

Achat (vs Neutre)	Potentiel	33%
Fair Value	9,00 € (vs 10,30 €)	
Cours au 01/06/2012	6,75 €	
NYSE Alternext		
Reuters / Bloomberg	ALBIO.PA / ALBIO.FP	

Biosynex

Medtech

Revue du pipeline de produits, nouvelles estimations

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-31,1%	-17,6%	-38,6%	-55,0%
Perf Small 90	-0,7%	-8,2%	-14,2%	-30,0%

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)	7,9
Nb de titres (en millions)	1,18
Flottant	61%
Volume moyen 6 mois (titres)	7 424
Extrêmes 12 mois	5,32 € / 17,60 €

Données financières (en M€)

	au 31/12	2010	2011	2012e	2013e
CA		1,0	1,1	6,8	8,0
var %		41,9%	4,3%	550,6%	17,4%
EBE		0,1	0,2	0,5	1,0
% CA		5,6%	-19,6%	7,9%	11,9%
ROC		-	-	0,3	0,7
% CA		-8,5%	-41,3%	4,3%	8,9%
RN		0,0	0,3	0,3	0,6
% CA		-2,9%	-31,1%	4,4%	7,9%
Bnpa	-0,06 €	-0,30 €	0,25 €	0,54 €	
Gearing (%)	138%	-77%	-13%	-19%	
ROCE (%)	-10%	-24%	4%	9%	
ROE (%)	-12%	-6%	5%	9%	
Dette nette 2011	-	4,1			
Dividende n	-				
Yield (%)	-				

Ratios

	2010	2011	2012e	2013e
VE/CA (x)	6,1	5,8	0,9	0,8
VE/EBE (x)	ns	ns	11,4	6,4
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	8,6
PE (x)	ns	ns	ns	12,6

Analyste :
Laure Pédurand
01 44 70 20 78
lpedurand@elcorp.com

Retour sur la publication des résultats annuels 2011

Suite à l'annonce d'une augmentation de capital par placement privé de 0,7 M€, nous faisons un point valeur. Le 24 avril dernier, Biosynex a publié des résultats 2011 conformes à nos prévisions. Le ROC est ressorti à -0,4 M€ vs -0,1 M€ en 2010. Le RN s'est établi à -0,3 M€ vs un RN proche de l'équilibre en 2010. Pour mémoire, le groupe a publié un CA annuel de 1,1 M€ en croissance de 4,3%.

Commentaires

La dégradation de la rentabilité s'explique par : 1/ une évolution défavorable du mix produit avec l'absence de revenus de prestations de services pour tiers, une activité fortement margée, 2/ des performances inférieures aux objectifs sur certains produits phares, 3/ une progression des charges d'exploitation de 31%. Cette progression des dépenses opérationnelles s'inscrit dans l'objectif de soutenir la croissance future et de renforcer la structure en termes de personnel (+2 personnes) et de locaux (agrandissement). A noter également que la fin de l'exonération des charges sociales liée à un changement de réglementation sur les JEI a mécaniquement pesé sur la rentabilité.

A fin décembre 2011, Biosynex disposait d'une situation financière particulièrement saine avec des fonds propres renforcés à 5,3 M€ grâce aux 2 levées de fonds consécutives en mars et juin 2011 (5,4 M€ au total). Le groupe disposait alors d'une trésorerie nette de 4,1 M€. La structure bilancielle a par la suite évolué : 1/ acquisition de Dima en janvier 2012 pour un montant désormais connu de 3,4 M€ (source : transcript de la conf call analystes concernant les résultats 2011 de BioMérieux), financé à 70% par emprunt, et 2/ augmentation de capital de 0,7 M€ par placement privé en mai. Aujourd'hui, nous estimons la dette nette à -1,8 M€. Ainsi, Biosynex dispose encore aujourd'hui de suffisamment de cash pour poursuivre ses investissements R&D et saisir de nouvelles opportunités de croissance externe (cibles verticales).

Pour 2012, le management table sur un CA supérieur à 6,3 M€ en croissance proforma de 8%, un chiffre relativement prudent selon nous au vu du changement de périmètre et d'importantes synergies commerciales attendues sur les gammes de produits Biosynex (élargissement du périmètre de distribution). Suite à une conversation téléphonique avec le management, nous avons pu mettre à jour le pipeline de produits de Biosynex. Les principales évolutions du pipeline sont :

- abandon de quelques projets ne présentant pas de résultats satisfaisants,
- délais de lancement repoussés pour des produits à fort potentiel : version améliorée du test de la mononucléose, test des vascularites auto-immunes (2013 vs 2012),
- mise sur le marché de nouveaux produits en 2012 : test de dépistage du cancer du col de l'utérus (S1), test de sérologie de la varicelle (S2), test de dépistage du cancer de la vessie (S2),
- de nombreux nouveaux tests rapides en cours de développement dont la commercialisation est attendue début 2013 : tests rapides sur les infections virales dans le cadre du partenariat établi avec la Défense Nationale, tests de détection de la gingivite à destination des dentistes (co-développement avec Dima), développement de lecteurs de tests. Certains projets présentent des résultats très encourageants selon le management.
- Intégration du portefeuille de produits de Dima qui comprend notamment une très large gamme de tests rapides de dépistage de drogues, un marché en forte croissance (50% du CA de Dima)

La revue du pipeline nous permet de constater un certain retard dans les objectifs, un retard causé selon nous en partie par les efforts de réorganisation suite à l'acquisition de Dima. Si de premières synergies commerciales sont déjà apparues sur certaines gammes de produits de Biosynex, l'impact est surtout attendu en 2013, après une nécessaire réorganisation du portefeuille de produits, des équipes, de la production, etc. Pour l'heure, le management se félicite des fortes complémentarités entre les équipes de R&D. Ainsi, nous tablons sur un CA, hors impact Dima, de 1,8 M€ vs 3,2 M€ précédemment, ce qui permettrait à Biosynex d'être tout juste à l'équilibre. En intégrant Dima, qui contribuerait à hauteur de 5,0 M€ en 2012 assorti d'une marge d'exploitation de 10,0%, notre prévision de CA consolidé ressort à 6,8 M€ (+17% proforma) vs 8,4 M€ lors de notre précédente estimation. Nous tablons sur un ROC de 0,3 M€ vs 0,8 M€ précédemment, soit une MOC de 4,3%. Par la suite, l'évolution favorable du mix produit, la mise en place d'une plateforme de vente directe et l'effet taille permettront au groupe de mieux absorber les coûts fixes et d'améliorer la rentabilité d'année en année pour atteindre une marge normative de 20% d'ici 2020 selon nous.

Recommandation

Suite aux changements de nos prévisions et à la prise en compte de notre nouvelle estimation de dette, notre modèle de valorisation fait ressortir un objectif de cours à 9,00€ vs 10,30€ précédemment. Au vu des niveaux de cours actuels, notre recommandation passe de Neutre à Achat.

Prochain évènement : Publication du CA S1 le mardi 28 août 2012.

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les six prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux satisfaisants à excellents.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -20% et +20% en absolu par rapport au cours actuel.

Vendre : Potentiel de baisse du titre supérieur à 20% en absolu, fondamentaux dégradés ou valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), un changement d'analyste ou une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : du 14/10/2011 au 21/12/2011 et depuis le 04/06/2012

Neutre : du 29/06/2011 au 13/10/2011 et du 26/01/2012 au 01/06/2012

Vendre : (-).

Sous revue : du 22/12/2011 au 25/01/2012.

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Conseil lors de l'IPO en mars 2011 et de l'augmentation de capital en juin 2011	Non	Non	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate

17 avenue George V

75008 Paris

01 44 70 20 80