

<b>Accumuler (vs Sous Revue)</b>	9%
<b>Objectif de cours</b>	<b>4,20 € (vs Ss Revue)</b>
Cours au 20/05/2020 (c)	3,85 €
Alternext Paris	
Reuters / Bloomberg	ALMED.PA / ALMED.FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	24,5%	1,9%	-28,5%	26,2%
Perf Cac Small	-23,0%	3,3%	-23,0%	-20,7%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	74,4
Nb de titres (en millions)	19,34
Volume moyen 12 mois (titres)	24 996
Extrêmes 12 mois	3,85 € - 5,80 €

**Actionnariat**

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

**Données financières (en M €)**

	au 31/12	2019e	2020e	2021e	2022e
CA	32,7	27,0	32,1	37,5	
var %	1,4%	-17,4%	18,6%	16,9%	
EBE	3,1	-0,4	2,5	5,0	
%CA	9,4%	-1,3%	7,7%	13,3%	
ROC	-6,7	-7,7	-4,8	-2,3	
%CA	-20,5%	-28,3%	-15,1%	-6,2%	
RNPG	-15,6	-12,4	-9,5	-7,0	
%CA	-47,5%	-45,7%	-29,7%	-18,7%	
Bnpa (€)	-0,80	-0,64	-0,49	-0,36	
ROCE (%)	-8%	-10%	-6%	2%	
ROE (%)	na	na	na	na	
Gearing (%)	na	na	na	na	
Dette nette	52,8	61,2	70,2	76,8	
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	
Yield (%)					

**Ratios**

	2019e	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	3,9	5,0	4,5	4,1
VE/EBE (x)	4,14	ns	59,0	30,5
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	ns	ns	ns	ns

**Analyste :**

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

# Medicrea

Medtech

## Amélioration de l'EBITDA + Point Covid-19

### Publication des résultats du T1 2020

Après la publication de son CA T1 2020 en baisse de -4% à 7,4 M€ en lien avec l'impact du Covid-19, Medicrea publie ses résultats avec un EBITDA en amélioration à 1,1 M€ (vs 0,3 M€). Ayant très rapidement pris des mesures importantes pour traverser la crise sanitaire et disposant d'une trésorerie de 10 M€ actuellement, le Groupe annonce le redémarrage progressif de l'activité notamment aux Etats-Unis. A noter la reprise des discussions avec plusieurs acteurs industriels américains en vue d'un accord stratégique.

### Commentaires

Impacté fortement par la crise actuelle du fait de la mobilisation des hôpitaux et le report des chirurgies non urgentes sine die, Medicrea a publié un CA T1 2020 de 7,4 M€ (vs 7,7 M€). Si en cumul au 15 mars le Groupe affichait une croissance de +10% aux USA et une hausse de +44% des chirurgies UNiD, l'arrêt brutal de l'activité à généré une perte estimée à plus de 1 M€ de CA sur la deuxième quinzaine de mars.

Les mesures prises rapidement par la Société en terme de maîtrise stricte des coûts ainsi que les effets du Covid-19 sur les dépenses (limitation des déplacements, annulations des congrès, ...) ont permis de diminuer les charges opérationnelles de 0,6 M€ (à tcc) et ainsi d'afficher une amélioration de l'EBITDA de 0,8 M€ à 1,1 M€. Le ROC quant à lui ressort à -1,4 M€ contre -1,6 M€ un an auparavant. Le Groupe précise que le manque à gagner au niveau du ROC s'établit à 0,4 M€ sur ce trimestre. Après comptabilisation du coût de l'endettement financier (1,9 M€, en hausse de +0,5 M€ en lien avec la mise en place de la seconde tranche de l'emprunt obligataire et d'une perte de change non réalisée) le RN s'affiche à -3,7 M€ (vs -3,6 M€).

Côté bilanciel, le Groupe a pris toutes les mesures nécessaires à la préservation de sa trésorerie. S'élevant à 10 M€ aujourd'hui, plusieurs actions ont été prises avec 1/ l'encaissement pour 1 M€ du CIR 2019, 2/ la collecte de 95% des créances clients figurant au bilan au 15 mars et 3/ la négociation d'un PGE de 3,5 M€ qui devrait être débloqué dans les prochaines semaines. Medicrea estime ainsi pouvoir disposer de 13 M€ de liquidités au 30 juin.

Concernant la situation actuelle, le Groupe précise avoir généré un CA de 0,8 M€ en avril (25% de son activité normative) et fait état d'un redémarrage progressif aux USA suite à la réouverture de nombreux blocs opératoires. Une centaine de chirurgies UNiD ASI ont été réalisées pour une activité proche de 50% de celle normative. En Europe, la reprise devrait être progressive avec le lancement récent des mesures de déconfinement. A noter que la Société se prépare actuellement à faire face à deux problématiques avec 1/ la capacité à répondre à la demande des clients de manière concomitante sur les différents marchés et 2/ la nécessité de s'adapter rapidement si une nouvelle vague de propagation du virus devait arriver.

Le management se concentre actuellement sur l'évolution du CA de juin 2020, mois dynamique dans le secteur en lien avec de nombreuses chirurgies pédiatriques, qui donnera des informations importantes sur la tendance de l'activité au S2 2020. Comme évoqué lors de notre précédent flash, la situation actuelle constitue uniquement un report d'activité et non pas une perte de CA, les patients étant toujours en attente d'une opération.

Si la crise sanitaire a marqué le pas dans les discussions stratégiques de Medicrea avec ses partenaires potentiels, celles-ci ont repris activement depuis une dizaine de jours avec plusieurs acteurs.

### Recommandation

**Suite à cette publication et à l'actualisation de notre modèle, notre objectif de cours ressort à 4,20 € (vs Sous Revue) et notre recommandation à Accumuler (vs Sous Revue).**

Prochain évènement : CA S1 le 8 juillet 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>	<b>2022e</b>
Chiffre d'affaires	29,4	27,1	32,3	32,7	27,0	32,1	37,5
Excédent brut d'exploitation	-2,0	-2,8	-2,1	3,1	-0,4	2,5	5,0
Résultat opérationnel courant	-6,8	-8,5	-8,4	-6,7	-7,7	-4,8	-2,3
Résultat opérationnel	-7,1	-8,8	-9,1	-8,7	-7,7	-4,8	-2,3
Résultat financier	-0,7	-2,4	-2,3	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7
Impôts	0,3	0,5	-0,5	-2,1	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
Résultat net part du groupe	-7,6	-10,7	-11,8	-15,6	-12,4	-9,5	-7,0
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Actifs non courants	22,2	24,0	33,4	45,6	43,9	42,2	40,5
<i>dont goodwill</i>	2,6	2,6	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
BFR	9,1	8,8	9,0	8,5	6,3	7,5	8,8
Disponibilités + VMP	8,1	12,0	10,8	3,8	-4,6	-13,6	-20,2
Capitaux propres	14,1	21,8	14,9	-0,1	-12,5	-22,0	-29,0
Emprunts et dettes financières	21,9	21,1	36,6	56,6	56,6	56,6	56,6
Total Bilan	47,7	52,0	61,7	66,3	53,2	45,1	39,6
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-1,2	-4,3	-2,8	0,9	-5,1	-2,2	0,3
Variation de BFR	-0,2	0,5	0,2	0,0	2,2	-1,2	-1,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-1,5	-3,8	-2,8	0,6	-2,9	-3,4	-1,0
Investissements opérationnels nets	-9,1	-8,1	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
Investissements financiers nets	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-9,2	-7,6	-5,3	-5,7	-5,6	-5,6	-5,6
Augmentation de capital	5,1	20,2	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	13,7	-2,5	7,2	4,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Autres	-2,5	-2,6	-3,2	-6,5	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	16,2	15,2	7,1	-2,5	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	5,5	3,8	-1,0	-7,3	-8,4	-9,0	-6,6
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Variation chiffre d'affaires	5,8%	-7,6%	18,9%	1,4%	-17,4%	18,6%	16,9%
Marge EBE	-6,7%	-10,3%	-6,5%	9,4%	-1,3%	7,7%	13,3%
Marge opérationnelle courante	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-26,6%	-28,3%	-15,1%	-6,2%
Marge opérationnelle	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-26,6%	-28,3%	-15,1%	-6,2%
Marge nette	-25,8%	-39,5%	-36,6%	-47,5%	-45,7%	-29,7%	-18,7%
Investissements opérationnels nets/CA	31,0%	30,0%	17,4%	17,1%	20,6%	17,4%	14,9%
BFR/CA	31,0%	32,3%	28,0%	26,1%	23,5%	23,5%	23,5%
ROCE	-14,5%	-17,3%	-13,1%	-8,3%	-10,2%	-6,5%	1,6%
ROCE hors GW	-15,9%	-18,8%	-18,4%	-10,6%	-13,4%	-8,6%	2,1%
ROE	-53,8%	-49,2%	-79,1%	na	na	na	na
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	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>	<b>2022e</b>
Gearing (%)	98%	42%	173%	-44396%	-491%	-319%	-264%
Dettes nette/EBE	-7,1	-3,3	-12,2	17,1	-172,8	28,5	15,4
EBE/charges financières	2,7	1,2	0,9	0,7	0,1	0,5	1,1
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Nombre d'actions (en millions)	10,0	12,7	19,3	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	19,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	52,0	43,8	61,7	74,4	74,4	74,4	74,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	13,8	9,1	25,8	52,8	61,2	70,2	76,8
(3) Valeur des minoritaires	0,0	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	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	65,9	52,9	87,5	127,2	135,6	144,6	151,2
PER	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	ns	ns	ns	41,4	ns	59,0	30,5
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / CA	1,8	2,2	3,1	3,9	5,0	4,5	4,1
P/B	2,7	2,2	5,0	-626,6	-6,0	-3,4	-2,6
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Bnpa	-0,75	-0,84	-0,61	-0,80	-0,64	-0,49	-0,36
Book value/action	1,4	1,7	0,8	0,0	-0,6	-1,1	-1,5
Dividende /action	0,00	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** : Depuis le 20/05/2020**Neutre** : (-)**Alléger** : (-)**Vente** : (-)**Sous revue** : 10/07/2018 au 22/05/2019 et du 14/04/2020 au 19/05/2020**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