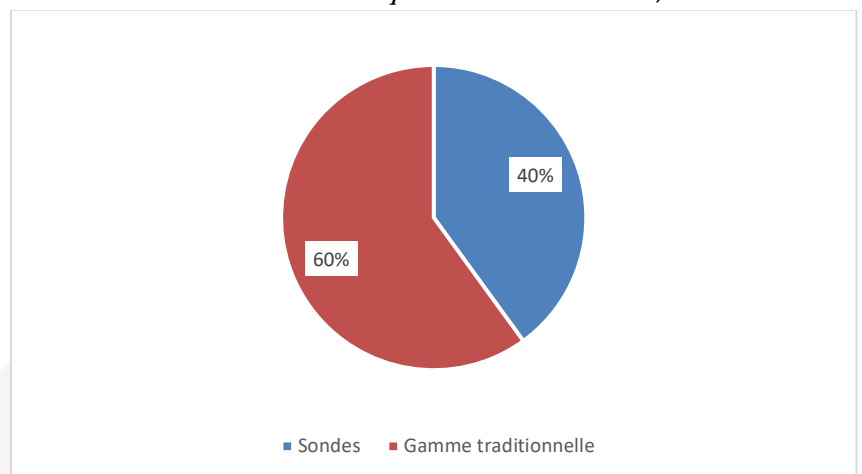
**Ajustement de prix public pour l'ancien haut de gamme lors de la sortie du nouveau modèle : l'exemple de la sonde *Meat° it***

Sonde grand public	Prix public lancement	Nouveau prix public	Apport / génération précédente
Meat It X3	119 € / 129 \$ (1)	-	3 capteurs accélération de température prédictifs
Meat It +	119 € / 129 \$	89 € / 99 \$	Bluetooth
Meat It	89 €	59 €	-

(1) présentée en fin de cette année pour un début de commercialisation début 2022

Source : Mastrad

**Les sondes devraient représenter 40% du CA 2020/21e**



Source : 01Equity

## Virage vers le professionnel amorcé : un réservoir de forte croissance sur les prochaines années

### D'un premier jalon prometteur avec Whirlpool ...

Au cours des derniers exercices, Mastrad a significativement investi dans l'innovation, notamment au niveau des sondes, afin de trouver un relais de croissance à l'activité des gammes traditionnelles.

Cette politique a en partie justifié les levées de fonds successives (dont les émissions d'OCABSA au profit de Nextstage), qui ont totalisé 4,4 M€ au cours des 3 dernières années.

La constitution d'un pôle « professionnels » s'est faite via la réactivation de la filiale Orka, qui facture Whirlpool à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2020.

Le premier client issu de cette nouvelle orientation stratégique, Yummly (filiale de Whirlpool), a été signé en avril 2019. Mastrad a développé pour celui-ci une version exclusive de sa sonde de cuisson *Meat-It*. Avec une communauté rassemblant plus de 40 millions d'utilisateurs, cette Application / website spécialisée dans les recettes de cuisine personnalisées, tout en constituant une vitrine commerciale prestigieuse, représente un potentiel de revenus élevé sur les prochaines années.

Les relations avec Whirlpool sont susceptibles de s'intensifier à l'avenir : par exemple, une possible intégration en OEM de la sonde *Meat'it* X3 dans les fours connectés du fabricant américain pourrait représenter sur une base pluri-annuelle un potentiel de plusieurs millions de pièces.

D'autres pistes d'intégration de cette sonde sont actuellement explorées avec des industriels, dans des domaines connexes comme le barbecue par exemple.

Un accord avec un autre fabricant d'électroménager est également envisageable, notamment pour couvrir une zone géographique dans laquelle Whirlpool serait relativement moins bien implanté.

### ... à un écosystème complet de sondes et de services IoT à terme.

La gamme professionnelle sera étendue en début d'année 2022 à deux autres sondes spécifiques, la première dans le domaine de la chaîne du froid (sonde « XC »), la seconde (« XS ») dans le suivi et la gestion à distance des températures en cuisson, le stockage et la conservation.

Elle sera disponible à la commercialisation lors des salons du printemps 2022.

La sonde XS, en particulier, protégée par 2 brevets, sera présentée lors de 6 salons successifs afin de couvrir les marchés cibles auxquels elle s'adressera (restauration collective et scolaire, professionnels de la restauration, industrie agro-alimentaire, etc.).

Une troisième sonde destinée aux professionnels du transport, la « XT », pourrait être commercialisée soit directement, soit sous forme d'OEM, vers 2023 (aucun revenu intégré à nos prévisions à ce stade).

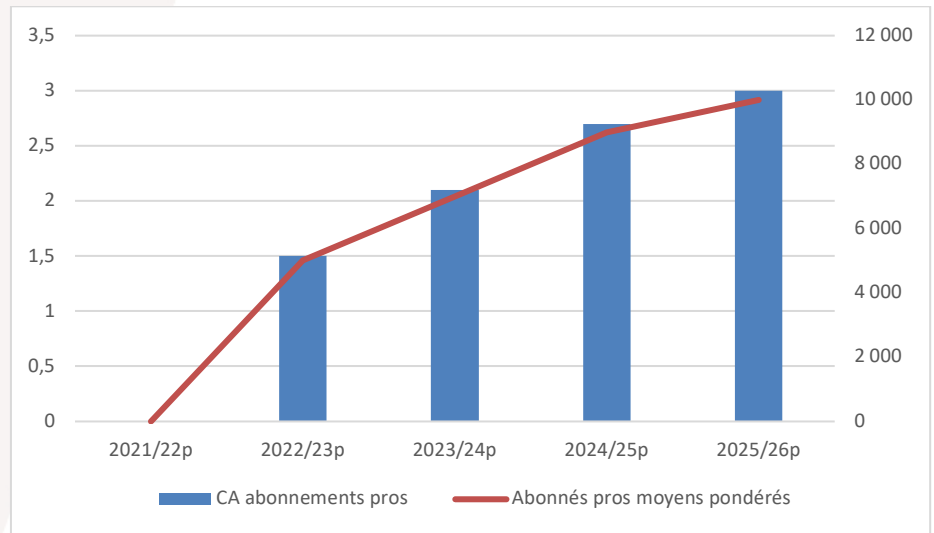
Après avoir bâti cet écosystème complet de mesure et de contrôle de la chaîne du froid et du chaud, Mastrad devrait dans un second temps s'attacher à développer sur le long terme la croissance et la récurrence de ce socle de clients professionnels :

- Augmentation du revenu moyen, notamment grâce à une architecture Plug & play et modulaire (compatibilité avec les architectures existantes) ainsi qu'un prix de vente économiquement intéressant.
- Services inhérents à la connectivité de ces applications : à ce titre, les Apps grand public vont être adaptées pour une utilisation par les professionnels au printemps 2022, leur permettant notamment une gestion de leur data.

Dans le business plan actuel de Mastrad, cela se traduit par une formule d'abonnement mensuel qui serait proposée à 25€ HT pour les professionnels acheteurs d'un pack sondes + répéteur. Celui-ci devrait être commercialisé à un prix attractif afin de favoriser le développement rapide d'une base d'abonnés à partir de la fin de l'exercice 2021-22 / 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice 2022-23.

L'objectif est d'atteindre quelques milliers d'abonnés payants au cours de la première année de commercialisation, pour des revenus compris entre 1,5 et 2 M€ en 2022/23.

*Evolution prévisionnelle des abonnés professionnels et des revenus d'abonnement*



Source : 01Equity

Afin de disposer d'une vitrine commerciale reprenant l'ensemble de son offre de sondes et de services, le site d'Orka destiné aux professionnels devrait être ouvert dans le courant de l'été prochain.

*Echelonnement prévisionnel de la commercialisation auprès des professionnels des différentes innovations*

Lancement commercial (exercice fiscal)	Modèle	Type de sonde	Clientèle type
S2 2021/22	XC	Contrôle température en chambre froide ou chaude	Restaurants, traiteurs et métiers de bouche, boucheries, poissonneries, fromagers etc.
S2 2021/22	XS + XS Pro	Suivi + gestion à distance des températures en cuisson, stockage et conservation	Cantines scolaires, groupes de restauration collective (Sodexho, Elicor, Accor...), professionnels de la restauration, industrie agro-alimentaire, industriels de l'électro-ménager en intégration OEM
S2 2021/22	Meat'It X3	Cuisson professionnelle	Industriels de l'électro-ménager (Whirlpool), etc.
S2 2022/23	XT	Surveillance de température et d'humidité des denrées dans leur contenant au cours du transport	Transporteurs



## Vers une croissance annuelle moyenne supérieure à 50% pour les 2 prochains exercices

### Un exercice 2020/21 en très forte croissance drivé par les premières ventes professionnelles d'Orka

La très forte croissance des ventes consolidées enregistrée sur le 1<sup>er</sup> semestre (+88% à 4,8 M€) a été largement tirée par les premières facturations aux industriels, dont Whirlpool.

Sur l'exercice complet, qui clôturera à juin, nous attendons une progression un peu moins importante, de 78%, pour un CA à 9 M€ : les difficultés ponctuelles rencontrées sur l'approvisionnement en composants ont en effet freiné le potentiel de livraisons ; même si Mastrad a réussi à sécuriser des achats pour les prochains mois, cette situation pourrait perdurer jusqu'à la fin d'exercice : environ 0,5 M€ de chiffre d'affaires d'Orka pourraient ainsi basculer partiellement ou totalement de juin à juillet ; c'est ce dernier scénario, le plus prudent, que nous avons retenu.

L'essentiel de cette croissance provient des revenus liés aux industriels, qui devraient représenter à minima plus de 30% du CA consolidé, incluant les prestations facturées. Les premières ventes de *Stor'eat* (environ 1,3% du CA consolidé estimé), combinées à la forte demande sur la gamme d'ustensiles « classiques » suite au déconfinement de mai 2020, situation renforcée par les difficultés de certains concurrents, sont également des contributeurs significatifs à cette progression des ventes.

Plus globalement, la préférence donnée par certains clients à un fournisseur « local » fiable au niveau logistique a bénéficié sur la période à Mastrad en terme de produits référencés.

### Poursuite d'une très forte croissance sur les 2 prochains exercices

Nous prévoyons en première approche une croissance de 61% des revenus sur l'exercice 2021/22 et de 43% pour 2022/23, soit respectivement 14,5 M€ et 20,8 M€.

Il est important de noter qu'en cas de tensions persistantes sur l'approvisionnement en composants, la croissance sur le 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice à venir pourrait être significativement inférieure à celle du second semestre, qui bénéficierait alors d'un effet rattrapage.

Les drivers qui sous-tendent ces fortes progressions sont :

- Un rythme soutenu de facturations aux industriels (dont Whirlpool) : +31% en 2021/22, ce qui reste inférieur aux prévisionnels d'achats communiqués à Orka jusqu'en début d'année 2022 ; la raison de cette prudence réside principalement dans l'approvisionnement en composants : si cette difficulté venait à disparaître en cours d'exercice, le potentiel serait supérieur à ce que nous attendons.

Notons qu'Orka n'ayant à ce jour pas accès au factoring, son potentiel d'affaires avec sa clientèle d'industriels se trouve d'autant plus limité par la contrainte de financement du BFR inhérent, sachant que Mastrad doit acheter actuellement avec plusieurs mois d'avance des composants.

- Une multiplication des ventes de *Stor'eat* par plus de 10 sur les 2 prochaines années, grâce à une commercialisation sur 12 mois complets dès l'exercice 2021/22, à un élargissement à la fois de la gamme et des circuits de distribution, ainsi qu'à la montée en puissance attendue aux Etats-Unis suite aux premières livraisons actuellement réalisées.

- La montée en puissance attendue des ventes en GMS (laquelle constitue un quasi nouveau débouché), avec l'embauche d'un responsable grands comptes B2C, et le développement du canal CHR (Cafés, Hôtels, Restaurants) et plus généralement B2B, avec le recrutement d'un commercial dédié.
- Les premières livraisons prévues pour le printemps 2022 de la sonde *Meat'it* X3, produit hautement innovant protégé par 3 brevets.
- La disponibilité en début d'année 2022 de toute la gamme professionnelle, qui sera présentée aux salons spécialisés du printemps. Si nous n'en anticipons en 2021/22 que des premiers revenus peu significatifs, les sondes XS et XC devraient en revanche contribuer, en intégrant les abonnements et services liés, à plus de 15% du CA consolidé que nous prévoyons en 2022/23. Les premiers revenus des Apps professionnelles devraient apparaître dans le courant du 4<sup>e</sup> trimestre de l'exercice 2021/22 sous forme d'abonnements (facturés mensuellement 25€ HT dans le business plan actuel). Nous n'en avons toutefois retenu de revenus qu'à compter de l'exercice 2022/23.
- Une dynamique toujours positive pour la gamme traditionnelle, régulièrement élargie avec le lancement d'une série de produits nouveaux ou restylés, et qui devrait bénéficier des premiers référencements significatifs en GMS.
- Plus accessoirement, la sonde M° Classic + redesignée sortira sur le premier semestre de l'exercice 2021/22.

### Un réservoir de croissance potentielle non intégré aux prévisions

La contrainte de financement du BFR (notamment dans le contexte actuel d'achats par avance de composants et de hausse des coûts de transport), dans cette phase de forte croissance, contraint Mastrad à ne pas intégrer aujourd'hui dans son business plan de nombreuses applications commerciales à ses innovations.

Cependant, sous réserve de cette contrainte et une fois ses équipes pleinement opérationnelles (intégration des nouveaux recrutements), plusieurs opportunités à fort potentiel de facturations pourraient se faire jour au cours des prochaines années :

- Une sonde low cost, techniquement prête, destinée au mass market, qui pourrait être commercialisée sur l'Apple Store et dans les circuits de grande distribution (typiquement Target et Walmart aux US, Carrefour etc.). Elle pourrait générer des premiers revenus sur le 4<sup>e</sup> trimestre de l'exercice 2021/22, après avoir été présentée aux salons du 1<sup>er</sup> semestre de l'année prochaine.  
S'il venait à être commercialisé, ce produit à vocation volumique (Mastrad a déjà démontré sa capacité à vendre près d'un million de sondes basiques cumulées) serait susceptible de créer un décalage à la hausse significatif sur les prévisions 2022/23, d'autant plus qu'il dégagerait une marge commerciale se situant dans le haut de la fourchette normative du groupe.
- La sonde XT, destinée à une clientèle de transporteurs / logisticiens, pourrait soit être interconnectée avec des systèmes existants (intégration OEM), soit être vendue en tant que telle (applications : suivi de marchandises, de containers maritimes etc.).
- Un hypothétique contrat OEM avec Whirlpool, à horizon 2022 ou 2023, d'intégration de la sonde *Meat'it* X3 dans leurs fours connectés haut de gamme, représenterait un potentiel en termes de CA et de marge particulièrement important, compte tenu des volumes qui seraient alors en jeu (plusieurs millions d'unités de sondes).

- L'opportunité pour Orka, dans le cadre des discussions menées, de contracter avec un second gros industriel, dans l'électroménager, le barbecue, etc.
- Un décollage des **ventes en ligne** : l'équipe digitale a été renforcée sur le premier semestre de l'exercice en cours, avec une priorité à court terme qui s'est portée sur les réseaux sociaux.

Après la réorganisation logistique B2C intervenue ce mois, la refonte du site internet de Mastrad est prévue pour septembre prochain ; en effet, celui-ci est aujourd'hui plus une vitrine proposant les produits aux prix de ventes conseillés, sans animation particulière visant à doper le développement commercial. L'objectif à terme serait d'atteindre des facturations de l'ordre de 2 M€, avec une vraie dynamique de marketing digital à mettre en place.

Le site US devrait parallèlement ré-ouvrir, son potentiel pouvant être appréhendé par rapport au million de \$ de ventes qu'il avait atteint par le passé.

## Un levier sur la marge opérationnelle dès l'exercice 2021/22

### La rentabilisation des investissements de structuration en cours ...

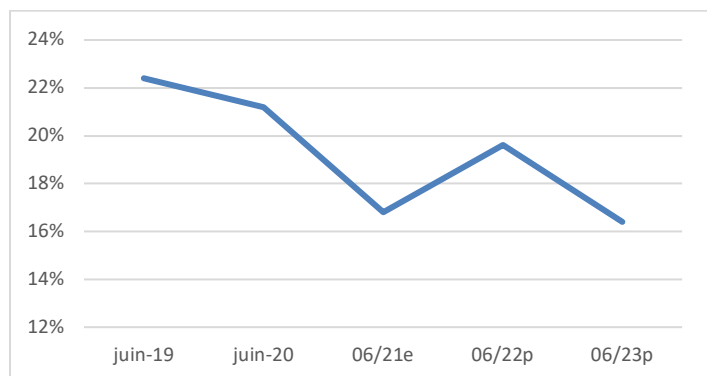
Afin d'accompagner sa croissance future sur le connecté et le professionnel, Mastrad continue d'étoffer ses équipes, avec notamment la mise en place de 3 collaborateurs dédiés à ses applications, d'une équipe digitale renforcée à l'automne dernier pour travailler sur les réseaux sociaux, de l'arrivée sur l'exercice en cours d'un ingénieur systèmes embarqués, de graphistes ainsi que d'alternants issus de grandes écoles d'ingénieur et de commerce.

Les recrutements devraient se poursuivre avec 2 commerciaux senior, 1 responsable B2B, un responsable grand compte Europe B2C (qui devrait notamment développer la distribution GMS), un poste en fonction support, un technicien, un ingénieur, et un chef de projet marketing.

Si les perspectives de l'exercice 2021/22 se confirment, sont encore prévues pour 2022/23 une dizaine de nouvelles embauches, dont un directeur marketing, un acheteur, ainsi que des renforts en R&D.

En fonction des niveaux de CA que nous prévoyons, l'effet de levier sur la rentabilité opérationnelle inhérent aux charges de personnel devrait commencer à devenir significatif à partir de l'exercice 2022/23.

*Frais de personnel en % du CA*



Source : 01Equity

### ... devrait avoir un impact significatif sur la marge opérationnelle dès l'exercice 2021/22

Sur l'exercice en cours (clos à juin 2021), en dépit de la très forte progression attendue des ventes (+78% estimés), l'impact sur la marge opérationnelle sera somme toute limité (1,6% estimés vs 1,5% réalisés sur le 1<sup>er</sup> semestre), compte tenu :

- Des investissements opérationnels, notamment en personnel, consentis pour préparer la forte croissance future ; les recrutements réalisés et prévus cette année auront un impact sur 12 mois dès l'exercice 2021/22.
- Des tensions, nées de la crise sanitaire, sur le prix d'achat des composants et sur les coûts de transport.

- D'une contribution positive d'Orka sur le résultat opérationnel du second semestre qui pourrait ne pas être aussi forte qu'attendu, compte tenu des livraisons aux industriels freinées par les achats de composants.

Toutefois, celle-ci devrait plus que compenser le déficit opérationnel que Mastrad SA et Mastrad Inc enregistreront encore cette année, confirmant ainsi au niveau consolidé le début de la recovery (EBIT anticipé à 0,15 M€ sur 12 mois), après plusieurs années de pertes opérationnelles.

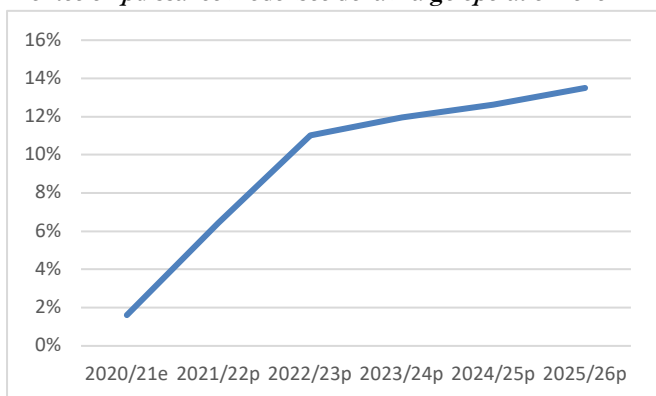
Sur les exercices 2021/22 et 2022/23, la poursuite d'une très forte croissance (respectivement +61% et +43% intégrés dans nos prévisions) devrait, compte tenu des coûts de structure et variables prévus, porter la marge opérationnelle à 6,4% puis à 11%, grâce :

- A la rentabilisation croissante des nouveaux produits connectés déjà financés ainsi que des recrutements effectués.
- A la bonne tenue de la marge commerciale sur la gamme traditionnelle compte tenu de la vigueur actuelle de la demande.
- Aux premiers revenus générés dès l'exercice 2022/23 sur les abonnements professionnels.
- Et plus généralement à la montée en puissance du CA issu des produits professionnels (sonde de froid, XS, industriels dont Whirlpool).

A plus long terme, nous avons modélisé dans notre modèle de DCF une marge opérationnelle de 13,5% à l'horizon 2025/26, qui est parfaitement envisageable compte tenu des niveaux de marges commerciales qui pourraient être dégagés à la fois par le matériel (sondes) et les services aux professionnels.

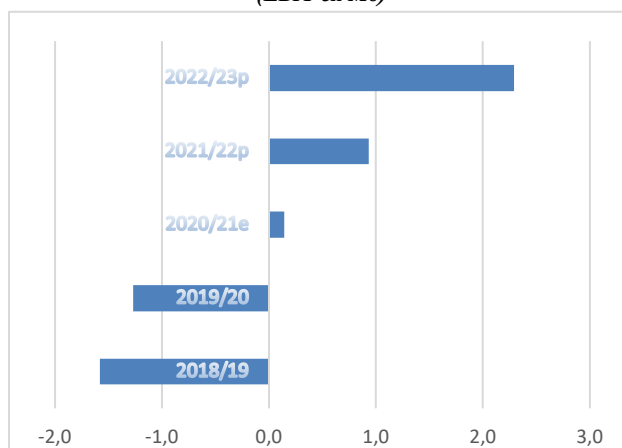
Une montée en puissance plus rapide qu'attendu des consommables chez *Stor'eat*, de même qu'une concrétisation plus rapide qu'escompté de la monétisation de l'App grand public, favoriseraient à long terme une rentabilité au-delà de ces niveaux.

Montée en puissance modélisée de la marge opérationnelle



Source : 01Equity

Début de recovery opérationnelle anticipé sur l'exercice en cours (EBIT en M€)



Après prise en compte :

- des intérêts financiers nets (intérêts sur les OCABSA, les 2 PGE, l'affacturage et les pertes de change dues au \$ sur l'exercice 2020/21),
- du crédit d'impôt pour l'innovation et du CIR, ainsi que de l'imputation des reports déficitaires dans la limite du plafonnement par exercice,

nous estimons pour l'exercice en cours un RNPG de 0,08 M€, puis de 1,02 M€ en 2021/22 et de 2,40 M€ à l'horizon 2022/23, soit des marges nettes respectives de 0,9%, 7% et 11,5%.

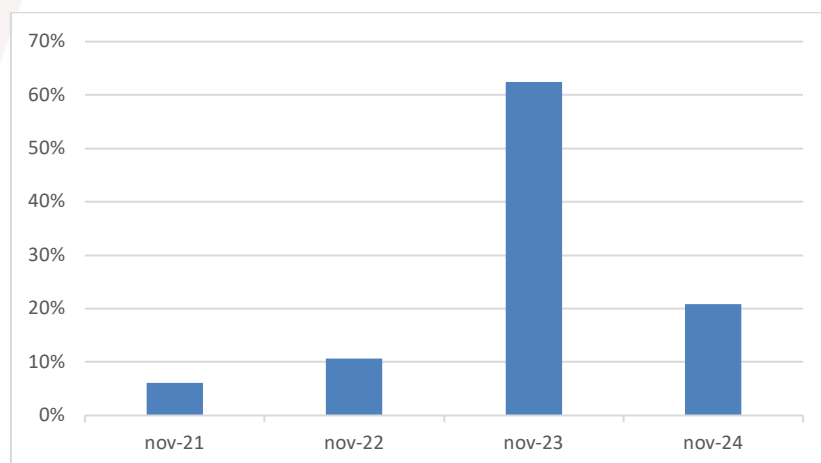
## Une structure financière sans échéance de remboursement majeure avant fin 2023

La dette financière brute consolidée (hors affacturation) au 31/12/2020 se monte à 2,7 M€, composée de :

- 4 OCABSA totalisant 2 M€ émises au profit de Nextstage. Leur échéancier, réaménagé en juillet dernier, est cohérent avec la croissance attendue sur les 2 prochaines années : le remboursement le plus important est prévu en novembre 2023, lorsque Mastrad devrait se situer dans une phase de génération de free cash-flows positifs.
- 2 PGE pour 0,68 M€, remboursables sur 4 ans à compter de mai 2022.

En tenant compte des 0,86 M€ de disponibilités semestrielles, la dette financière nette consolidée au 31/12/2020 s'établissait à 1,83 M€.

### L'essentiel de l'emprunt obligataire remboursable fin 2023



Source : Mastrad

L'affacturation (non déconsolidant) au niveau de Mastrad SA s'établissait à 226 K€ au 31/12/2020, et pourrait représenter à fin juin un montant de l'ordre de 0,3 M€ compte tenu de la croissance sur les gammes traditionnelles, de *Stor'eat* et du connecté.

A ce jour, en dépit d'aides concédées par sa clientèle industrielle sur le second semestre pour faciliter l'achat de composants dédiés, Orka n'a toujours pas la possibilité de recourir au factoring.

Pour tenir compte d'une certaine tension sur le BFR liée au marché des composants en Asie (le groupe ayant été contraint d'opérer des achats pour se couvrir jusqu'en 2022 dans certains cas), nous prévoyons une dette nette à fin juin de 2,34 M.

Dans notre modèle, Mastrad devrait se rapprocher de l'équilibre en terme de free cash-flow à compter de l'exercice prochain, ce qui, en l'état actuel des éléments prévisionnels dont nous disposons, nous semble cohérent avec une structure financière actuelle devant permettre de financer la croissance attendue sur les prochaines années.

A ce titre, Mastrad ne bénéficie pas de prêts de la part de ses banques pour ses investissements, les ayant jusqu'à aujourd'hui autofinancés.

Toutefois, il n'est pas exclu que Mastrad saisisse l'opportunité d'une levée de fonds, que ce soit pour financer une accélération des perspectives de croissances au-delà de ce que nous avons anticipé, et/ou se désendetter au moins partiellement afin de regagner de la liberté financière tout en allégeant ses frais financiers.

## Fair Value de 1,08€ par action calculée par DCF

La fair value que nous avons calculé par la méthode des cash flows libres d'exploitation ressort à 25 M€, soit 1,08€ par titre (1,05€ sur une base diluée des BSA attachés aux obligations convertibles).

Les hypothèses retenues dans notre modèle sont les suivantes :

- I. Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 25,7% par an jusqu'à l'exercice 2025/26 inclus.
- II. L'atteinte d'une marge opérationnelle de 13,5% à cet horizon. En comparaison, par le passé, Mastrad avait approché un niveau normatif supérieur.
- III. Un taux d'actualisation de 7,88% correspondant au coût des fonds propres pondéré par le coût moyen après impôt de la dette financière, compte tenu de leurs poids respectifs.
- IV. Un taux de croissance à l'infini des cash-flows d'exploitation disponibles de 1% au-delà de l'horizon prévisionnel (2025/26) de notre modèle.
- V. Des investissements annuels (hors masse salariale capitalisée) de l'ordre de 350 K€ pour l'exercice en cours, grimant à près de 1,1 K€ sur l'exercice prochain puis jusqu'à 1,5 M€ en 2022/23, pour tenir compte de la finalisation des générations futures de sondes (notamment celles destinées aux professionnels), des développements pour la gamme *stor'eat*, des sites web ainsi que d'un ERP.
- VI. Une prise en compte de reports déficitaires théoriques (dans la limite d'utilisation fiscale annuelle) sur les résultats prévisionnels dégagés sur la période 2020/21 à 2025/26. Le solde, au-delà, est valorisé au taux d'impôt de 25% qui sera alors en vigueur.
- VII. La prise en compte pour la dilution potentielle du nombre d'actions pouvant être créées sur la base des BSA encore en vie attachés aux obligations convertibles.
- VIII. La dette nette inclut les 2 PGE pour 680 K€ et les obligations convertibles à hauteur de 2 M€ (ces dernières n'étant par conséquent pas assimilées à de la dilution potentielle), ainsi que le factoring non-déconsolidant mis en place au niveau de Mastrad SA.

Il est important de noter que la nouvelle histoire que Mastrad est en train d'écrire peut s'apparenter à un nouveau business model similaire à celui d'une introduction en bourse : compte tenu des pics d'investissements prévus sur les exercices 2021/22 et 2022/23, la « fair value » que nous avons calculé est essentiellement constituée (à plus de 90%) de l'actualisation à l'infini des FCF au-delà de l'horizon prévisionnel 2025/26, ce qui la rend particulièrement sensible au rythme de croissance qui sera enregistré sur les tous prochains exercices.



*Sensibilité de la valorisation DCF en fonction du taux d'actualisation des fonds propres (t) et du taux de croissance à l'infini des cash flows d'exploitation disponibles (g).*

<b>g \ t</b>	6,50%	7,50%	7,88%	8,50%	9,50%
0,00%	1,19	1,02	0,97	0,89	0,79
0,50%	1,27	1,08	1,02	0,93	0,82
1,00%	1,36	1,14	1,08	0,98	0,86
1,50%	1,48	1,22	1,14	1,04	0,9
2,00%	1,61	1,31	1,22	1,10	0,94

*t : taux d'actualisation*

*g : taux de croissance des "free cash flows" à l'infini au-delà de l'horizon prévisionnel*

*Source : 01Equity*

## Annexes

**Système de recommandations : celles-ci portent un horizon à 18 mois****Opinion Positive** : fair value supérieure de 20% par rapport aux cours actuels**Opinion Neutre** : fair value comprise dans la fourchette +20% / -10% par rapport aux cours actuels**Opinion Négative** : fair value inférieure de plus de 10% aux cours actuels**Historique de suivi de la valeur :**

22 juin 2021 : Etude d'initiation avec fair value de 1,08€ calculée par DCF, sans engagement auprès de tiers (investisseurs ou non) de suivi ultérieur, régulier ou non

**Détection de conflits d'intérêts potentiels**

Intérêt au capital de l'émetteur de 01Equity, de l'analyste ou de l'un de ses salariés	Relation corporate entre l'émetteur et 01 Equity	Contrat de liquidité ou de tenue de marché	Rémunération de 01 Equity par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Communication de cette étude à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Oui	Oui *

\* *Aucun changement significatif sur cette étude n'a été apporté suite à cette communication préalable*

Cette note d'analyse peut évoquer des méthodes de valorisation qui sont explicitées sur le site [www.01equity.com](http://www.01equity.com) dans l'onglet « analyses financières »

**A lire ATTENTIVEMENT avant de prendre connaissance de cette publication**

Les informations, prévisions et opinions contenues dans cette étude ont été rédigées par 01Equity. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle. Elles sont diffusées à titre purement informatif, et ne constituent en aucun cas une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société faisant l'objet de cette étude.

Les informations, prévisions et opinions contenues dans cette étude sont livrées à titre informatif, et bien que provenant de sources jugées dignes de foi, 01Equity ne saurait en garantir ni l'exactitude, ni la pertinence, ni la fiabilité, ni l'exhaustivité. Ainsi, sa responsabilité, ainsi que celle de ses dirigeants ou de ses collaborateurs, ne saurait être engagée d'aucune manière à ce titre.

Les informations contenues dans nos publications sont destinées exclusivement aux investisseurs professionnels et ne constituent en aucun cas une décision d'investissement, que ce soit à l'achat ou à la vente, sur les valeurs mobilières sous-jacentes. Par conséquent, ni 01Equity, ni ses dirigeants, ni ses collaborateurs ne pourront être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les publications de 01Equity ont été rédigés en toute indépendance, conformément à la déontologie, à l'éthique et aux règles de la profession. Les opinions, appréciations et prévisions contenues dans ces publications reflètent le jugement porté par 01Equity aux dates mentionnées en première page des documents, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans aucun préavis ou notification sous quelque forme que ce soit. Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une valeur mobilière émise par la société faisant l'objet de la présente étude.

Tout lien d'affaire éventuel entre 01Equity et l'émetteur, ainsi que les possibles conflits d'intérêt à la date de publication et de diffusion de cette étude, sont mentionnés dans un « bandeau » spécifique repris à la fin de la présente publication, et intitulé « Détection de conflits d'intérêts potentiels ».

La reproduction ou la diffusion, même partielle, de cette étude, est soumise à l'accord de 01Equity. **Attention : cette publication ne doit pas être diffusée auprès de sociétés ou de personnes soumises à des restrictions. Elle ne doit pas faire l'objet d'une diffusion ou d'une communication aux Etats-Unis, Canada, Japon, Royaume-Uni, et tout autre pays soumis par sa réglementation en vigueur à une restriction de diffusion.** Toute personne physique ou morale accédant aux publications de 01Equity s'engage par conséquent à prendre connaissance de ces restrictions de diffusion et à les respecter. 01Equity ne pourra être tenu pour responsable de quelque manière que ce soit (diffusion directe ou indirecte) d'une infraction à cette restriction de diffusion.