

EUROBIO SCIENTIFIC

Une nouvelle dimension

26 mars 2021

Une année 2020 exceptionnelle

Dans un contexte de crise sanitaire, l'année 2020 fut extrêmement compliquée pour de nombreuses entreprises. En revanche, elle restera une année historique dans les annales d'Eurobio Scientific. Le premier distributeur indépendant de diagnostics *in vitro* en France a su rapidement s'adapter après l'apparition du coronavirus. Il a notamment bénéficié de son développement très tôt d'un premier test propriétaire EurobioPlex et de ses partenariats de distribution pour être un des premiers à offrir des tests PCR en France. L'exercice 2020 s'achève à 189M€ de CA soit une croissance exceptionnelle de 221%.

Un horizon à court terme toujours rythmé par la pandémie

Alors que début 2020 l'espoir portait sur un virus de passage, la réalité est bien différente aujourd'hui. En témoignent les vagues épidémiques successives observées dans les différents pays du monde. Aujourd'hui, le nombre de tests en France stagne sur un plateau élevé de plus de 2 000 000 de tests effectués chaque semaine, soit une hausse de 22% par rapport au T4 de l'année 2020. Dans les pays affichant des taux de vaccination élevés comme le Royaume-Uni et les Etats-Unis, si le nombre de cas diminue de manière significative, l'impact sur le nombre de tests est lui bien plus modéré. De plus, l'usage des tests sérologiques pour accompagner les campagnes de vaccinations pourrait s'avérer précieux. L'activité Covid-19 ne devrait donc pas disparaître de sitôt et restera génératrice de revenus sur les prochaines années.

Des leviers de croissance intacts

En dehors de l'activité liée à la pandémie, les leviers de croissance s'offrant au groupe restent toujours aussi importants. Le marché du DIV devrait croître à un rythme CAGR de 4,5% sur la décennie. C'est notamment le segment de la biologie moléculaire qui devrait tirer le gros de la croissance du secteur. Eurobio Scientific est très bien exposé à ce segment avec sa gamme de produits propriétaires EurobioPlex que le groupe continue d'étendre, et via ses partenariats de distribution. De plus, l'année 2020 aura permis à Eurobio Scientific d'accroître de manière considérable son parc de machines qui sera source de revenus futurs. Enfin, avec une trésorerie nette estimée à 66M€, le groupe dispose des moyens nécessaires pour accélérer le rythme de croissance externe.

Une valorisation très attractive

Bien que les effets de comparaisons soient difficiles après cette année exceptionnelle, Eurobio Scientific devrait retrouver une croissance au niveau de sa *top-line* dès 2023 selon nos estimations. Au vu des perspectives de croissance du marché du DIV et des multiples auxquels s'échange le titre, nous continuons de penser qu'il est très sous-valorisé.

Nous relevons notre objectif de cours à 34,5€ (vs 30€) et réitérons notre recommandation à l'achat.

ACHAT

Objectif : **34,5€ (vs 30€)**

Potentiel : **+76%**

Infos marché

Secteur	Diagnostic In-Vitro
Cours (€)	19.6
Capitalisation (M€)	219.8
Marché	Euronext Growth
Bloomberg	ALERS FP

Actionnariat

Management/salariés	32.8%
Actions auto-détenues	0.2%
Flottant	67%

M€ (31/12)	2019A	2020E	2021E	2022E
CA (M€)	58.9	188.9	128.0	119.5
Var	16.8%	220.7%	-32.2%	-6.7%
ROC	3.4	78.7	31.7	24.5
Marge op.	6%	42%	25%	20.5%
RNpg*	3.0	75.1	23.3	18.0
BNPA* (€)	0.27	6.67	2.07	1.60
Var. BNPA	n.s.	n.s.	n.s.	-23%
Dividende (€)	0.00	0.00	0.00	0.00
Rendement	0%	0%	0%	0%
FCF	3.4	59.2	32.5	24.7
ROCE	14%	128%	38%	35%
VE/CA (x)		1.0x	1.2x	1.0x
VE/ROC (x)		2.3x	4.7x	5.1x
PER (x)		2.9x	9.4x	12.2x
Dette fin. Nette	13.6	-40.4	-72.2	-96.1
Gearing	39%	-38%	-57%	-67%

Estimations Midcap Partners

*RNpg et BNPA retraités du goodwill/produit impôt

Prochain évènement : RN 2020 - 14/04/21

Analyste : Corentin MARTY
Email : cmarty@midcapp.com
Tel : +33 (0)1 78 95 71 67

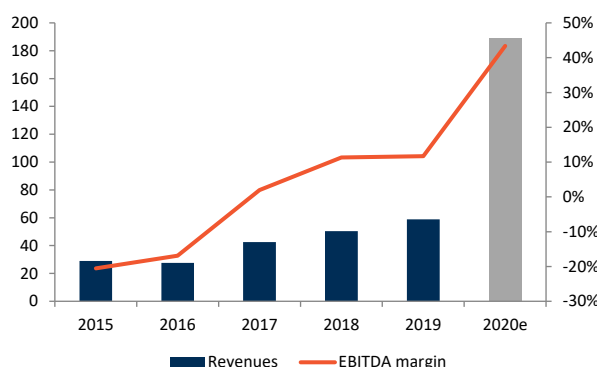


I. L'ESSENTIEL

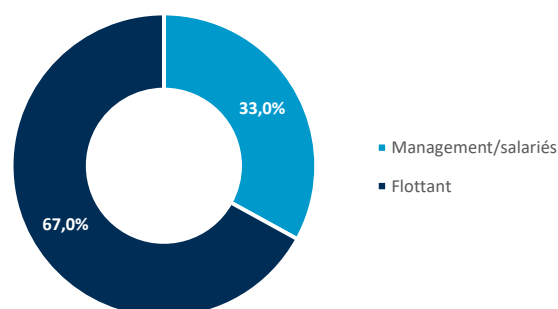
Description

Eurobio Scientific est le premier distributeur indépendant de diagnostics in vitro en France. Le groupe fournit aux laboratoires de diagnostic hospitaliers et privés des instruments et réactifs permettant d'effectuer des analyses, et aux laboratoires de recherche et biotechs des produits nécessaires à la R&D, notamment des anticorps. Il est également aujourd'hui l'un des principaux fournisseurs d'équipements et de tests de diagnostics pour la Covid-19.

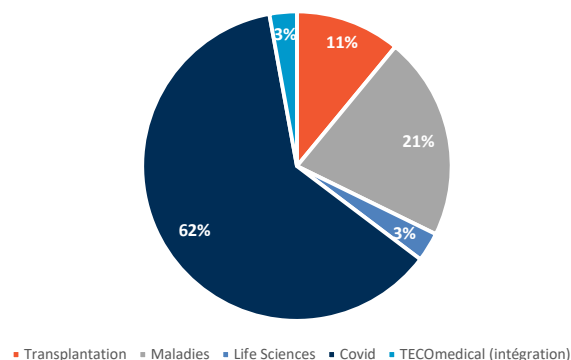
Evolution de l'activité 2015-2020



Structure actionnariale



Répartition du CA 2020 par division



Analyse SWOT

Forces

- Une offre complète couvrant chaque segment du DIV
- Un véritable leadership sur la distribution en France
- Un parc de machines de plus en plus important
- Une gamme EBX propriétaire compatible avec les machines ouvertes

Opportunités

- Un secteur en pleine consolidation
- L'exposition à la biologie moléculaire en forte croissance
- L'expansion des produits propriétaires (notamment la gamme EBX)
- Accélération de la croissance externe

Faiblesses

- Part des produits propriétaires relativement faible (15% du CA 2019)
- Exposition quasi-exclusivement au marché français (95% du CA 2019)

Menaces

- Un leader sectoriel peut récupérer la distribution d'une gamme de diagnostics (bioMérieux avec BioFire en 2013)
- La concentration des clients (public et privé) engendre une pression naturelle sur les prix



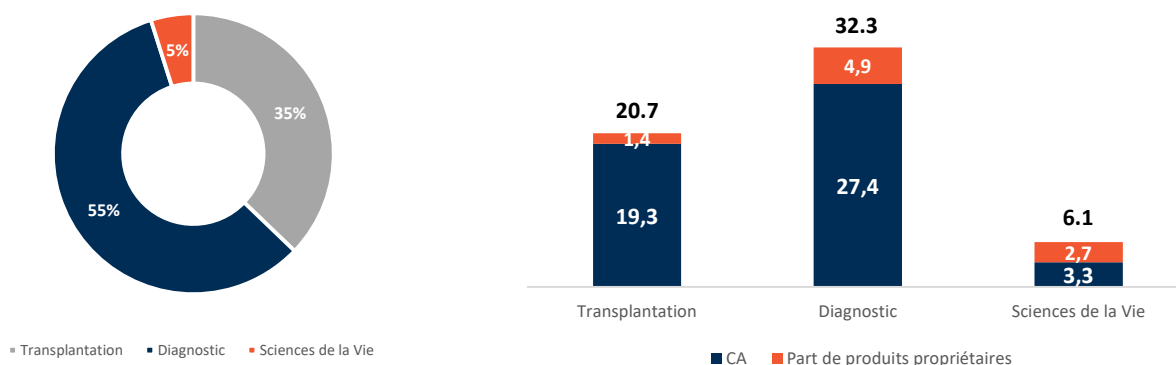
II. Eurobio Scientific : un acteur majeur du diagnostic *in vitro*

Fondé en 1997 et œuvrant initialement dans la R&D, Exonhit est devenu Diaxonhit puis finalement Eurobio Scientific à la suite d'une succession d'acquisitions majeures au cours de la dernière décennie (InGen BioSciences, Eurobio et Genbio). Ces acquisitions sont le symbole d'un virage stratégique amorcé au début des années 2010 visant à intégrer l'activité de distribution, profitable et moins sujette aux risques de développement. Aujourd'hui, Eurobio Scientific est le **premier distributeur indépendant français de diagnostic *in vitro* en France**.

L'activité traditionnelle (i.e. pré Covid-19) se décompose en 3 segments :

- Le **Diagnostic** avec une offre dans les **maladies infectieuses** (représentant 2/3 des ventes Diagnostic) en particulier grâce à son partenariat exclusif avec Seegene concernant les tests de biologie moléculaire multiplexée de la société sud-coréenne. Le groupe dispose également de sa propre **gamme propriétaire** Eurobioplex regroupant des tests de biologies moléculaires (Hépatite Delta, Dengue, Chikungunya, etc.), ainsi que le test TQS pour le Tétanos. Les produits propriétaires sur ce segment représentaient 1/3 des ventes Diagnostic en 2019 et 8% du CA.
- La **Transplantation**, activité héritée principalement de l'acquisition d'InGen BioSciences. Grâce à son partenariat exclusif avec One-Lambda, Eurobio Scientific est le leader français des tests du **HLA** (*Human Leucocyte Antigen*) utilisés pour évaluer la compatibilité entre donneurs et receveurs lors de greffes d'organes et de moelles (87% du CA Transplantation). Le groupe dispose également d'une gamme propriétaire pour les milieux de transport et de préservation de greffons de cornée (13% du CA Transplantation).
- Les **Sciences de la Vie** à destination des activités de **R&D** menées par les laboratoires de recherche notamment. Sur ce segment, l'offre se compose de milieux de préservation et de culture, d'anticorps ainsi que de réactifs.

Répartition du CA 2019 et part de produits propriétaires par segment d'activité



Sources : Société, Midcap

L'exercice 2020 marquera l'arrivée d'un nouveau segment d'activité lié à la Covid-19, avec des revenus se présentant comme principaux contributeurs au chiffre d'affaires.

III. Une activité bouleversée par la pandémie de Covid-19

Une année 2020 exceptionnelle

Dans un contexte de crise sanitaire, l'année 2020 fut extrêmement compliquée pour de nombreuses entreprises. En revanche, elle restera une année historique dans les annales d'Eurobio Scientific. Le groupe a su rapidement s'adapter après l'apparition du coronavirus sur un exercice qui s'achève à 189M€ de CA soit une **croissance exceptionnelle de 221%**.

Étant aujourd'hui un des principaux fournisseurs d'équipements et de tests de diagnostic pour la Covid-19, Eurobio Scientific a notamment profité de deux facteurs très positifs :

Fidèle à sa stratégie axée sur une hausse de la rentabilité à travers le développement de produits propriétaires, Eurobio Scientific a développé dès la fin décembre 2019 son propre kit de test PCR pour le diagnostic clinique de la Covid-19. Nommé EBX-041, ce test propriétaire fut marqué CE dès le 25 mars 2020, devenant ainsi le premier test conçu et fabriqué en France à obtenir un tel marquage. EBX-041 est utilisable sur un grand nombre d'instruments thermocycleurs ouverts élargissant donc le nombre d'utilisateurs potentiels.

Eurobio Scientific a également bénéficié de son partenariat avec la société sud-coréenne Seegene pour être une des premières sociétés à lancer des tests PCR pour la détection du coronavirus. Dès le 10 février 2020, alors que la France comptait moins de 10 cas sur son territoire, Eurobio annonçait l'intégration du kit ALLPEX CORONAVIRUS de Seegene dans sa gamme de biologie moléculaire. Le 18 février, 8 jours plus tard, le kit PCR obtenait le marquage CE, faisant de lui le premier à en bénéficier en France. Ce test est utilisable sur les instruments dédiés de Seegene.

Kit propriétaire EBX-041 SARS CoV2



Source : lesechos.fr

Enfin, afin de diversifier son offre et être présent sur tous les segments de l'activité « Covid-19 », le groupe a également lancé la commercialisation de différents tests sérologiques, mais aussi et surtout de tests antigéniques rapides. Ces fameux tests rapides ont vu le jour dès septembre 2020 (lancement de Sofia SARS Antigen par Eurobio Scientific le 22 septembre) et ont été démocratisés



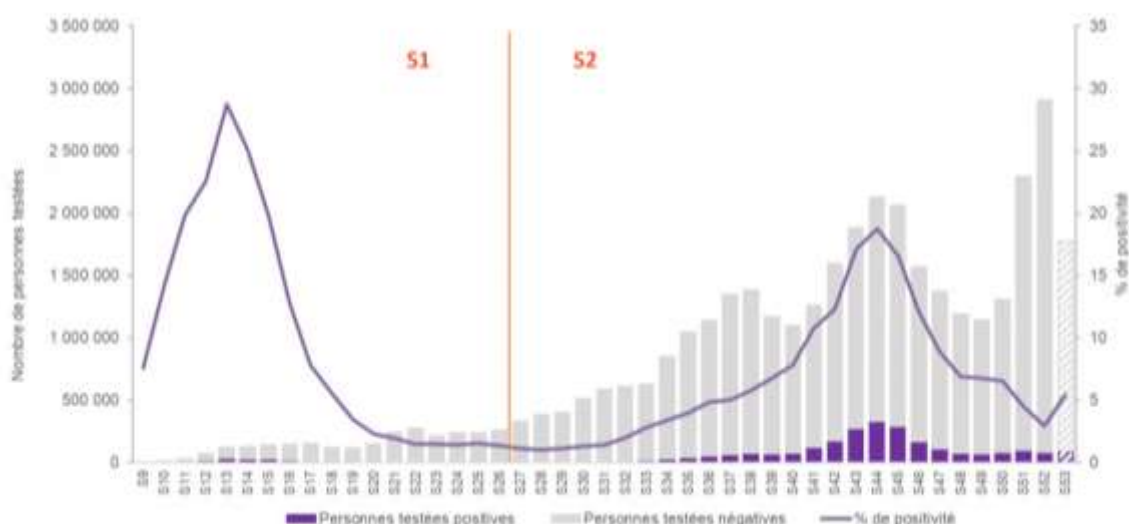
par un arrêté le 26 octobre autorisant les pharmaciens, infirmiers et médecins à réaliser ces tests. L'apparition des tests antigéniques a permis de désengorger les laboratoires d'analyses, débordés par l'ampleur du nombre de tests dépassant chaque semaine le million à ce moment-là. Bien que moins précis que le test PCR, qui reste le test de référence, le test antigénique permet un premier screening des suspicions de cas de Covid-19. Actuellement, les tests antigéniques représenteraient environ 50% des tests réalisés, les 50% restant correspondant à des tests PCR.

Aujourd'hui, le groupe propose une des gammes « Covid-19 » les plus complètes en France couvrant le PCR, l'antigénique et le sérologique :

- Test **PCR** ALLPEX de l'entreprise sud-coréenne Seegene
- Test **PCR** propriétaire EBX-041
- Test **antigénique** Sofia de l'entreprise américaine Quidel
- Test **antigénique** propriétaire EBS 10-20 Ag Test
- Tests **sérologiques** ELISA de sa gamme Wantai et MagLumi CLIA de la gamme SNIBE
- Test **sérologique** rapide NG-Test IgG-IgM COVID-19 de la biotech française NG Biotech

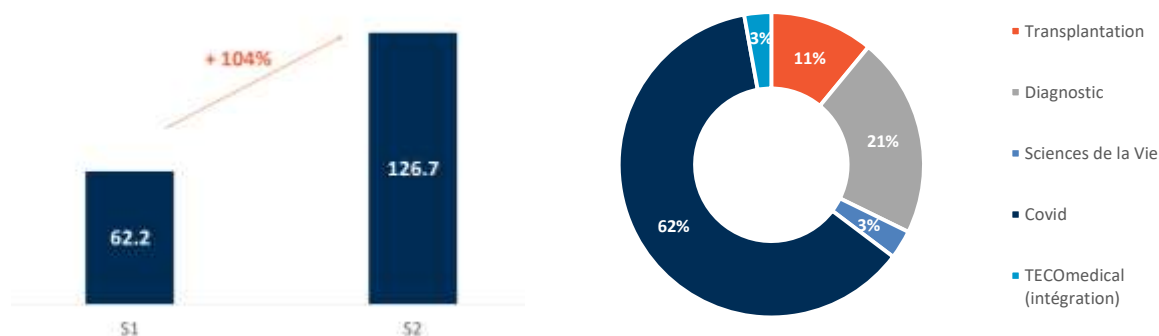
La rapidité de déploiement de cette gamme, étoffée au fil de l'année, a permis à Eurobio Scientifique de s'imposer comme un des leaders dans ce domaine en France. C'est donc tout naturellement que le groupe a vu ses revenus progresser au même rythme que la pandémie, faisant d'elle la principale contributrice au chiffre d'affaires 2020 et bousculant au passage la répartition traditionnelle entre chaque segment d'activité.

Nombre de tests par semaine en France entre mars et décembre 2020



Sources : Santé Publique France, Midcap

Répartition estimée du CA 2020 par semestre puis par segment d'activité



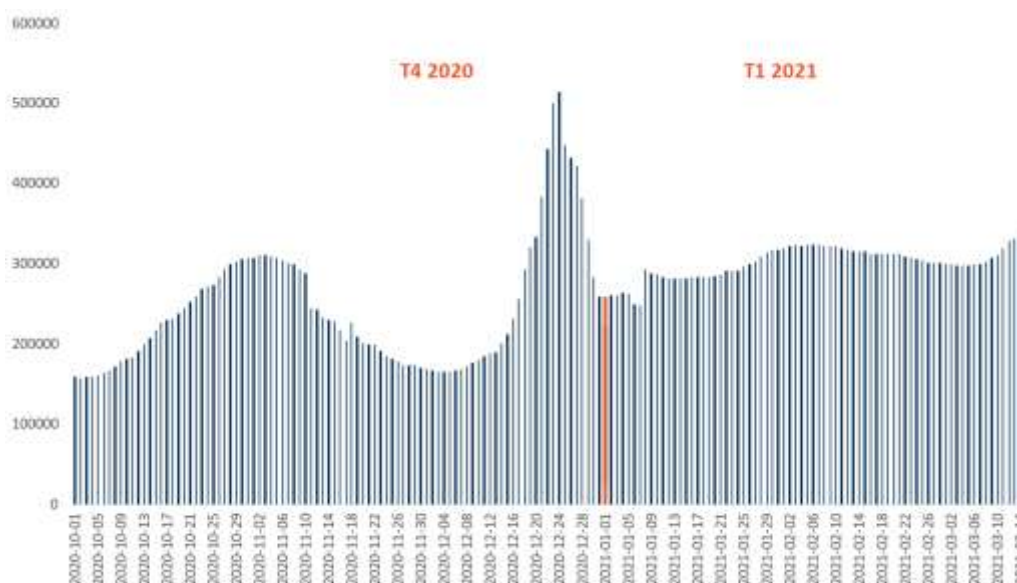
Sources : Société, Midcap

Un virus parti pour rester bien au-delà de 2020

Alors que début 2020 l'espoir portait sur un virus de passage, la réalité est bien différente aujourd'hui. En témoignent les vagues épidémiques successives observées dans les différents pays du monde, mais également les discours tenus par les personnalités politiques et scientifiques portant sur l'apprentissage d'un nouveau mode de vie avec la Covid-19.

Malgré l'arrivée des vaccins sur le territoire français, **avec près de 10% de la population ayant reçu au moins une dose**, le nombre de tests réalisés chaque semaine reste considérable, stagnant à un plateau élevé d'environ 300 000 tests par jour soit 2 100 000 tests par semaine.

Nombre de tests journaliers en France entre le T4 2020 et le T1 2021



Sources : Our World In Data, Midcap

Pour le moment, le nombre de tests effectués sur le premier trimestre 2021 est en **hausse de 23% par rapport au dernier trimestre de l'année 2020**.

Si la campagne de vaccination en France, qui devrait s'accélérer dans les prochaines semaines, aura un impact de plus en plus important sur le nombre de nouveaux cas, son impact sur le nombre de tests réalisés pourrait être plus mesuré à très court terme. Prenons l'exemple de deux pays développés avec des taux de vaccination élevés : les États-Unis et le Royaume-Uni (25% et 40% respectivement), si la vaccination a eu impact considérable sur le nombre de nouveau cas, on observe une tendance à la baisse du nombre de tests bien moins importante que celle du nombre de cas aux États-Unis, et même une hausse du nombre de tests au Royaume-Uni.

Situation aux États-Unis au 3 mars 2021



Situation au Royaume-Uni au 3 mars 2021



Sources : Our World In Data, Midcap

Ce nombre important de tests résulte de la dernière vague épidémique, ou « troisième vague » en France, qui fut notamment insufflée par l'apparition de plusieurs mutations du virus qualifiées de variants. Selon le rapport hebdomadaire de Santé publique France, au 18 mars 2021, les suspicions de cas variant britannique représentaient bien plus de deux tiers des cas (72%), concernant les variants sud-africain et brésilien la proportion est de 5%. Une nouvelle fois, Eurobio Scientific répond aux besoins avec l'annonce le 9 mars dernier du lancement d'un **nouveau test PCR** dédié à l'identification et le typage des principaux variants. Ce nouveau test PCR, nommé EBX-044, vient

donc compléter le large catalogue de produits « Covid-19 » qu'offre le groupe. À l'image d'EBX-041, EBX-044 est un test propriétaire de la gamme EurobioPlex.

Si le nombre de tests PCR et antigéniques devrait graduellement diminuer à l'approche d'une possible immunité collective dans plusieurs mois, les tests sérologiques pourraient, quant à eux, voir leur utilisation fortement augmenter. Alors que les ventes de ces derniers furent moins importantes qu'anticipé en 2020, cette gamme de tests devrait être mise à contribution pour accompagner la campagne de vaccination. L'objectif des tests sérologiques est de rechercher la présence d'anticorps dirigés contre le coronavirus. Au cours de cette année qui devrait voir une grande partie de la population européenne et française se faire vacciner, ce test permettrait de s'assurer que les personnes vaccinées bénéficieraient bien d'une immunité protectrice contre la Covid-19. La gamme de tests sérologiques d'Eurobio Scientific inclut également des tests de séroneutralisation permettant de mesurer la capacité d'un patient à neutraliser le virus grâce à ses anticorps. Dans la mesure où il n'existe pas de consensus précis sur la durée de l'immunisation, puisque cette dernière varie en fonction de l'individu, il est possible d'imaginer la prescription d'un (ou plusieurs) test(s) sérologique(s) après une certaine période de temps suivant la vaccination dans le but de vérifier qu'une immunité protectrice est toujours présente. Ces tests devraient donc également permettre de déterminer le *timing* pour une seconde vaccination, si nécessaire.

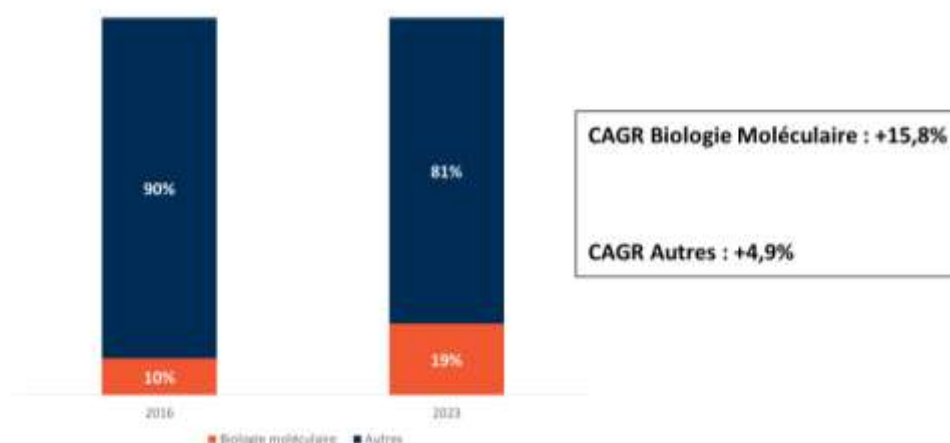
La persistance du virus, de ses variants, mais également et surtout les campagnes de vaccinations, devraient donc faire de l'activité « Covid-19 » une activité générant des revenus de manière récurrente sur les prochaines années.

IV. Des perspectives hors Covid-19 toujours aussi fortes

Un secteur du DIV toujours en croissance

Le marché du DIV (diagnostic *in vitro*) est un marché ayant connu une croissance soutenue ces dernières années. Estimé à 62 milliards de dollars en 2016, il serait de 83,4 milliards d'euros en 2020 (source : *Grand View Research*). Porté par des tendances telles que : l'antibiorésistance, le vieillissement de la population, le risque de pandémie comme nous le vivons actuellement avec la Covid-19, les nouvelles techniques de diagnostics (notamment les tests rapides), le marché mondial du DIV devrait maintenir une croissance CAGR de 4,5% sur la décennie. La croissance du marché est notamment soutenue par la biologie moléculaire qui devrait voir son poids doubler au sein de l'industrie du diagnostic *in vitro*.

Importance de la biologie moléculaire dans le marché du DIV



Sources : Société, Markets and Markets, Allied Market Research, Research & Markets

La biologie moléculaire est un domaine mature, longtemps réservé à la R&D, dont la mise en application commerciale à coûts compétitifs est récente. Il s'agit d'une technique qui permet de détecter des séquences spécifiques d'ADN ou d'ARN qui pourraient (ou non) être associées à des maladies. Son utilité est à plusieurs niveaux : elle permet de détecter des agents pathogènes, des mécanismes de résistance aux antibiotiques, de mesurer la quantité d'un virus dans le sang, d'orienter, personnaliser et contrôler un traitement. La **Polymerase Chain Reaction** (PCR) est un des principaux outils de la biologie moléculaire et a vu son utilisation exploser durant la pandémie de coronavirus. Alors que les laboratoires réalisaient quelques millions de tests via PCR chaque année pré-Covid, ils se sont retrouvés à en réaliser pas moins de 2 millions par semaine actuellement. La démocratisation de la PCR se traduit également par l'apparition de nouveaux remboursements (dernier en date : test pour la papillomavirus humain) de la part des organismes de santé, et donc un nombre de prescriptions plus important de la part des médecins. Eurobio Scientific dispose d'un positionnement fort en biologie moléculaire grâce à son portefeuille de produits propriétaires EurobioPlex, mais également via ses partenariats de distribution.

La gamme EurobioPlex ou EBX, regroupe des tests moléculaires multiplexes dans les maladies infectieuses comme la Covid-19 (EBX-041), la dengue, le chikungunya, ou encore l'hépatite delta. La plupart de ces infections caractérisent des marchés de niche peu adressés. Ce positionnement fort sur ce segment devrait permettre à Eurobio Scientific de voir son activité Diagnostic largement surperformer le marché du DIV. Cette croissance, du fait de la présence de la gamme EBX, devrait également tirer la rentabilité du groupe sur le long terme.

Un parc de machines accru au titre de l'exercice 2020

Au-delà de la croissance exceptionnelle du chiffre d'affaires, l'année 2020 aura permis à Eurobio Scientific de développer son image que ce soit en France ou à l'étranger, mais également d'accroître très fortement son parc de machines avec près de 1200 machines installées désormais en France. Composé de petites, moyennes, et grosses machines (allant de quelques centaines d'euros à une centaine de milliers d'euros), il est intéressant de noter l'expansion des plus grandes machines. Leur nombre aurait quasiment doublé sur l'année 2020. Alors que ces types d'outils sont généralement mis à disposition des laboratoires en contrepartie de contrats de commande de réactifs, la crise sanitaire a créé un tel besoin que les laboratoires ont, pour la majorité, tout simplement acheté ces machines. De ce fait, cet accroissement du parc de grosses machines représenterait bel et bien de futurs revenus récurrents pour le groupe. Ceci est rendu possible par la possibilité de réaliser d'autres tests avec ces machines, notamment via la gamme EBX : maladies respiratoires, gastro-intestinales, maladies sexuellement transmissibles par exemple. En France, les MST représentaient notamment un marché global d'environ 2 millions de tests par an avant l'apparition du coronavirus.

Potentiel de croissance externe

La croissance externe fait partie intégrante de l'ADN du groupe puisque Eurobio Scientific résulte d'une série d'acquisitions majeures durant la dernière décennie. Depuis, le groupe réalise en moyenne une opération de croissance externe par an. La dernière en date est l'acquisition de TECOmedical AG, société mère d'un groupe suisse spécialisé dans le développement et la distribution de tests de diagnostics in vitro présent en Suisse, en Allemagne, en Autriche, et au Benelux. Le chiffre d'affaires consolidé de TECOmedical AG était de 7,2 millions d'euros en 2019. Les deux groupes se connaissaient très bien avant cette acquisition puisque Eurobio Scientific distribue les produits de TECO en France et au Royaume-Uni.

Ces opérations de croissance externe poursuivent deux objectifs stratégiques majeurs pour le groupe français :

- Acquérir un réseau de ventes organisé sur les régions où Eurobio Scientific n'est pas encore présent
- Acquérir des gammes de produits propriétaires

Idéalement, une seule acquisition pourrait remplir ces deux critères à l'image de l'acquisition de TECO : alors qu'elle permet une pénétration des marchés suisse, allemand, autrichien ainsi que ceux du Benelux, TECO dispose également d'une filiale (TECOdevelopment) développant et fabriquant ses propres produits propriétaire avec parmi eux un test de séroneutralisation notamment.

Avec une trésorerie estimée à près de 66M€ à la fin 2020, permettant au groupe de disposer d'un cash brut de 40M€, Eurobio Scientific possède les moyens d'accélérer le rythme habituel de croissance externe sur le moyen terme. Cependant, la situation sanitaire compliquant fortement les discussions et provoquant une tendance inflationniste sur les valorisations de ce segment, la visibilité reste faible sur la réalisation d'acquisitions à court terme.



v. Valorisation

Malgré un chiffre d'affaires et une performance boursière exceptionnelle en 2020, nous estimons que le potentiel du titre reste significatif. Notre approche de valorisation se base sur la méthode des DCF à 70% et à 30% sur une méthode par comparables.

Méthode d'actualisation des FCF

Pour cette approche, nous retenons les hypothèses suivantes :

Flux normatifs

- Une croissance du CA après 2023 calée sur celle du marché du DIV que nous jugeons conservatrice du fait de l'exposition du groupe au segment croissant de la biologie moléculaire
- Une marge EBITDA normative de 27% en 2028
- Un taux d'imposition normalisé de 20% après prise en compte des déficits reportables de près de 120M€.
- Une bonne maîtrise du BFR que le groupe a démontrée lors de l'année 2020

Taux d'actualisation

- Un taux sans risque de 0% (OAT à 10 ans étant de -0,06)
- Une prime de risque equity de 8,5%
- Un bêta de 0,82 intégrant un financement à 100% Equity
- Une prime de taille, de liquidité et de risque spécifique de 2%
- **Un WACC de 9%**
- **Un taux de croissance à l'infini de 2%** du fait des tendances structurelles dont bénéficie le secteur : vieillissement de la population, risque épidémique, antibiorésistance etc.

Scénario de DCF

Année	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
CA	128.0	119.5	122.2	127.7	133.5	139.5	145.8	152.3
% var	-32.2%	-6.7%	2.3%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
EBITDA	35.6	28.4	29.6	31.5	33.6	35.7	38.0	41.1
% var	n.a	-20.2%	4.3%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	8.2%
% CA	27.8%	23.8%	24.2%	24.7%	25.1%	25.6%	26.1%	27.0%
Impôt	-7.1	-5.7	-5.9	-6.3	-6.7	-7.1	-7.6	-8.2
taux impôt	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
EBITDA af. tax	28.5	22.7	23.7	25.2	26.9	28.6	30.4	32.9
% var	n.a	-20.2%	4.3%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	8.2%
% CA	0.2	19.0%	19.4%	19.7%	20.1%	20.5%	20.9%	21.6%
CAPEX	-3.0	-3.0	-3.1	-3.2	-3.4	-3.5	-3.7	-3.8
% CA	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Variation BFR	-4.9	-2.5	3.3	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
% CA	-3.8%	-2.1%	2.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
FCF	30.4	22.2	17.3	21.4	22.8	24.4	26.0	28.3
FCF actualisés	28.4	19.0	13.6	15.4	15.1	14.8	14.5	14.5

: Source :Estimations Midcap



Synthèse DCF et analyse de sensibilité

Synthèse	
Somme FCF actualisés	135.4
VT actualisée	212.2
Enterprise Value	347.7
Dette nette	-40.4
Provisions	1.2
Minoritaires	0.0
Equity Value	386.9
Nb actions	11.2
Valeur/titre	34.4

Tableau de sensibilité						
Price (€)		WACC				
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%
Perpetuity growth rate	1.0%	36.1	33.8	31.9	30.2	28.6
	1.5%	37.7	35.2	33.1	31.2	29.5
	2.0%	39.7	36.8	34.4	32.3	30.5
	2.5%	41.9	38.7	36.0	33.6	31.6
	3.0%	44.7	40.9	37.8	35.1	32.9

Source : Estimations Midcap

Méthode des comparables boursiers

Pour notre valorisation par comparables boursiers, nous utilisons un *peer group* composé des sociétés suivantes :

- **Biosynex** (capitalisation boursière : 178M€ – CA de 154M€ en 2020). Biosynex est une société spécialisée dans la conception et la distribution de tests de diagnostic rapide en ciblant à la fois les professionnels de santé (infections, statut immunitaire, pathologie aigue, etc.) et le grand public (tests de grossesse, détection d'infections urinaires, etc.)
- **Novacyt** (capitalisation boursière : 550M€ - CA de 13M€ en 2019, consensus FactSet pour CA 2020 de 311M€). Novacyt est spécialisé dans le développement, la fabrication et la commercialisation de produits de diagnostic in vitro et moléculaire destinés aux marchés de l'oncologie, de la microbiologie, de l'hématologie et de la sérologie.
- **Luminex Corp** (capitalisation boursière : 1,28Mds€ - CA de 345M€ en 2020). Luminex Corporation développe, fabrique et vend des technologies d'essais biologiques ayant des applications dans les secteurs du diagnostic, des produits pharmaceutiques et des sciences de la vie. Les produits de la Société sont axés sur le marché des tests de diagnostic moléculaire notamment.
- **Seegene** (capitalisation boursière : 2,5Mds€ - CA de 831M€ en 2020). Seegene Inc est une société coréenne qui développe, fabrique et distribue des réactifs de diagnostic moléculaire. Eurobio Scientific est son distributeur exclusif en France.
- **bioMérieux** (capitalisation boursière : 12,2Mds€ - CA de 3,1Mds€ en 2020). Ce groupe est un « pure player » du domaine du diagnostic in vitro et constitue le compétiteur le plus présent en France.
- **QIAGEN NV** (capitalisation boursière : 9,2Mds€ - CA de 1,5Mds€ en 2020). Le groupe italien développe, produit et commercialise des tests pour le diagnostic des maladies infectieuses et des désordres hormonaux. QIAGEN opère notamment dans les marchés de l'immunologie et du diagnostic moléculaire.
- **Thermo Fischer Scientific** (capitalisation boursière : 148,6Mds€ - CA de 26,6Mds€ en 2020). Thermo Fisher Scientific est le leader de la fourniture du matériel de recherche et d'analyse aux laboratoires.



Multiples des sociétés comparables

Sociétés	Market Cap.	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT			P/E		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
Biosynex SA	199	1.2x	1.2x	1.0x	3.8x	5.2x	4.6x	4.2x	6.0x	5.3x	5.2x	10.3x	9.8x
Novacyt SAS	593	1.6x	1.1x	1.5x	2.2x	1.8x	3.1x	2.3x	1.8x	3.2x	3.4x	4.3x	10.6x
Luminex Corp	1,275	3.2x	2.7x	2.4x	18.7x	13.9x	12.2x	32.0x	19.7x	16.2x	99.7x	34.8x	28.2x
Seegene, Inc.	2,647	2.8x	2.0x	2.1x	4.5x	3.2x	3.7x	4.6x	3.3x	3.8x	6.8x	5.8x	8.0x
bioMerieux SA	13,138	4.2x	3.9x	3.7x	16.1x	15.4x	15.5x	21.1x	20.9x	22.1x	32.0x	29.7x	30.6x
QIAGEN NV	9,616	6.7x	5.3x	5.3x	17.3x	13.8x	14.1x	19.9x	16.2x	17.0x	23.0x	19.8x	21.5x
Thermo Fisher Scientific Inc.	149,931	5.9x	5.2x	5.3x	18.5x	16.1x	17.6x	19.8x	17.5x	19.2x	23.0x	20.4x	22.3x
Moyenne		3.6x	3.1x	3.1x	11.6x	9.9x	10.1x	14.8x	12.2x	12.4x	27.6x	17.9x	18.7x
Médiane		3.2x	2.7x	2.4x	16.1x	13.8x	12.2x	19.8x	16.2x	16.2x	23.0x	19.8x	21.5x
Eurobio-Scientific SA		1.0x	1.2x	1.0x	2.2x	5.0x	6.3x	2.3x	4.7x	5.1x	2.9x	9.4x	12.2x

Sources : FactSet, Midcap

Synthèse de la valorisation par comparables boursiers

2021e	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
Figure	128.0	35.6	31.7	23.3
Multiple	2.7	13.8	16.2	19.8
Multiple at 30% discount	1.9	9.6	11.3	13.8
Enterprise Value	243.7	342.9	358.8	323.3
Bridge	-70.7	-70.7	-70.7	-70.7
Equity Value	314.3	413.6	429.4	394.0
Number of shares	11.2	11.2	11.2	11.2
Price per share	28.1	36.9	38.3	35.2

Sources : FactSet, Midcap

En raison notamment de la taille de certaines sociétés composant notre *peer group*, nous avons décidé d'appliquer une décote de 30% sur les multiples EV/Sales, EV/EBITDA, EV/EBIT et P/E pour l'année 2021. En prenant la moyenne des valeurs obtenues via ces quatre multiples, **nous obtenons une valorisation par action de 34,6€**

Synthèse de la valorisation

Pour obtenir notre valorisation finale, nous pondérons le résultat obtenu avec la méthode DCF à hauteur de 70% et le résultat obtenu avec la méthode des comparables boursiers à hauteur des 30% restants. Nous obtenons une valorisation finale de 34,5€.

Valorisation Eurobio Scientific

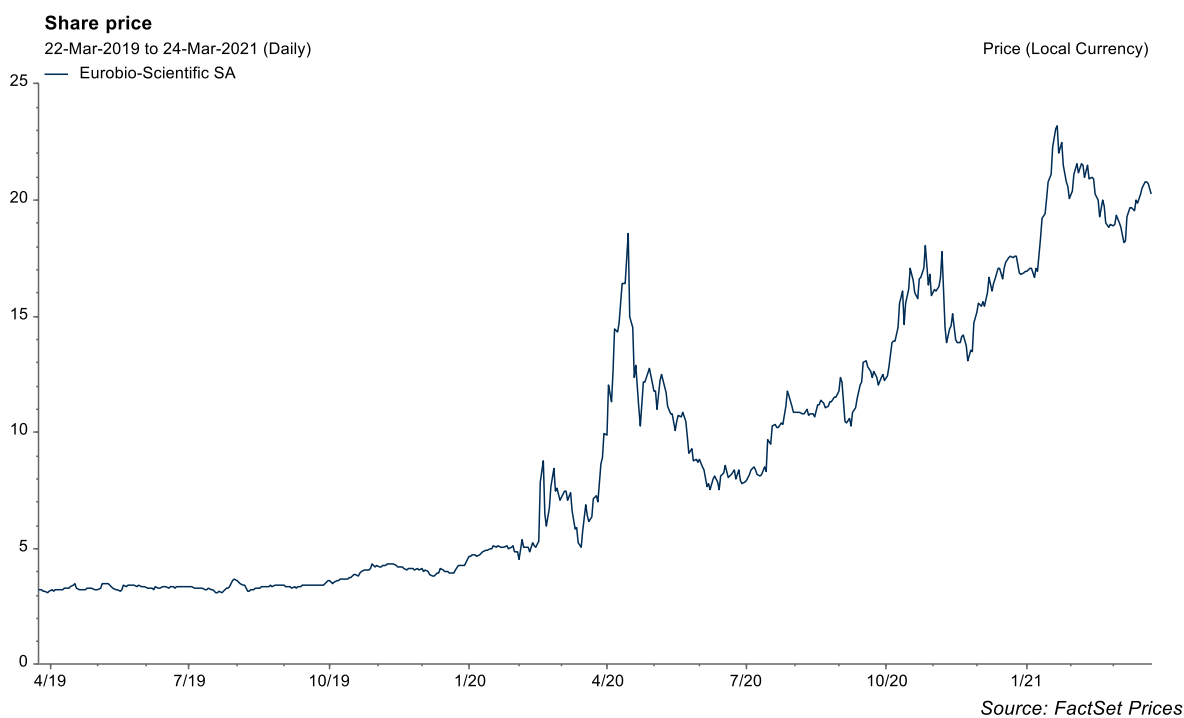
Méthode	Valorisation	Pondération
DCF	34.4 €	70%
Comparables boursiers	34.6 €	30%
Valeur par action	34.5 €	100%

Source : Estimations Midcap



VI. Données boursières

Evolution du cours de bourse (2 ans)



DONNEES BOURSIERES

Volumes moyens journaliers (k titres)		Performance du titre	
3 mois	85.6	Plus haut 12 mois	23.5
6 mois	125.0	Plus bas 12 mois	5.2
1 an	165.5	Perf YTD	15.3%
3 ans	75.1		

Source : FactSet

VII. Données financières (1/2)

Compte de résultat (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires consolidé	42.6	50.4	58.9	188.9	128.0	119.5
<i>Evolution</i>	<i>n.a</i>	<i>18.4%</i>	<i>16.8%</i>	<i>220.7%</i>	<i>-32.2%</i>	<i>-6.7%</i>
Marge brute	15.4	19.0	20.0	104.5	55.6	48.3
% du CA	36.1%	37.7%	33.9%	55.3%	43.4%	40.5%
Dépenses R&D	-2.1	-1.4	-1.6	-3.0	-3.0	-2.9
Marketing/commerciaux	-11.5	-10.7	-10.9	-15.9	-14.3	-14.7
G&A	-5.5	-5.3	-4.0	-7.0	-6.7	-6.3
ROC	-3.7	1.6	3.4	78.7	31.7	24.5
% du CA	<i>n.a</i>	<i>3.2%</i>	<i>5.8%</i>	<i>41.7%</i>	<i>24.7%</i>	<i>20.5%</i>
Dotations nettes aux amortissements & aux provisions	-4.5	-4.2	-3.6	-3.9	-3.9	-3.9
EBITDA	0.8	5.8	7.0	82.6	35.6	28.4
% de CA	1.9%	11.5%	11.8%	43.7%	27.8%	23.8%
Résultat financier	-1.7	-1.2	0.1	-0.5	-0.5	-0.5
Résultat exceptionnel	-1.8	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.0
Impôt sur les bénéfices	-0.7	0.1	3.0	-3.1	-7.1	-5.7
Taux d'IS	9.6%	n.a	n.a	3.9%	20%	20%
Dot. amortissements écarts d'acquisition	-2.1	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
Intérêts minoritaires	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
RNPG	-10.0	-2.8	3.2	72.2	21.2	15.4
RN - Ex-amortissement goodwill	-7.9	0.0	6.0	75.1	24.0	18.3
Bilan (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Immobilisations corp. et incorp.	40.0	37.3	37.9	34.2	27.8	21.4
Autres actifs LT	1.0	0.9	1.3	2.5	2.5	2.5
Impôt différés	0.1	0.0	3.1	13.4	13.4	13.4
Actifs circulants	18.7	20.7	31.1	69.9	52.5	49.0
Trésorerie	11.8	11.0	7.6	66.6	98.4	122.3
Actifs	71.6	69.9	81.0	186.6	194.6	208.7
Capitaux propres pdg	30.5	28.2	35.2	107.3	127.7	142.6
Minoritaires	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Provisions pour risques et charges	1.3	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
Dettes financières	22.1	25.1	20.6	25.5	25.5	25.5
Passifs circulants	17.7	15.4	24.0	52.4	39.9	38.9
Passifs	71.6	69.9	81.0	186.6	194.6	208.7
Tableau de flux (M€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Marge brute d'autofinancement	-1.0	4.2	7.4	72.0	30.6	25.2
ΔBFR	3.5	-4.7	-2.4	-10.4	4.9	2.5
Cash flow généré par l'activité	2.5	-0.5	5.0	61.7	35.5	27.7
Acquisition d'immo incorporelles et corporelles	-3.9	-1.6	-1.6	-2.5	-3.0	-3.0
FCF	-1.4	-2.2	3.4	59.2	32.5	24.7
Cession d'immobilisations corp et incorp.	-0.3	0.1	-0.6	-1.2	0.0	0.0
Incidence de périmètre	-7.1	-0.1	-2.2	-3.0	0.0	0.0
Cash flow liés aux investissements	-11.4	-1.5	-4.4	-6.7	-3.0	-3.0
Variation d'emprunts	6.4	2.2	-5.7	5.0	0.0	0.0
Intérêts versés	-1.9	-0.9	-0.9	-0.4	-0.7	-0.7
Autres flux de financement	8.2	0.0	2.6	-0.6	0.0	0.0
Cash flow liés aux opé de financement	12.8	1.3	-4.0	4.0	-0.7	-0.7
Variation de change	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Variation de cash sur l'année	3.9	-0.8	-3.4	59.0	31.8	24.0

Source : Société - Midcap Partners

Données financières (2/2)

RATIOS CLES

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Evolution du CA	n.a	18.4%	16.8%	220.7%	-32.2%	-6.7%
Marge brute	36.1%	37.7%	33.9%	55.3%	43.4%	40.5%
Marge EBITDA	2.0%	11.5%	11.8%	43.7%	27.8%	23.8%
Marge EBIT	-8.6%	3.2%	5.8%	41.7%	24.7%	20.5%
Marge Nette	-23.4%	-5.5%	5.4%	38.2%	16.0%	12.7%
Bénéfice net par action	-0.90	0.00	0.27	6.67	2.07	1.60
Dividende par action	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Dividend Yield	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
BFR en % du CA	2.3%	10.6%	13.2%	9.6%	10.3%	9.0%
FCF	-1.4	-2.2	3.4	59.2	32.5	24.7
FCF yield				32.7%	21.7%	18.5%
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	-175.8%	-37.2%	48.8%	71.7%	91.3%	86.8%
CAPEX/CA	9.2%	3.2%	2.7%	1.3%	2.3%	2.5%
ROE	n.a	0.1%	18.9%	105.3%	19.9%	13.3%
ROA	n.a	0.0%	7.9%	56.1%	12.3%	8.9%
ROCE (après impot)	n.a	3.9%	13.7%	127.8%	38.1%	35.2%
Gearing	33.7%	50.0%	38.6%	-37.6%	-56.5%	-67.4%
Levier	12.1x	2.4x	2.0x	-0.5x	-2.0x	-3.4x
EV/CA				1.0x	1.2x	1.0x
EV/EBITDA				2.2x	4.2x	4.4x
EV/EBIT				2.3x	4.7x	5.1x
PE				2.9x	9.4x	12.2x



Disclaimer

Ce document peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :

1. Méthode des DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs dégagés par l'exploitation de l'entreprise. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions financières de l'analyste et ses modèles. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital qui est défini par la moyenne pondérée du coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique de ses capitaux propres tel qu'estimé par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application de multiples de valorisation boursière ou observés dans le cadre de transactions récentes. Ces multiples peuvent être utilisés comme références et être appliqués sur les agrégats financiers de l'entreprise pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est constitué par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'entreprise (taille, croissance, rentabilité...). Celui-ci peut par ailleurs appliquer une prime/escompte en fonction de sa perception des caractéristiques de l'entreprise.
3. Méthode patrimoniale : estimation de la valeur des fonds propres à partir des actifs réévalués et corrigés de la valeur de la dette.
4. Méthode d'actualisation des dividendes : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation retenu est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis en réaliser la somme.

Grille de recommandations

- Achat : surperformance attendue supérieure à 10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois
- Neutre : performance attendue comprise entre -10% et +10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois
- Vente : sous-performance attendue supérieure à 10% par rapport au marché dans un horizon 6 – 12 mois

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : maketing@midcapp.com.

Détections des conflits d'intérêts

Emetteur	Cours de clôture (€)	Recommandation	Avertissement(s)
EUROBIO SCIENTIFIC	19,55	Achat	D,F,G

- A. TP ICAP (Europe) ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de l'Emetteur ;
- B. L'Emetteur détient plus de 5 % de la totalité du capital émis de TP ICAP (Europe) ou de toute personne morale qui lui est liée ;
- C. TP ICAP (Europe), seul ou avec d'autres personnes morales, est lié avec l'Emetteur par d'autres intérêts financiers significatifs ;
- D. TP ICAP (Europe) ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité avec lequel a été conclu un contrat de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'Emetteur ;
- E. TP ICAP (Europe) ou toute personne morale qui lui est liée est intervenu, au cours des douze derniers mois, en qualité de chef de file ou de chef de file associé d'une offre portant sur des instruments financiers de l'Emetteur rendue publique ;
- F. TP ICAP (Europe) ou toute personne morale qui lui est liée est partie à tout autre accord avec l'Emetteur concernant la prestation de services d'investissement liés à l'activité corporate ;
- G. TP ICAP (Europe) et l'Emetteur sont convenus de la fourniture par le premier au second d'un service de production et de diffusion de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur.

Répartition des recommandations

Au 01/03/2021 les recommandations émises par l'équipe de recherche de Midcap se répartissent comme suit :

Recommandation	Entreprises suivies	dont Emetteurs « Corporate »*
Achat	74%	79%
Neutre	20%	17%
Vente	2%	0%
Sous revue	1%	0%
Apporter	3%	4%

* Emetteurs « Corporate » : Emetteurs à qui Midcap a fourni des services d'investissement au cours des 12 derniers mois

Avertissement général

Ce rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce rapport ont été obtenues auprès de sources considérées comme fiables, TP ICAP (Europe) ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce document sont des prix de clôture. Toutes les opinions exprimées dans ce rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur des revenus de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, des changements dans les conditions financières et opérationnelles des sociétés et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de la société et du marché en général, au prix actuel des titres, notre notation d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce rapport sont disponibles sur demande.

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une personne qui est un citoyen ou un résident, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. Les personnes ou entités en possession de ce rapport doivent s'informer sur ces restrictions et les respecter, notamment la directive MIFID II. TP ICAP (Europe) a adopté des modalités administratives et organisationnelles effectives, y compris des « barrières à l'information », afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de « corporate finance ». Cette publication a été approuvée par TP ICAP (Europe), Prestataire de Services d'Investissements autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ("ACPR"). Midcap opère en qualité de division commerciale de TP ICAP (Europe).

