

# JOURNAL DE BORD

## CAP SUR... GTT

*Recommandation à caractère promotionnel*

Visiter les sociétés dont nous sommes actionnaires, ou susceptibles de l'être, et échanger avec des opérationnels, et pas seulement avec le top management, fait partie intégrante de notre philosophie d'investissement chez Cogefi Gestion. Cap, dans ce « Journal de bord », sur GTT : fin septembre, nous avons participé à une visite des laboratoires de la société à Saint-Rémy-lès-Chevreuse.

GTT est une société d'ingénierie française, spécialiste des technologies de confinement cryogénique ou à très basse température du GNL pour le transport maritime. Aujourd'hui, les cuves de stockage de GNL utilisent principalement 2 technologies de membranes mises au point par GTT : les systèmes « Mark III » et « NO96 ».



Source : GTT

### GTT EN BREF

- 349 employés (au 31/12/2018)
- CA 2018 de 246 M€ en croissance de +2%
- Marge opérationnelle 2018 de 65%
- Philippe Berterottière, PDG

### THÈMES ABORDÉS

- Technologies Mark III et NO96
- Compétences de pointe développées au sein des laboratoires du groupe
- Brevets et protection industrielle
- Procédés de fabrication et relations avec les chantiers navals partenaires

Lors de notre visite des laboratoires de GTT, nous avons eu la chance d'être accompagnés de Nicolas Thénard, *Materials Department Manager* au sein de la société.

### Cette visite nous a permis d'appréhender le savoir-faire de pointe et pluridisciplinaire de GTT.

Le premier laboratoire visité, dédié aux matériaux métalliques et au développement des outillages d'industrialisation, a permis de faire le point sur les 2 grandes familles de technologies proposées par GTT :

- la technologie « Mark III » : il s'agit d'une membrane métallique ondulée en acier inoxydable associée à un panneau isolant préfabriqué et à une membrane isolante composite ;
- La technologie « NO96 » : elle est basée sur un principe de redondance avec 2 membranes métalliques, soit en « Invar » (alliage Fe-Ni) soit en acier inoxydable corrugué pour sa version la plus récente, et 2 caissons isolants.

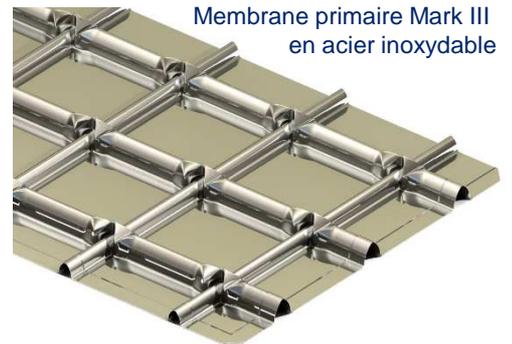
Pour chaque navire, le choix de la technologie est dicté par les performances visées, notamment le « boil-off » ou taux d'évaporation du GNL, la géométrie des cuves et le prix.

Les membranes métalliques ont une géométrie complexe (plis) et nécessitent des procédés et des conditions de fabrication très précis, de même que leur assemblage final avec les autres composants de la cuve (isolant notamment). A chaque membrane est ainsi associé un « écosystème » différent : certifications, approvisionnements des sous-ensembles auprès de fournisseurs homologués, outillages pour l'installation de la cuve dans le navire, échafaudages... Le process de fabrication, sa répétabilité et sa facilité de mise en œuvre sont fondamentaux et constituent autant d'éléments-clés du savoir-faire que GTT cède ensuite, contre royalties, aux chantiers navals partenaires.

Le second laboratoire visité, celui des tests des matériaux non métalliques, a pour vocation de tester tous les matériaux autres que les membranes métalliques, notamment les isolants (généralement des mousses) mais aussi les colles et adhésifs. La caractérisation des propriétés thermiques et mécaniques de ces matériaux en conditions cryogéniques (jusqu'à -170°C) et l'analyse de leur tenue dans différentes conditions (température, pression, chargement/déchargement...) sont fondamentales et ont permis à GTT de constituer une base de données unique en son genre et qui continue de s'enrichir au gré des recherches menées par la société pour proposer des matériaux toujours plus performants.

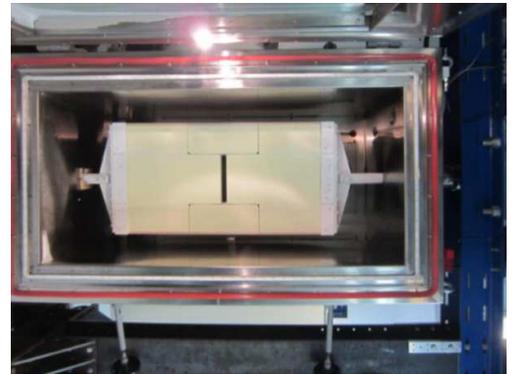
Enfin, dans le laboratoire de tests de dynamique des fluides en condition réelle, nous avons pu observer les simulateurs de houle développés par GTT qui permettent à l'échelle 1/40 de recréer tout type d'environnement marin et d'analyser la tenue à la mer d'une cuve de GNL, remplie partiellement ou totalement. Cette expertise en modélisation et simulation des mouvements développée par GTT lui permet in fine de préconiser à ses clients la technologie de cuve, les dimensions et les matériaux les plus adaptés, notamment dans le cadre d'études d'avant-projet.

In fine, les compétences de pointe développées par GTT sont nombreuses : génie des matériaux, génie des procédés, architecture navale, mécanique et mécanique des fluides, ingénierie de structure...



Membrane primaire Mark III en acier inoxydable

Test de fatigue de la membrane isolante de Mark III Flex + sous condition cryogénique



Laboratoire d'analyses et d'essais de mouvements de plate-formes



Source : GTT

## Nous retenons de cette visite plusieurs enseignements qui tendent à renforcer notre vision très positive de GTT et de ses perspectives.

GTT dispose, à travers une large palette de solutions technologiques, d'un solide avantage concurrentiel : 2 technologies de pointe en matière de cuves (familles « Mark » ou « NO »), mais aussi un grand choix de matériaux isolants (polyuréthane, perlite, laine de verre...) et de géométries (différentes épaisseurs...).

Le groupe est également engagé dans une très forte dynamique d'innovation : s'il dispose d'un portefeuille de 801 brevets délivrés (à fin 2018), presque autant (697) sont en cours d'examen ! Sur la seule technologie de pliage des membranes par exemple, une vingtaine de brevets a été déposée ces 3 ou 4 dernières années comme nous l'a indiqué GTT pendant la visite. En 2019, le budget alloué à la recherche et au développement devrait ainsi croître de 25%.

Depuis l'amont, et les études d'ingénierie d'avant-projet menées en coopération avec les sociétés d'ingénierie navale, jusqu'aux activités de service et de maintenance pour les navires en opération, GTT nous paraît par ailleurs être en mesure de capter une part de CA toujours plus importante sur le cycle de vie du navire, en capitalisant sur son savoir-faire.

Notons par ailleurs que les barrières à l'entrée sont élevées : la mise au point de nouvelles technologies nécessite ainsi des phases de certification et d'homologation particulièrement longues (souvent plusieurs années) ; et surtout, grâce à une flotte de plusieurs centaines de méthaniers équipés de ses technologies et à plus de 50 ans de retour d'expérience, GTT dispose d'un track record inégalé dans l'industrie. In fine, au-delà des aspects technologiques et des considérations de performance, les assureurs des navires constituent des alliés de poids pour GTT face à ses concurrents, en particulier de nouveaux entrants éventuels.



### CONCLUSION / NOTRE CONVICTION

Nous sommes actionnaires de **GTT** à travers le fonds Cogefi Prospective.

La demande mondiale de GNL, énergie « propre » sur le plan des émissions de CO<sub>2</sub>, Nox et Sox, est en croissance régulière d'environ +5% par an, et les axes de diversification identifiés par GTT (GNL carburant notamment) constituent par ailleurs des relais de croissance à fort potentiel. Sur ce marché qui semble structurellement porteur, GTT est un acteur incontournable (85% de part de marché sur les commandes de méthaniers entre 2012 et 2018 !) fruit d'efforts d'innovation constants et d'une technologie aujourd'hui largement éprouvée.

Sur le plan financier, à l'instar d'autres convictions fortes du fonds Cogefi Prospective telles que Swedencare, MIPS ou encore BioGaïa, nous apprécions le modèle de « brand ingredient » qui est celui de GTT : comparable au « Intel Inside », c'est un business model résolument porté sur l'innovation mais aussi et en même temps très « asset light ». Il en résulte une rentabilité élevée, comme en témoigne les niveaux de marge opérationnelle (65% en 2018) et de ROCE (124% calculé en 2018 !).

Les prises de commandes pour des nouveaux méthaniers peuvent certes créer un mouvement d'accordéon – temporaire – entre la demande finale de GNL et celle pour les technologies de GTT, comme ce fut le cas notamment entre mi-2015 et fin 2016, et in fine peser boursièrement sur la valeur. Mais fondamentalement, l'écoulement pluri-annuel du carnet de commandes permet d'amortir ces à-coups au niveau du CA : malgré 5 commandes seulement de méthaniers en 2016 et 12 en 2017 contre 31 en 2015, le CA s'est établi à 236 M€ en 2016 et 232 M€ en 2017 contre 226 M€ en 2015 ; par ailleurs, la visibilité offerte par le carnet de commandes et une structure de coûts assez flexible permettent au groupe d'ajuster ses coûts si nécessaire, et in fine protéger sa rentabilité et son dividende.

La valeur reste une conviction de long terme, que nous serions prêts à renforcer sur faiblesse.



## NOUS CONTACTER

**Benjamin ROUSSEAU** | *Gérant*  
[b.rousseau@cogefi.fr](mailto:b.rousseau@cogefi.fr)



**Rémy STAUBLE** | *Analyste*  
[r.stauble@cogefi.fr](mailto:r.stauble@cogefi.fr)

*Le JOURNAL DE BORD MID & SMALL CAPS, c'est aussi :*

**JUILLET 2019 – CAP SUR... SWEDENCARE**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

**JUIN 2019 – CAP SUR... QIAGEN**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

**AVRIL 2019 – CAP SUR... GB GROUP ET NCC GROUP**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

**FEVRIER 2019 – CAP SUR... RATIONAL**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

**OCTOBRE 2018 – CAP SUR... RAYSEARCH**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

**JUILLET 2018 – CAP SUR... DEVOTEAM**

[>> Cliquez ici pour lire la suite](#)

---

**AVERTISSEMENT** : La recommandation d'investissement n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. Ce document n'a pas vocation à être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier. Les références à des valeurs mobilières spécifiques et à leurs émetteurs répondent uniquement à un but d'illustration et ne doivent pas être interprétées comme des conseils d'achat ou de vente de ces valeurs. COGEFI Gestion n'est pas soumis à une interdiction d'effectuer des transactions sur les instruments financiers concernés avant ou durant la diffusion de cette publication.

---



**COGEFI**  
Gestion

11 rue Auber – 75009 Paris

[www.cogefi.fr](http://www.cogefi.fr) – [contact@cogefi.fr](mailto:contact@cogefi.fr)

01 40 06 02 22

Agrément AMF GP97090 du 25/09/1997 ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org))

[www.cogefi.fr](http://www.cogefi.fr) | Octobre 2019



**COGEFI**  
Gestion

4/4