

EQUITY RESEARCH

AFYREN

INITIATION DE COUVERTURE

ACHAT

OC 4.80€

Potentiel: 67%

L'heure de l'exécution industrielle

Afyren aborde une étape décisive de son développement avec la transition d'un modèle essentiellement technologique vers l'exploitation et la montée en puissance de son outil industriel, tout en bénéficiant déjà d'une visibilité commerciale remarquable. Son backlog ferme couvre deux tiers des capacités de production visées à l'horizon 2028, recentrant désormais l'equity story quasi exclusivement sur l'exécution industrielle. Nous conseillons le titre à ACHAT avec un OC de 4,80€, la création de valeur reposant sur la montée en puissance de Neoxy, l'optimisation du mix produit et la réplication graduelle du modèle.

Industrialisation : la preuve par l'exécution

La question clé d'Afyren ne porte plus sur l'adoption de son offre par le marché, mais sur sa capacité à accélérer sa production industrielle. Son portefeuille de contrats fermes lui confère une visibilité rare pour une société encore en phase de montée en charge, sécurisant plusieurs années de CA, tandis que la nature « drop-in » de ses molécules (équivalence stricte avec les standards pétrochimiques) élimine les coûts de transition côté client (reformulation, capex) réduisant substantiellement les barrières à l'adoption, un atout déterminant dans la chimie biosourcée. L'enjeu principal réside dans la capacité d'Afyren à dorénavant produire de manière continue - un point désormais démontré - puis à maîtriser l'élévation graduelle de ses capacités de production, condition indispensable à la transformation de son potentiel commercial en croissance rentable.

Profil opérationnel transformé par Neoxy

La prise de contrôle à 100% de Neoxy constitue un tournant dans la trajectoire financière d'Afyren, la consolidation intégrale de l'EBITDA permettant d'envisager l'atteinte du point mort avec une seule usine, là où le scénario de base reposait sur le déploiement d'un second site. Cette donne raccourcit nettement l'horizon de rentabilité, tandis qu'un EBITDA élevé à maturité ouvrirait la voie au développement partiellement autofinancé pour de futures unités, le modèle étant susceptible de générer des FCF solides (>20% du CA) une fois le cycle capitalistique achevé en 2032.

L'optimisation du mix produit au cœur de la création de valeur

Dans un contexte de demande structurellement porteuse sur les solutions biosourcées, Neoxy repose sur une architecture multiproduit permettant d'arbitrer en continu le mix entre applications industrielles aux dynamiques de demande et prix peu corrélés, là où les modèles pétrochimiques restent contraints par des chaînes dédiées, renforçant la robustesse du modèle. Cet arbitrage du mix constitue un levier direct de création de valeur. A volumes constants, l'allocation vers les marchés les plus rémunérateurs se traduirait fort logiquement par une amélioration du prix moyen de vente.

La réplication du modèle comme levier structurel de croissance

Une fois le premier site industriel saturé, la croissance d'Afyren s'appuiera sur le déploiement progressif d'un modèle standardisé. Les futures unités devraient bénéficier d'une structure de coûts optimisée, d'un risque d'exécution réduit et d'une montée en charge plus rapide sous l'effet des retours d'expérience accumulés. En régime de croisière, Afyren vise une capacité industrielle cumulée d'environ 70kt, correspondant à un CA supérieur à 180M€, pour une marge d'EBITDA d'environ 30%.

TP ICAP Midcap Estimates	12/25	12/26e	12/27e	12/28e	Valuation Ratio	12/26e	12/27e	12/28e
Chiffre d'affaires (m €)	2,3	4,9	25,9	41,0	VE/Sales	na	6,6	4,7
ROC (m €)	-6,6	-21,1	-13,5	-4,8	Source: TPICAP Midcap			
MOC (%)	na	na	na	na				
BPA (publié) (€)	-0,39	-0,67	-0,45	-0,23				
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00				
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0				
FCF (m €)	-4,0	-30,9	-29,5	-24,5				

Recherche partiellement payée par l'Emetteur

Key data

Prix actuel (€)	2,9
Secteur	Chimie
Ticker	ALAFY-FR
Nb d'actions (M)	38,853
Capitalisation boursière	111,9

Source: FactSet

Actionnaires (%)

Fondateurs via AFY Partners	23,6
KEMIN Industries	23,1
BPI 8.1% +Sofinnova 9.2%	17,2
Free float	36,1

Source: TPICAP Midcap estimations

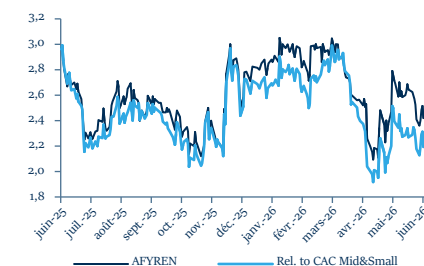
BPA (€)

	12/26e	12/27e	12/28e
Estimation	-0,67	-0,45	-0,23
Changement de nos estimations (%)	na	na	na

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)

	1D	1M	YTD
Evolution du cours	-0,7	7,1	2,9
Rel CAC Mid&Small	-0,7	9,3	-0,7



Source: FactSet

Consensus FactSet - Analystes: na	12/26e	12/27e	12/28e
CA	3,2	11,2	18,6
ROC	-14,3	-12,4	-13,9
RNpg	-16,4	-11,7	-12,1

Analyst

Veneta Nikolova
veneta.nikolova@tpicap.com
+33173030972

