

Objectif de cours 7,00 €
Cours au 04/09/2020 (c) 6,90 €

Alternext Paris

Reuters / Bloomberg ALMED.PA / ALMED.FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	136,1%	-0,3%	44,9%	143,5%
Perf Cac Small	-13,1%	2,2%	3,0%	-4,2%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	133,4
Nb de titres (en millions)	19,34
Volume moyen 12 mois (titres)	45 886
Extrêmes 12 mois	2,27 € 7,06 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

	au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA		32,7	28,7	34,1	40,0
var %		1,4%	-12,4%	19,0%	17,2%
EBE		3,1	3,3	5,1	8,1
%CA		9,4%	11,4%	14,9%	20,2%
ROC		-6,7	-4,0	-2,2	1,1
%CA		-20,5%	-14,0%	-6,5%	2,7%
RNPG		-15,6	-8,7	-6,9	-3,6
%CA		-47,5%	-30,4%	-20,3%	-9,1%
Bnpa (€)		-0,80	-0,45	-0,36	-0,19
ROCE (%)		-8%	-5%	-3%	-1%
ROE (%)		na	na	na	na
Gearing (%)		na	na	na	na
Dette nette		52,8	57,9	64,4	67,7
Dividende n (€)		0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)					

Ratios

	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	5,7	6,7	5,8	5,1
VE/EBE (x)	60,5	58,6	39,1	25,0
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	187,1
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 et redémarrage de l'activité

Publication des résultats S1 2020

Medicrea publie des résultats S1 de bonne facture. Malgré une baisse du CA en lien avec la suspension des chirurgies de la colonne vertébrale pendant le confinement, le recours au chômage partiel ainsi que l'arrêt des déplacements ainsi que l'annulation des congrès sectoriels ont permis au Groupe de réduire ses coûts et ainsi d'afficher un EBITDA de 1,9 M€ vs 0,5 M€ au S1 2019. Le rapprochement avec Medtronic annoncé en juillet se poursuit, le Groupe est confiant dans la réalisation de celui-ci d'ici la fin de l'année.

Commentaires

Après avoir publié un CA S1 2020 en baisse de -18% vs S1 2019 et esquissé un début de reprise des ventes avec une croissance de +75% en séquentiel entre mai et juin, Medicrea confirme cette tendance en annonçant une croissance de +4% en juin 2020 (vs juin 2019) et de +5% en juillet 2020. Le Groupe fait aussi état d'un net rebond du nombre de chirurgies UNiD aux Etats-Unis avec 144 chirurgies réalisées en juin (+33%) et 165 en juillet (+40%).

Concernant ses résultats semestriels, le taux de marge brute s'établit à 74% ce semestre contre 77% au S1 2019. En cause, l'arrêt de la production avec la mise en place du chômage partiel des équipes pendant 2 mois (MB T2 2020 de 70%). La reprise de l'activité en juin devrait permettre une amélioration du taux de marge brute en seconde partie d'année pour se rapprocher de son niveau normatif de 80%.

Les mesures de chômage partiel appliquées en France et en Belgique ainsi que la suspension temporaire des contrats de travail aux USA ont mécaniquement entraîné une baisse des charges salariales. Cette baisse conjuguée aux économies faites par l'absence de déplacements et par l'annulation des congrès sectoriels ont entraîné une baisse de 3,1 M€ des charges opérationnelles. L'EBITDA ressort ainsi en hausse à 1,9 M€ permettant d'afficher une marge d'EBITDA de 14% (vs 3% au S1 2019). Après prise en compte des DAP, le ROC ressort quant à lui à -3,1 M€ contre -3,5 M€ un an auparavant.

Après prise en compte notamment d'un coût de l'endettement financier net de -2,6 M€ (+0,6 M€ en lien avec la mise en place d'une nouvelle tranche de 6 M\$ de l'emprunt obligataire en septembre 2019) le groupe publie un RN de -6,3 M€ (vs -7,0 M€). Suite à cette publication nous attendons un EBITDA de 3,3 M€ (vs 0,5 M€) pour 2020.

A noter le renforcement de la trésorerie de Medicrea à 16 M€ au 31/08 contre 13,2 M€ au 30/06 (exercice BSA). Enfin, le Management continue d'avancer dans les étapes de rapprochement avec Medtronic et est confiant dans la réalisation de l'opération dans les délais annoncés.

Recommandation

Sous-revue. Rapprochement en cours avec Medtronic.

Prochain évènement : CA T3 le 8 octobre 2020

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	29,4	27,1	32,3	32,7	28,7	34,1	40,0
Excédent brut d'exploitation	-2,0	-2,8	-2,1	3,1	3,3	5,1	8,1
Résultat opérationnel courant	-6,8	-8,5	-8,4	-6,7	-4,0	-2,2	1,1
Résultat opérationnel	-7,1	-8,8	-9,1	-8,7	-4,0	-2,2	1,1
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	-8,7	-6,9	-3,6
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
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	6,7	8,0	9,4
Disponibilités + VMP	8,1	12,0	10,8	3,8	-1,4	-7,9	-11,1
Capitaux propres	14,1	21,8	14,9	-0,1	-8,8	-15,8	-19,4
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	57,3	51,9	49,9
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Marge Brute d'autofinancement	-1,2	-4,3	-2,8	0,9	-1,4	0,4	3,7
Variation de BFR	-0,2	0,5	0,2	0,0	1,8	-1,3	-1,4
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-1,5	-3,8	-2,8	0,6	0,4	-0,9	2,3
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	-5,2	-6,5	-3,3
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	5,8%	-7,6%	18,9%	1,4%	-12,4%	19,0%	17,2%
Marge EBE	-6,7%	-10,3%	-6,5%	9,4%	11,4%	14,9%	20,2%
Marge opérationnelle courante	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-26,6%	-14,0%	-6,5%	2,7%
Marge opérationnelle	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-26,6%	-14,0%	-6,5%	2,7%
Marge nette	-25,8%	-39,5%	-36,6%	-47,5%	-30,4%	-20,3%	-9,1%
Investissements opérationnels nets/CA	31,0%	30,0%	17,4%	17,1%	19,5%	16,4%	14,0%
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%	-5,3%	-2,9%	-0,7%
ROCE hors GW	-15,9%	-18,8%	-18,4%	-10,6%	-6,9%	-3,9%	-1,0%
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%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	98%	42%	173%	-44396%	-656%	-409%	-349%
Dettes nette/EBE	-7,1	-3,3	-12,2	17,1	17,7	12,7	8,4
EBE/charges financières	2,7	1,2	0,9	0,7	0,7	1,1	1,7
Valorisation	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
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	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	52,0	78,5	110,6	133,4	133,4	133,4	133,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	13,8	9,1	25,8	52,8	57,9	64,4	67,7
(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	87,6	136,4	186,2	191,4	197,9	201,1
PER	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	ns	ns	ns	60,5	58,6	39,1	25,0
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	187,1
VE / CA	2,8	3,6	5,0	5,7	6,7	5,8	5,1
P/B	4,9	4,0	8,9	-1 123,0	-15,1	-8,5	-6,9
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bnpa	-0,75	-0,84	-0,61	-0,80	-0,45	-0,36	-0,19
Book value/action	1,4	1,7	0,8	0,0	-0,5	-0,8	-1,0
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** : Du 20/05/2020 au 14/07/2020**Neutre** : (-)**Alléger** : (-)**Vente** : (-)**Sous revue** : 10/07/2018 au 22/05/2019 et du 14/04/2020 au 19/05/2020 et depuis le 15/07/2020**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