

## Sous revue

Cours au 13/04/2020 (c)	3,59 €
Altemext Paris	
Reuters / Bloomberg	ALMED.PA / ALMED:FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	22,1%	-14,5%	17,7%	44,2%
Perf Cac Small	-26,5%	-8,6%	-26,5%	-24,0%

## Informations boursières

Capitalisation (M€)	69,4
Nb de titres (en millions)	19,34
Volume moyen 12 mois (titres)	25 546
Extrêmes 12 mois	2,08 € 5,80 €

## Actionnariat

Investisseurs institutionnels	73%
Orchard International (Denys Soumac)	26%
Salariés	1%

## Données financières (en M€)

au 31/12	2018	2019e	2020e	2021e
CA	32,3	32,7	27,0	32,1
var %	18,9%	1,3%	-17,4%	18,6%
EBE	-2,1	3,1	-0,3	2,5
% CA	-6,5%	9,6%	-1,2%	7,8%
ROC	-8,4	-6,0	-7,6	-4,8
% CA	-25,9%	-18,3%	-28,2%	-14,9%
RNPG	-11,8	-15,6	-13,1	-10,2
% CA	-36,6%	-47,6%	-48,3%	-31,9%
Bnpa (€)	-0,61	-0,81	-0,68	-0,53
ROCE (%)	-13%	-10%	-14%	-9%
ROE (%)	-79%	2398%	95%	43%
Gearing (%)	173%	-5847%	na	na
Dette nette	25,8	38,0	47,4	56,5
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

## Ratios

	2018	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	3,0	3,3	4,3	3,9
VE/EBE (x)	ns	34,6	ns	50,3
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	ns	ns	ns	ns

## Analyste :

Louis-Marie de Sade  
01 44 70 20 77  
lmdsade@elcorp.com

# Medicrea

Medtech

## Forte amélioration de l'EBITDA + Point Covid-19

### Publication des résultats annuels 2019 et du CA T1 2020

Medicrea publie des résultats annuels 2019 avec un CA de 32,7 M€. Fort d'une marge brute de 78% (+6 pts) et d'une maîtrise de ses charges opérationnelles, l'EBITDA s'affiche en forte amélioration à 3,1 M€ (vs 0,6 M€, retraité, après prise en compte de l'impact d'IFRS 16). Concernant son CA T1 2020, celui-ci ressort en baisse de -4% à 7,4 M€ en lien avec le report des chirurgies durant la crise sanitaire. Le Groupe met actuellement en place toutes les mesures nécessaires à la préservation de sa trésorerie et précise que les discussions stratégiques avec les partenaires américains sont toujours en cours.

### Commentaires

Sur fond de dynamique commerciale importante dans les pays où le Groupe distribue en direct ses produits, Medicrea publie un CA 2019 en progression de +11% à 32,3 M€. Le taux de marge brute s'établit à 78% du CA, en forte amélioration notamment grâce à une baisse du recours à la sous-traitance, une meilleure utilisation des capacités de production et grâce à une meilleure répartition géographique des ventes (augmentation du CA aux USA, région où les prix de vente sont plus élevés). Après comptabilisation des charges opérationnelles, en baisse de 1,1 M€ (à tcc et hors commissions sur ventes liées à l'évolution de la dynamique commerciale aux USA) l'EBITDA s'établit en forte amélioration à 3,1 M€ soit 9% du CA. Le ROC quant à lui ressort à -6,0 M€ (vs -7,5 M€, retraité, après prise en compte de l'impact d'IFRS 16). Enfin, le RN ressort à -15,6 M€ (vs -12 M€ en 2018) après prise en compte notamment de 1/ un paiement en actions de 2,0 M€ (vs 0,6 M€), 2/ la hausse du coût de l'endettement financier net à 4,7 M€ en lien avec l'emprunt obligataire de 36 M€ mis en place par le Groupe en novembre 2018 et 3/ une charge d'impôt de -2,1 M€ contre -1,6 M€.

Concernant le CA T1 2020 de Medicrea, celui-ci se retrouve directement impacté par la crise sanitaire actuelle qui oblige le report de l'intégralité des chirurgies non urgentes. Ainsi, en prenant en compte un arrêté au 15 mars, avant mobilisation des hôpitaux, le CA s'établissait en croissance de +16% à 6,7 M€ (+10% USA à 3,6 M€ et +23% dans le reste du monde à 3,1 M€). Sur la même période le Groupe enregistre une augmentation de +44% des chirurgies UNID ASI témoignant de la dynamique actuelle. Suite aux mesures prises à partir du 16 mars, l'activité a été très fortement impactée faisant ressortir un CA global sur le T1 de 7,4 M€ (-5% à tcc).

Concernant la situation actuelle, le Groupe s'attend à un CA T2 très faible du fait de l'arrêt de l'activité aux USA, en France et en Belgique (85% de l'activité). Cependant il précise que celui-ci bénéficiera d'un très fort effet de rattrapage dès reprise des chirurgies par les hôpitaux qui devront alors opérer rapidement tous les patients en attente. L'enjeu actuel de Medicrea est donc de préserver sa trésorerie dans l'attente de la reprise. Dans ce contexte et avec la visibilité actuelle, nous attendons pour 2020 un CA de 27,0 M€.

Ainsi, si la trésorerie du Groupe était de 10 M€ au 8 avril 2020, plusieurs mesures complémentaires ont été prises avec 1/ un encaissement de plus de 40% des 4,6 M€ créances clients au bilan au 15 mars, 2/ une suspension temporaire des contrats de travail de la majorité des salariés aux USA, 3/ la capitalisation des 2 M€ d'intérêts obligataires des T2 et T3 2020 qui seront donc exigibles en novembre 2022 et 4/ l'étude d'un prêt de 3 M€ garanti par l'Etat en France et d'un prêt PPP de 1 M€ aux USA. Le management indique que l'ensemble de ses mesures devrait permettre de faire face à une absence de facturation d'au moins un semestre et d'envisager le redémarrage de l'activité même si celui-ci ne devait intervenir qu'à l'automne.

Concernant les discussions stratégiques actuelles avec les partenaires américains, le Groupe fait savoir qu'elles se poursuivent actuellement.

### Recommandation

**Les répercussions de la crise sanitaire étant encore compliquées à quantifier précisément, nous faisons le choix de suspendre notre recommandation et notre objectif de cours dans l'attente d'une meilleure visibilité.**

Prochain évènement : Résultats T1 le 19 mai 2020

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Chiffre d'affaires	29,4	27,1	32,3	32,7	27,0	32,1
Excédent brut d'exploitation	-2,0	-2,8	-2,1	3,1	-0,3	2,5
Résultat opérationnel courant	-6,8	-8,5	-8,4	-6,0	-7,6	-4,8
Résultat opérationnel	-7,1	-8,8	-9,1	-8,7	-8,4	-5,5
Résultat financier	-0,7	-2,4	-2,3	-4,7	-4,7	-4,7
Impôts	0,3	0,5	-0,5	-2,2	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-7,6	-10,7	-11,8	-15,6	-13,1	-10,2
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Actifs non courants	22,2	24,0	33,4	31,1	28,8	26,5
<i>dont goodwill</i>	2,6	2,6	12,1	12,1	12,1	12,1
BFR	9,1	8,8	9,0	8,0	6,6	7,8
Disponibilités + VMP	8,1	12,0	10,8	-1,4	-10,8	-19,9
Capitaux propres	14,1	21,8	14,9	-0,6	-13,7	-23,9
Emprunts et dettes financières	21,9	21,1	36,6	36,6	36,6	36,6
Total Bilan	47,7	52,0	61,7	47,1	32,4	23,6
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-1,2	-4,3	-2,8	-8,3	-5,8	-2,9
Variation de BFR	-0,2	0,5	0,2	1,1	1,4	-1,2
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	-1,5	-3,8	-2,8	-7,2	-4,4	-4,1
Investissements opérationnels nets	-9,1	-8,1	-5,6	-5,0	-5,0	-5,0
Investissements financiers nets	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-9,2	-7,6	-5,3	-5,0	-5,0	-5,0
Augmentation de capital	5,1	20,2	3,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	13,7	-2,5	7,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-2,5	-2,6	-3,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	16,2	15,2	7,1	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	5,5	3,8	-1,0	-12,2	-9,4	-9,1
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Variation chiffre d'affaires	5,8%	-7,6%	18,9%	1,3%	-17,4%	18,6%
Marge EBE	-6,7%	-10,3%	-6,5%	9,6%	-1,2%	7,8%
Marge opérationnelle courante	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-26,5%	-30,9%	-17,2%
Marge opérationnelle	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-26,5%	-30,9%	-17,2%
Marge nette	-25,8%	-39,5%	-36,6%	-47,6%	-48,3%	-31,9%
Investissements opérationnels nets/CA	31,0%	30,0%	17,4%	15,3%	18,5%	15,6%
BFR/CA	31,0%	32,3%	28,0%	24,3%	24,3%	24,3%
ROCE	-14,5%	-17,3%	-13,1%	-10,2%	-14,4%	-9,3%
ROCE hors GW	-15,9%	-18,8%	-18,4%	-14,8%	-21,9%	-14,4%
ROE	-53,8%	-49,2%	-79,1%	2398,2%	95,3%	42,7%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Gearing (%)	98%	42%	173%	-5847%	-346%	-236%
Dettes nettes/EBE	-7,1	-3,3	-12,2	12,2	-144,9	22,5
EBE/charges financières	2,7	1,2	0,9	0,7	0,1	0,5
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Nombre d'actions (en millions)	10,0	12,7	19,3	19,3	19,3	19,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,5	11,4	16,0	19,3	19,3	19,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
(1) Capitalisation boursière moyenne	52,0	40,8	57,5	69,4	69,4	69,4
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	13,8	9,1	25,8	38,0	47,4	56,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	65,9	50,0	83,3	107,4	116,8	125,9
PER	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	ns	ns	ns	34,6	ns	50,3
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / CA	1,7	2,0	3,0	3,3	4,3	3,9
P/B	2,6	2,1	4,7	-106,9	-5,1	-2,9
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>
Bnpa	-0,75	-0,84	-0,61	-0,81	-0,68	-0,53
Book value/action	1,4	1,7	0,8	0,0	-0,7	-1,2
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Historique de recommandations****Achat** : Du 23/05/2019 au 13/04/2020**Accumuler** : (-)**Neutre** : (-)**Alléger** : (-)**Vente** : (-)**Sous revue** : 10/07/2018 au 22/05/2019 et depuis le 14/04/2020**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*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

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