

ETUDE D'INITIATION

L'INNOVATION, FUTUR DRIVER DE LA CROISSANCE

Capitalisant sur son savoir-faire historique dans la plasturgie médicale et sa proximité avec les laboratoires, Biocorp a centré son développement sur l'innovation ayant permis d'élargir son activité à 2 nouvelles familles de produits : 1) des dispositifs traditionnels innovants, 2) un écosystème intégré de santé connectée. Deux produits (Newguard & EasyLog), issus de ces investissements R&D, devraient alimenter une forte croissance dès 2018e et permettre à Biocorp d'être profitable en 2019e et de dégager un FCF positif à partir de 2020e. Nous initions BIOCORP avec une recommandation à ACHAT et un objectif de 14,4€ (+51%).

Johann Carrier
+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Martial Descoutures
+33 1 44 88 88 09
mdescoutures@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci-
Stephanopoli
+33 1 73 73 90 37
tvoglimacci@invest-securities.com

Une activité mature (cash-cow) et deux forts relais de croissance

Bien que mature, l'activité historique, de production de pièces plastiques pour le conditionnement de médicaments, offre de bonnes perspectives et une forte visibilité avec un CA qui passerait de 1,9m€ en 2016 à 3,1m€ en 2019e (TMVA +17%) et une Marge Brute voisine de 75%. Surtout, Biocorp est en passe de tirer les dividendes de sa politique d'innovation avec le lancement attendu de 2 « blockbusters » au potentiel de 30m€ de CA annuel chacun. Newguard (activité traditionnelle innovante), le système de sécurité pour les seringues, pourrait générer un CA de plus de 10m€ en 2019e (30m€ en 2022e), sur la base du contrat signé avec l'industriel Nipro et le fort intérêt suscité auprès des laboratoires pharmaceutiques. Le contrat de développement pour EasyLog (e-santé), conclu avec l'un des 3 leaders mondiaux de l'insuline, ouvre la voie à des revenus d'environ 5m€ en 2019e et de plus de 30m€ en rythme de croisière à partir de 2023e.

Forte croissance dès 2018, profitabilité en 2019 et FCF >0 à partir de 2020e

A partir de 2018, les investissements consentis alimenteront une forte croissance de l'activité permettant de viser un CA de plus de 30m€ en 2020e et plus de 60m€ en 2023e. Biocorp devrait dégager un EBITDA positif de 4,3m€ à partir de 2019e (marge de 23%) et un FCF positif dès 2020e. Toutefois, pour assurer son développement (pertes d'exploitation, Capex, BFR...), nous estimons le besoin de financement à environ 13m€ sur la période 2017/19e. En complément de la trésorerie nette de +1,8m€ à fin 2016 (trésorerie de 4,7m€), Biocorp pourrait s'endetter à hauteur de 5m€ pour financer une partie des Capex et recourir à une augmentation de capital d'un maximum de 7m€.

Un objectif de 14,4€ et recelant un potentiel de revalorisation à moyen terme

Notre objectif de cours de 14,4€, obtenu au travers d'un DCF, intègre le succès attendu de Newguard et d'EasyLog, fondé sur les avancées commerciales de ces 2 dispositifs. De plus, Biocorp recèle un potentiel de revalorisation fondé sur : 1) une diminution de notre WACC (15,5%) avec la mise en œuvre de ces 2 contrats, 2) Un relèvement de nos attentes sur le contrat Carpséal et Newseal si ceux-ci s'imposent comme standard, 3) la concrétisation de nouveaux accords sur le pipeline de produits innovants. .../...

en € / action	2017e	2018e	2019e
BNA dilué	-1,37	-1,07	0,44
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	+0%	+0%	+0%
au 31/12	2017e	2018e	2019e
PE	n.s.	n.s.	21,9x
VE/CA	10,10x	6,31x	2,27x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	10,3x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	15,2x
FCF yield*	n.s.	n.s.	1,0%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

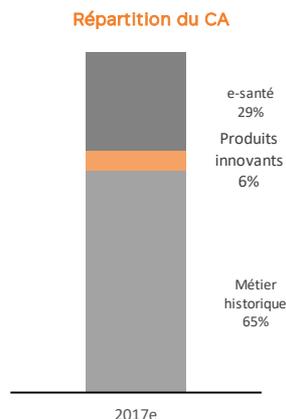
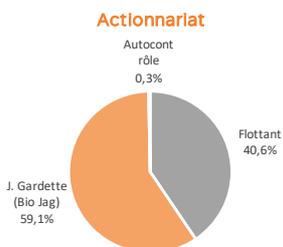
Informations clés				
Cours actuel (€)				9,54
Nb d'actions (m)				3,4
Capitalisation (m€)				31
Capi. flottante (m€)				0
ISIN				FR0012788065
Ticker				ALCOR-FR
Secteur DJ				Health Technology
	1m	3m	Dp 31/12	
Variation absolue	+1,1%	-4,9%	-9,0%	
Variation relative	-3,7%	-17,4%	-22,2%	

Source : Factset, estimations Invest Securities

THESE D'INVESTISSEMENT

Capitalisant sur son savoir-faire historique dans la plasturgie médicale et sa proximité avec les laboratoires, Biocorp a centré son développement sur l'innovation ayant permis d'élargir son activité à 2 nouvelles familles de produits : 1) des dispositifs traditionnels innovants, 2) un écosystème intégré de santé connectée. Ces investissements R&D alimenteront une forte croissance dès 2018e et devraient permettre à la société d'être profitable en 2019e et de dégager un FCF positif à partir de 2020e.

DONNÉES FINANCIÈRES



Données par action	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
BNA publié	-48,74	0,31	-0,56	-1,47	-1,52	-1,24	0,56	1,92
BNA corrigé dilué	-154,95	-229,47	-0,95	-1,15	-1,37	-1,07	0,44	1,35
<i>Ecart /consensus</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>+217%</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	21,9x	7,1x
VE/CA	1,94x	2,12x	5,73x	10,05x	10,10x	6,31x	2,27x	1,27x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	10,3x	3,8x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	15,2x	4,7x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,0%	16,3%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	11,4%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Cours en €	9,1	9,1	11,5	10,0	9,6	9,5	9,5	9,5
Capitalisation	0	0	17	32	33	37	39	39
Dette Nette	4	3	-3	-2	2	3	6	1
Valeur des minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisions/ quasi-dettes	0	0	0	0	0	0	0	0
+/- corrections	0	0	0	0	0	0	0	0
Valeur d'Entreprise (VE)	4	4	14	30	35	40	45	40

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
CA	2,0	1,7	2,5	3,0	3,4	6,3	19,6	31,6
<i>var.</i>	<i>nd</i>	<i>-19%</i>	<i>+49%</i>	<i>+20%</i>	<i>+17%</i>	<i>+83%</i>	<i>+211%</i>	<i>+61%</i>
EBITDA	-1,4	-2,1	-2,7	-3,5	-4,3	-3,3	4,3	10,5
EBITA	-1,6	-2,6	-3,0	-3,9	-4,9	-4,2	2,9	8,5
<i>var.</i>	<i>nd</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>+189%</i>
EBIT	-0,6	-0,3	-1,0	-4,6	-5,3	-4,6	2,6	8,1
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
IS	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-0,5	0,0	-0,8	-4,6	-5,3	-4,8	2,3	7,9
RN pdg corrigé	-1,5	-2,3	-2,8	-3,9	-4,9	-4,4	1,8	5,5
<i>var.</i>	<i>nd</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>+210%</i>

Tableau de flux (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA	-1,4	-2,1	-2,7	-3,5	-4,3	-3,3	4,3	10,5
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total capex	0,0	-0,6	-0,7	-1,3	-0,7	-2,7	-3,9	-3,9
FCF op. net IS avt BFR	-1,4	-2,7	-3,4	-4,8	-5,0	-6,0	0,4	6,6
Variation BFR	0,0	0,4	-0,3	0,0	-0,4	-0,5	-2,4	-2,0
FCF op.net IS après BFR	-1,4	-2,3	-3,7	-4,8	-5,5	-6,5	-2,0	4,6
Acquisitions/cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	0,0	0,0	7,5	3,6	2,0	5,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	-2,4	2,8	2,3	0,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Free cash-flow publié	-3,9	0,4	6,2	-0,9	-3,5	-1,7	-2,3	4,4

Bilan	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Actifs immobilisés	4,3	4,2	4,2	4,3	4,0	5,4	7,6	9,1
dont incorporels/GW	3,4	3,1	3,0	2,4	2,0	1,6	1,2	0,9
BFR	0,0	-0,4	-0,1	-0,1	0,3	0,8	3,2	5,2
Capitaux Propres groupe	0,4	0,4	7,1	6,2	2,9	3,2	5,5	13,4
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette fi. nette	3,9	3,5	-2,7	-1,8	1,7	3,4	5,6	1,2

Ratios financiers (%)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	22,1%	33,1%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	15,0%	26,8%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	9,1%	17,5%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	27,2%	59,3%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	32,8%	41,5%
DN/FP	976%	862%	n.s.	n.s.	56%	107%	103%	9%
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,3x	0,1x

Source : company, Invest Securities Estimates

Prochains événements
28/09/2017 : Résultats S1 2017

SOMMAIRE

1 – L’innovation porte l’évolution de Biocorp	p.4
1.1 De la plasturgie médicale à la santé connectée	p.5
1.2 Les personnes clés de la société	p.7
1.3 L’innovation dans l’ADN de Biocorp	p.8
2 – Activité historique : conditionnement de médicaments	p.10
2.1 Une activité historique de production de plasturgie	p.11
2.2 Une production de grandes séries pour les industriels de la pharmacie	p.11
2.3 Une activité historique avec de solides perspectives de croissance	p.12
3 – Un pipeline de produits traditionnels innovants	p.13
3.1 Un portefeuille produits innovants en voie de commercialisation	p.14
3.2 Des perspectives séduisantes pour Newguard et Newseal/Carpseal	p.17
3.3 Des investissements R&D qui paieront à partir de 2019e	p.19
4 – Un écosystème de santé connectée	p.20
4.1 Biocorp : l’e-santé dédiée aux maladies chroniques	p.21
4.2 Le triptique e-santé développé par Biocorp	p.23
4.3 Diabète : un marché colossal au cœur des enjeux de l’e-santé	p.26
4.4 Un potentiel de plus de 30m€ de CA à terme dans l’insuline	p.28
5 – Forte croissance et rentabilité en ligne de mire	p.31
5.1 Forte croissance du CA attendue à partir de 2018	p.32
5.2 Rentabilité visée en 2019	p.33
5.3 Un besoin de financement de 13m€ avant de viser une génération de cash positive en 2020e	p.34
5.4 Financements 2017/19e : trésorerie dispo + 5m€ de dette + 7m€ de cash	p.35
6 – Un 1er objectif de cours fixé à 14,4€ (+51%)	p.37
6.1 Retraitement de la VE et calcul du nombre d’actions	p.38
6.2 DCF : une valorisation de 14,4€	p.38
6.3 Eléments susceptibles d’impacter notre valorisation	p.40
Avertissement	p.43

1 - L'INNOVATION PORTE L'ÉVOLUTION DE BIOCORP

1.1 – De la plasturgie médicale à la santé connectée	p.5
1.1.1 Un partenaire de plus de 20 ans des industriels de la pharmacie	p.5
1.1.2 Une activité historique étayée par 2 forts relais de croissance	p.6
1.2 – Les personnes clés de la société	p.7
1.2.1 Organigramme	p.7
1.2.2 Un management expérimenté	p.7
1.3 – L'innovation dans l'ADN de Biocorp	p.8
1.3.1 Le partenariat au cœur de la stratégie d'innovation	p.8
1.3.2 Une R&D donnant naissance à une quinzaine de familles de brevets	p.9

1 – L'innovation porte l'évolution de Biocorp

Biocorp développe et produit des dispositifs de conditionnement et de délivrance de médicaments pour le compte d'industriels de la pharmacie. Capitalisant sur son savoir-faire historique dans la plasturgie médicale et sa proximité avec les laboratoires, Biocorp a centré son développement sur l'innovation ayant permis d'élargir son activité à 2 nouvelles familles de produits : 1) des dispositifs traditionnels innovants, répondant notamment aux évolutions réglementaires de la profession, 2) un écosystème intégré de santé connectée, composé de dispositifs, d'applications et d'une plateforme de stockage sécurisée.

1.1 De la plasturgie médicale à la santé connectée

1.1.1 Un partenaire de plus de 20 ans des industriels de la pharmacie

En 1994, Jacques Gardette crée la société Biodôme, dédiée au développement de dispositifs permettant une meilleure gestion de médicaments injectés. Biodôme est introduite au Nouveau Marché en 1998 et rachetée par Baxter International en 2000 pour une valeur d'entreprise de 24,8m€.

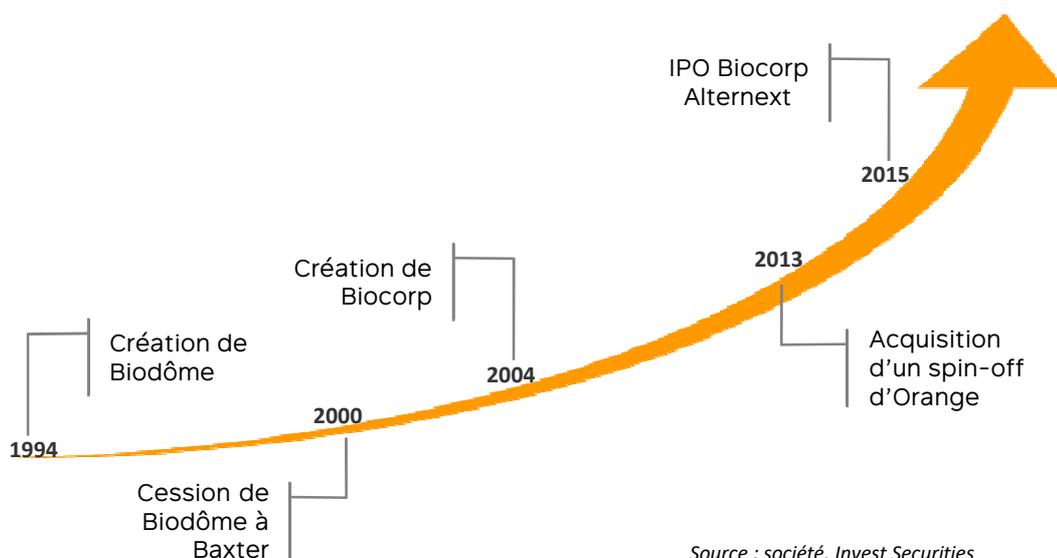
En 2004, Jacques Gardette reprend les actifs industriels et les salariés de l'ex-Biodôme à Baxter après la délocalisation des activités par ce dernier à Malte et crée Biocorp.

Capitalisant sur son outil industriel et sa proximité avec les laboratoires pharmaceutiques, Biocorp identifie des axes de croissance et investit en R&D pour développer : 1) une gamme innovante de produits de conditionnement de médicaments, et 2) de nouvelles compétences (acquisition d'un spin-off d'Orange dans la sécurité des données) dans le domaine de l'e-santé au travers d'un écosystème global composé de dispositifs, d'applications et d'une plateforme sécurisée.

Afin de se doter de moyens financiers pour assurer ce développement, Biocorp est introduit en Bourse sur Alternext en 2015, lui permettant de lever 9,3m€.

Une relation de plus de 20 ans avec l'industrie pharmaceutique

Historique de Biocorp



1 – L'innovation porte l'évolution de Biocorp

1.1.2 Une activité historique étayée par 2 forts relais de croissance

On peut décomposer le positionnement de Biocorp au travers de 3 divisions, dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau ci-dessous.

	Produits traditionnels de plasturgie	Produits innovants de plasturgie	e-santé
Positionnement			
Activité	Production	R&D Production	R&D Production Services
Produits	tétines, compte-gouttes, canules	système de sécurité systèmes de fermeture système de reconstitution	Dispositifs connectés Applications Stockage données
Chiffres			
commercialisation	effective	2019e	2019e
CA normatif	3/4m€	>30m€	>30m€
échéance	2020e	2022e	2023e
Caractéristiques			
Caractéristiques	Activité mature et profitable permettant de financer une partie des développements	Une réponse aux évolutions réglementaires visant à protéger les patients et le personnel médical	Un moyen d'améliorer l'observance des traitements pour des maladies chroniques

Source : société, Invest Securities

❖ **Métier historique** : plasturgie médicale dédiée au conditionnement de médicaments

L'activité historique de la société intègre la production d'éléments nécessaires aux conditionnements de médicaments (tétines comptes gouttes, canules...) pour le compte de l'industrie pharmaceutique.

❖ **Activité traditionnelle** : dispositifs de produits innovants

Biocorp a mis au point une gamme de dispositifs innovants permettant de répondre aux problématiques, notamment réglementaires, de l'industrie pharmaceutique dans le conditionnement ou l'administration de médicaments.

❖ **e-santé** : dispositifs/applications/plateforme connectés

Biocorp a développé un écosystème de santé connectée intégré comprenant les dispositifs, les applications et une plateforme de stockage sécurisée des données. A travers cette offre, Biocorp permet d'améliorer la prise de médicaments et l'observance (façon dont un patient suit les prescriptions médicales) des traitements pour les patients souffrant de pathologies chroniques.

1 – L'innovation porte l'évolution de Biocorp

1.2 Les personnes clés de la société

1.2.1 Organigramme

Une grande partie du management a déjà participé aux côtés de Jacques Gardette au succès de la société Biodôme.



Jacques Gardette
PDG



Eric Dessertenne
DG délégué
Business development



Stéphane Chabanais
CFO



Thierry Guillemaut
Directeur
Production



Alain Marcoz
Directeur
R&D logiciel



Daniel Aneas
Directeur
R&D produits

Source : société

1.2.2 Un management expérimenté

❖ Jacques Gardette : PDG

Jacques Gardette, serial entrepreneur, a créé et développé plusieurs entreprises dans le domaine de la santé au cours des 30 dernières années. En 1990, il crée Cardial, société spécialisée dans le développement de prothèses vasculaires artérielles, qu'il cède ensuite à Bard en 1995. Il crée ensuite Biodôme, entreprise dédiée au développement de dispositifs permettant une meilleure gestion de médicaments injectés. Biodôme est introduite au Nouveau Marché en 1998 et rachetée par Baxter International en 2000. En 2004, Jacques Gardette fonde la société BIOCORP.

❖ Eric Dessertenne : DG Délégué et Directeur Business Development

Eric Dessertenne dispose d'une double compétences pharma/MBA de l'ESSEC. Il débute sa carrière au sein du siège monde du laboratoire Servier avant de rejoindre la filiale chinoise. Il rejoint ensuite le cabinet de consulting L.E.K au sein duquel il participe à de nombreuses missions pour des entreprises de biotechnologies, pharmaceutiques et de dispositifs médicaux. Eric Dessertenne rejoint Biocorp en 2014 comme Directeur Business Development avant d'accéder au poste de Directeur Général Délégué.

❖ Stéphane Chabanais : Directeur Administratif et Financier

Stéphane Chabanais accompagne Jacques Gardette dans son parcours entrepreneurial comme Directeur Administratif et Financier depuis plus de 20 ans. Il a rejoint Biodôme en 1995 et a notamment assuré l'IPO de la société en 1998. Il continue ensuite à occuper ce poste à la direction de VOXAN avant d'intégrer BIOCORP en 2005.

❖ Thierry Guillemaut : Directeur de la production

Diplômé d'un BTS en matières plastiques et composites, il débute sa carrière chez Rexam Cosmetics en tant qu'opérateur de machines de moulage par injection puis rejoint Biodôme en 1994. Il devient Directeur d'atelier en 1998 et Directeur de production en 2004, poste qu'il occupera chez Biocorp à partir de 2010.

❖ Alain Marcoz : Directeur R&D Logiciel

Alain Marcoz débute sa carrière en 2002 dans le développement informatique industriel au sein du logisticien TNT, puis au sein de la SSII ATOS. En 2010, il crée le service Confiance Numérique (50 personnes) chez Almerys, filiale d'Orange Business Services, afin de sécuriser l'identité des utilisateurs, leurs transactions et leurs données personnelles. Il rejoint Biocorp en 2013 avec la mission de développer l'écosystème de santé connectée.

1 – L'innovation porte l'évolution de Biocorp

❖ Daniel Aneas : Directeur R&D produits

Diplômé d'une école d'ingénieur nationale supérieure et détenteur d'un master en management, Daniel Aneas débute sa carrière chez Philips Reseach (Headquarter) aux Pays-Bas au département « Applied Tech ». Il rejoint ensuite la société Dynaflo Inc. aux Etats-Unis en recherche fondamentale pour le compte du gouvernement américain. En 2011, Daniel intègre Biocorp en tant qu'ingénieur développement produit avant de prendre la direction du département R&D en 2015.

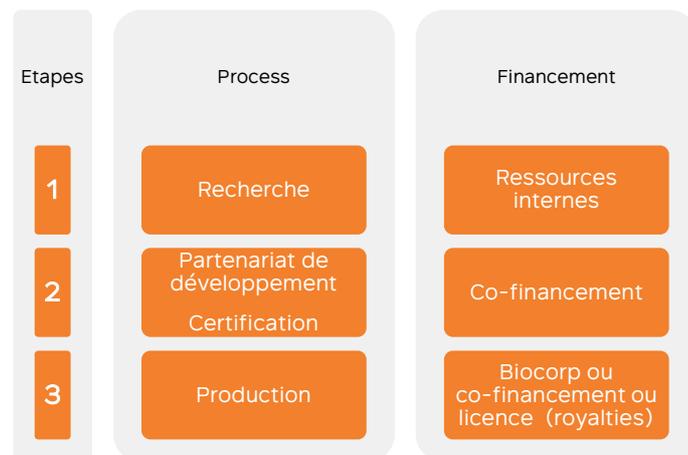
1.3 L'innovation dans l'ADN de Biocorp

1.3.1 Le partenariat au cœur de la stratégie d'innovation

La proximité de Biocorp avec les industriels pharmaceutiques lui permette d'identifier en amont les besoins de ses clients et d'orienter en conséquence sa recherche sur les nouveaux produits.

Dans la phase de développement du produit, Biocorp va privilégier une approche partenariale avec un client potentiel. Cette approche accélère la mise sur le marché du produit tout en partageant les risques et les coûts entre Biocorp et son partenaire.

Process et financement d'un nouveau produit



Source : société, Invest Securities

❖ Etape 1 : Recherche

Capitalisant sur la connaissance du marché et de sa proximité avec un grand nombre de laboratoires pharmaceutiques, Biocorp développe en interne sur ses ressources propres des dispositifs de conditionnement et d'administration de médicaments.

❖ Etape 2 : Coopération et partage des risques dans la phase de développement

Lorsque Biocorp dispose de prototypes fonctionnels, l'entreprise rentre alors en contact avec les sociétés pharmaceutiques en vue de les associer au développement. Ce partenaire vient ensuite compléter le cahier des charges afin d'intégrer les modifications souhaitées à la solution initiale.

Cette approche permet à Biocorp de valoriser son savoir-faire à travers des revenus de R&D tout en restant au plus près des demandes de ses clients.

Lorsque Biocorp et le client ont convenu ensemble des fonctionnalités du produit final, le processus réglementaire de certification peut être mis en place. En règle générale, les clients associent les produits Biocorp à leurs propres dispositifs lors du marquage CE avant autorisation de mise sur le marché.

Partage des risques et des coûts avec un partenaire dans la phase de développement

1 – L'innovation porte l'évolution de Biocorp

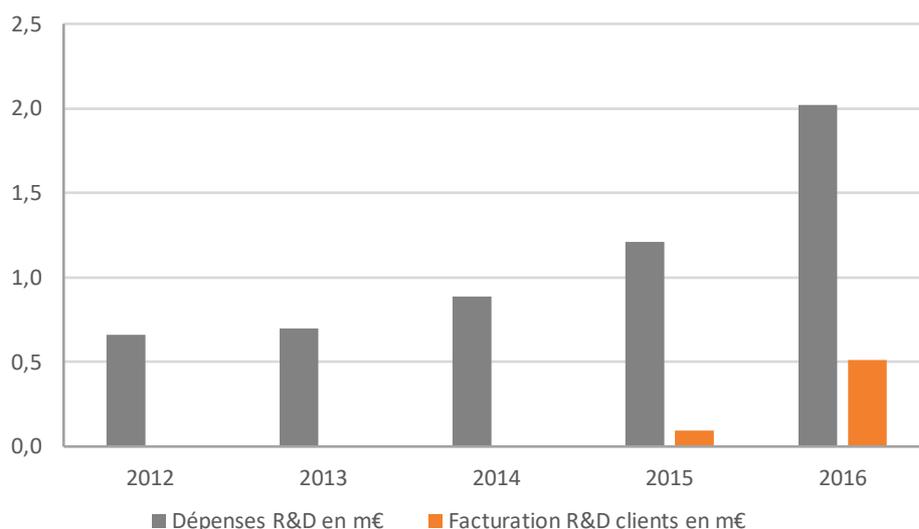
❖ Etape 3 : Production ou licence

La stratégie de développement conduit Biocorp à disposer de la propriété intellectuelle de l'ensemble des technologies développées, permettant à la société d'accorder une licence exclusive ou non. La plupart du temps, Biocorp assure la production sur le site d'Issoire même si Biocorp peut également licencier ses produits à d'autres entreprises.

1.3.2 Une R&D donnant naissance à une quinzaine de familles de brevets

Sur les 5 dernières années, Biocorp a investi 5,5m€ en R&D. Ces dépenses s'inscrivent en progression sur la période et passent de 0,7m€ en 2012 à 2,0m€ en 2016. Les 1^{er} revenus issus de la R&D apparaissent en 2015 (0,1m€) et atteignent 0,5m€ en 2016, témoignant ainsi du degré de maturité du portefeuille de brevets de la société. Au global, Biocorp dispose d'un portefeuille de 15 familles de brevets. Parmi eux, certains recèlent un fort potentiel de monétisation de la R&D (ex : EsayLog avec 4m€ att. sur 2017/19e).

Dépenses et revenus R&D de 2012 à 2016



Source : société

Une R&D
suffisamment mature
pour permettre sa
monétisation

2 – ACTIVITÉ HISTORIQUE : CONDITIONNEMENT DE MÉDICAMENTS

2.1 – Une activité historique de production de plasturgie	p.11
2.1.1 La plasturgie dédiée au conditionnement de médicaments	p.11
2.1.2 Un outil de production répondant aux spécificités du secteur	p.11
2.2 – Une production de grandes séries pour les industriels de la pharmacie	p.11
2.2.1 Une production de 50m de pièces/an	p.11
2.2.2 Des grands noms de la pharmacie comme clients	p.12
2.3 – Une activité historique avec de solides perspectives de croissance	p.12
2.3.1 Un TMVA du CA 2016-20e de +17% pour les activités historiques	p.12
2.3.2 Une Marge Brute confortable de 70/75%	p.12

2 – Activité historique : conditionnement de médicaments

L'activité historique, centrée sur la production de pièces plastiques pour le conditionnement de médicaments, offre de bonnes perspectives. Les ventes de 1,9m€ en 2016 sont attendues en croissance de +17% en rythme annuel sur la période 2016-20e avec une marge brute comprise entre 70%/75%. Outre le fait d'entretenir une relation régulière avec les industriels de la pharmacie, cette activité se caractérise par une forte rentabilité et une bonne visibilité.

2.1 Une activité historique de production de plasturgie

2.1.1 La plasturgie dédiée au conditionnement de médicaments

L'activité historique de Biocorp, hérité de Biodôme/Baxter, est centrée sur la production d'éléments plastiques nécessaires au conditionnement de médicaments. Biocorp produit et commercialise auprès de grands comptes (laboratoires pharmaceutiques ou industriels) des conditionnements de médicaments.

2.1.2 Un outil de production répondant aux spécificités du secteur

Biocorp possède son propre site de production situé à Issoire, proche de Clermont-Ferrand. Ce site, d'une superficie de 3 000m², dispose de salles blanches certifiées ISO 7 et 8. Il est conforme aux normes pharmaceutiques et répond aux bonnes pratiques de fabrication appliquées à l'emballage primaire de médicaments (ISO 9001, ISO 13485, ISO 15378).

Site de production Biocorp



Source : société

La production, largement automatisée, se déroule en 3x8 sur une période de 5 jours. Ce site a la capacité d'absorber une production supplémentaire de pièces, sachant qu'une extension de celui-ci est envisagée afin de répondre à la demande concernant certains produits innovants comme Newguard.

2.2 Une production de grandes séries pour les industriels de la pharmacie

2.2.1 Une production de 50m de pièces/an

Biocorp produit annuellement environ 50m de pièces destinées au conditionnement de produits pharmaceutiques parmi lesquelles on trouve des tétines, des compte-gouttes, des canules...

2 – Activité historique : conditionnement de médicaments

Exemple des produits fabriqués par Biocorp



Embouts collutoires



Compte-gouttes



Tête de collyre

Source : société

2.2.2 Des grands noms de la pharmacie comme clients

Biocorp travaille pour de nombreux acteurs du secteur pharmaceutique parmi lesquels on retrouve les laboratoires ou leurs fournisseurs (Sanofi, Ompi, Norgine, Théa Pharma...). Les principaux contrats sur lesquels communique Biocorp sont les suivants :

- ❖ Sanofi Pasteur : un client historique

Depuis sa création Biocorp fournit à Sanofi Pasteur des comptes gouttes polio 13mm non stériles que le laboratoire pharmaceutique utilise pour ses campagnes de vaccinations orales contre la poliomyélite dans les pays du tiers-monde. Ce contrat génère un volume de CA annuel de l'ordre de 1m€ (1,2m€ en 2013 et 0,9m€ en 2014).

- ❖ Contrat avec un groupe pharmaceutique européen conclu en 2015

Biocorp a conclu en 2015 avec un groupe pharmaceutique européen, dont le nom n'est pas divulgué pour des raisons de confidentialité, un contrat portant sur la fourniture de produits tels que des embouts collutoires, des tubes canules et des joints. Ce contrat de 5 ans, tacitement renouvelable, porte sur un volume annuel de 5m d'unités.

- ❖ Virbac : une mise en production d'un nouveau contrat qui alimentera la croissance

La société, qui travaillait depuis 2 ans sur le développement d'un système innovant de bouchage et de délivrance pour flacon pour Virbac, vient d'annoncer un contrat d'industrialisation de ce dispositif. Ce contrat, dont la mise en œuvre devrait débiter sur le S1 2018, devrait générer en rythme de croisière un CA de 1m€ par an.

2.3 Une activité historique avec de solides perspectives de croissance

2.3.1 Un TMVA du CA 2016-20e de +17% pour les activités historiques

L'activité historique de Biocorp est attendue en croissance soutenue au cours des prochains exercices, portée par la mise en production du contrat Virbac. Après avoir enregistré un CA 2016 de 1,9m€, les ventes sont attendues en croissance de +17% en rythme annuel sur la période 2016-20e. Le CA normatif pour cette activité est voisin de 3,5m€/4,0m€, niveau qui devrait être atteint en 2020e.

Activités historiques : prévisions de CA et Marge Brute

Activités historiques (en m€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
CA	2,2	2,7	3,1	3,6	3,7	3,9	4,1	4,3
var.	+20%	+20%	+15%	+15%	+5%	+5%	+5%	+5%
Marge brute	1,6	2,0	2,3	2,6	2,8	2,9	3,1	3,2
var.	+22%	+22%	+17%	+15%	+5%	+5%	+5%	+5%
marge brute en %	72%	73%	74%	74%	74%	74%	74%	74%

Source : Invest Securities

2.3.2 Une Marge Brute confortable de 70/75%

L'activité historique génère un niveau de Marge Brute confortable et relativement stable compris entre 70% et 75%. Soulignons que la société est peu exposée à l'évolution du coût des matières premières, telles que le plastique, dans la mesure où celles-ci représentent une part limitée du coût de revient des produits développés.

Une activité récurrente offrant une bonne visibilité et permettant de financer l'outil industriel

3 - UN PIPELINE DE PRODUITS TRADITIONNELS INNOVANTS

3.1 – Un portefeuille produits innovants en voie de commercialisation	p.14
3.1.1 NewGuard : système de sécurité passif pour les seringues	p.14
3.1.2 Newseal, Easy-Off & Carpséal : une alternative au sertissage en aluminium	p.15
3.1.3 Biopass : système de reconstitution flacon-seringue	p.16
3.2 – Des perspectives séduisantes pour Newguard et Newseal/Carpséal	p.17
3.2.1 Newguard : un futur blockbuster	p.17
3.2.2 Newseal & Carpséal : un minimum de 1m€ de CA à terme	p.18
3.3 – Des investissements R&D qui paieront à partir de 2019e	p.19
3.3.1 Un CA d’au moins 30m€ dans 5 ans avec un niveau de Marge Brute significatif	p.19
3.3.2 Un potentiel de revalorisation important	p.19

3 - Un pipeline de produits traditionnels innovants

Biocorp développe des dispositifs innovants permettant de répondre aux problématiques, notamment réglementaire, de l'industrie pharmaceutique dans le conditionnement ou l'administration de médicaments. Le portefeuille produits du groupe intègre un système de sécurité (Newguard), des systèmes de fermeture (NewSeal, CarpSeal et Easy-Off) et un système de reconstitution (Biopass). Les investissements R&D consentis devraient se matérialiser en CA à partir de l'exercice 2019e avec un niveau de revenus de plus de 10m€. Sur la base des contrats signés, ce CA devrait tripler au cours des 3 années suivantes pour s'approcher de 30m€.

3.1 Un portefeuille produits innovants en voie de commercialisation

3.1.1 Newguard : système de sécurité passif pour les seringues

Newguard est un système de sécurité passif pour les seringues pré-remplies qui remplace les protections d'aiguilles classiques (RNS : Rigid Needle Shield).

Un marché des seringues pré remplies en forte croissance : 4Md d'unités vendues et 6,7Md att. en 2020

Newguard	Avantages
	<ul style="list-style-type: none"> - Combine le rôle de protège aiguille et celui de système de sécurité intégré - Ne requiert pas de manipulation de la part du patient - Ce système passif recouvre l'aiguille après l'injection afin de sécuriser et d'empêcher une seconde injection - Compatible avec tous les fournisseurs d'élastomères et les verriers

Source : Biocorp

❖ Une réponse aux exigences réglementaires en matière de protection des utilisateurs

Afin de lutter contre le risque inhérent à la manipulation des seringues, les régulateurs américains (« Needlestick Safety and Prevention Act ») et européens (directives Européennes 89/391 et 2000/54) ont défini des plans de gestion des risques pour limiter les contaminations accidentelles liées à la manipulation d'aiguilles ou d'objets coupants.

❖ Un système compatible avec les prérogatives des industriels

L'intégration d'un dispositif de sécurité pose un certain nombre de contraintes pour les industriels. Les solutions actuelles nécessitent une adaptation des chaînes de production et ajoutent des étapes supplémentaires, augmentant in fine le coût des seringues pré-remplies.

Avec Newguard, Biocorp a développé un système qui s'intègre aux processus de conditionnement existants tant chez les fabricants de seringues pré-remplies que chez les laboratoires pharmaceutiques pour le remplissage. De part son encombrement limité, le dispositif est compatible avec le remplissage des seringues en nest (barquette d'une centaine de seringues) et des dispositifs de conditionnement blisters actuels.

nest



Conditionnement seringues



Source : Biocorp

3 - BIOCORP : dispositifs traditionnels innovants

3.1.2 Newseal, Easy-Off & Carpséal : une alternative au sertissage en aluminium

Biocorp développe une gamme innovante de sertissage de bouchons qui remplace les solutions actuelles composées de deux éléments : 1) une capsule d'aluminium, et 2) un opercule en plastique.

Systèmes traditionnels vs Systèmes innovants Biocorp

Systèmes traditionnels	Principe	Systèmes Biocorp
	Système « Flip-Off » : permet d'enlever la partie supérieure du flacon en tirant l'opercule afin de récupérer le liquide contenu à l'intérieur. Ces systèmes sont le plus souvent mis en place sur des flacons de médicaments injectables prêts à être utilisés.	Newseal 
	Système « Tear-Off » : permet d'enlever l'ensemble du sertissage en tirant sur le système. On retrouve principalement ce système sur les flacons de médicaments nécessitant une reconstitution avant injection ou sur les vaccins.	Easy-Off 
	Système de sertissage aluminium présent sur les cartouches pour stylos à insuline ou hormone de croissance.	Carpséal 

Source : Biocorp

Des solutions 100% plastiques permettant d'éviter la contamination par des poussières d'aluminium et le risque de coupures

❖ Les limites des dispositifs actuels

Le sertissage aluminium, couplé à un opercule en plastique, est la solution actuellement privilégiée, même si celle-ci génère des problèmes que ce soit au niveau des industriels ou au niveau des utilisateurs.

Pour les industriels, le sertissage aluminium engendre des poussières d'aluminium qui peuvent entraîner une contamination du contenant avec le transfert de particules fines. Par ailleurs, l'utilisation de l'aluminium s'effectue en milieu non stérile.

Pour les utilisateurs, le sertissage aluminium représente un risque de blessures.

❖ Les promesses des produits Biocorp

Même si la solution aluminium/plastique est venue progressivement remplacer la solution uniquement aluminium, l'innovation dans ce secteur a été relativement limitée au cours des dernières années.

Biocorp a développé une gamme de produits permettant d'éviter le sertissage en aluminium, en proposant une solution tout en plastique. En s'exonérant de l'aluminium, Biocorp résout les principaux problèmes générés par ce métal et préserve la stérilité du médicament qui peut être assemblé en zone stérile.

Enfin, les solutions Biocorp s'intègrent facilement sur les chaînes d'assemblage et le montage de ces capuchons en plastiques s'effectue par une simple pression.

3 - BIOCORP : dispositifs traditionnels innovants

3.1.3 Biopass : système de reconstitution flacon-seringue

Les systèmes de reconstitution sont utilisés par le personnel soignant ou par les patients afin de remettre en solution des produits conditionnés sous forme de poudre sèche ou lyophilisat.

- ❖ Une demande croissante pour des systèmes de reconstitution

Un grand nombre de nouveaux traitements sont commercialisés, notamment par les entreprises de biotechnologies, sous forme de lyophilisat. Cette solution permet d'assurer de meilleures conditions de conservation (stabilité du produit) et d'accélérer la mise sur le marché.

- ❖ Un marché hétérogène

Le marché des systèmes de reconstitution comprend une large gamme de produits adaptables à des conditionnements de tailles variés et des processus de reconstitutions différents : de flacon à flacon, de flacon à seringue ou de poche à flacon.

- ❖ Biopass : la reconstitution flacon-seringue

Biopass cible le marché de la reconstitution flacon-seringue. Sans set spécifique de reconstitution (ex Biopass) et avec l'utilisation de deux jeux de seringues et aiguilles, le processus de reconstitution comprend une quinzaine d'étapes avec un risque élevé de blessure lié à la manipulation des aiguilles par le personnel ou le patient.

Le Biopass permet de diminuer le temps nécessaire au processus de reconstitution et réduire les risques associés à l'opération.

Biopass	Avantages
	<ul style="list-style-type: none"> - Aiguille prête à l'emploi - Facilité d'utilisation, même pour des personnes non initiées - Gain de temps : 3 étapes en moins vs système traditionnel - Usage sécurisé : moins de manipulations de l'aiguille

Source : Biocorp

3 - BIOCORP : dispositifs traditionnels innovants

3.2 Des perspectives séduisantes pour Newguard et Newseal/Carpseal

3.2.1 Newguard : un futur blockbuster

❖ Un 1^{er} contrat majeur avec un fournisseur des laboratoires pharmaceutiques : Nipro

Biocorp a conclu en juin 2015 un contrat exclusif pour le dispositif Newguard avec le japonais Nipro (un des leaders mondiaux du verre médical avec une capacité de production de plus de 300m de seringues). Selon les termes du contrat, Nipro s'engageait sur un volume d'au moins 150m d'unités par an dès la 3^{ème} année de mise en œuvre du contrat. Sur cette base, le prix de vente pour mille unités était compris entre 80€ et 110€.

❖ L'intérêt des laboratoires a conduit Biocorp à rompre l'exclusivité accordée à Nipro

L'intérêt des laboratoires pharmaceutiques pour Newguard, qui s'approvisionnent en général auprès de plusieurs fournisseurs, a conduit Biocorp à rompre l'exclusivité accordée à Nipro et donc à renoncer aux volumes minimums associés à cette exclusivité. Cette stratégie sous entend que Biocorp vise un potentiel plus vaste en adressant son produit à la fois aux industriels et aux laboratoires. Un accord avec un laboratoire pour une aire thérapeutique spécifique (Héparine, vaccins...) semble probable à moyen terme.

❖ Un CA potentiel de 30m€ en rythme de croisière à partir de 2022

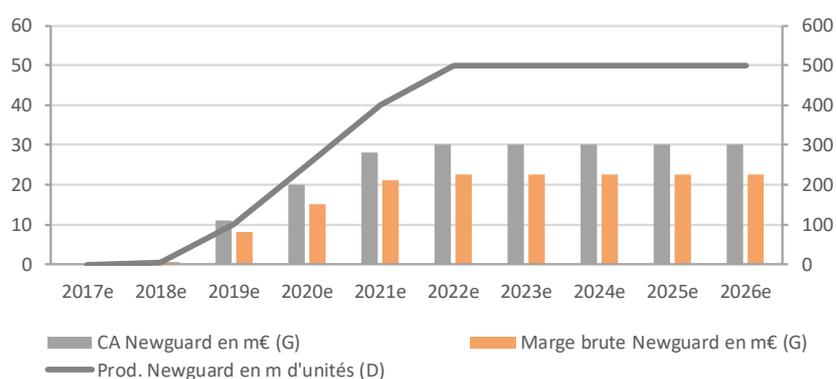
Sur la base du contrat exclusif de Nipro, le CA minimum envisagé pour Newguard s'élevait à 12m€. La rupture de l'exclusivité accordée à Nipro suggère que le potentiel est bien plus important.

Moyennant un investissement de 8 à 10m€, nous estimons que Biocorp pourrait porter sa production à près de 500m d'unités Newguard à horizon 2022. En intégrant une dégressivité des prix de vente en rapport avec les volumes produits, le CA atteindrait 30m€ à partir de 2022.

Newguard : prévisions de CA et Marge Brute

Newguard (en m€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Prod. Newguard (en m d'unités)	0	5	100	250	400	500	500	500
Prix de vente pour 1 000 unités	0	180€	110€	80€	70€	60€	60€	60€
CA	0	0,9	11	20	28	30	30	30
var.	ns	ns	ns	+82%	+40%	+7%	+0%	+0%
Marge brute	0	0,6	8,3	15,0	21,0	22,5	22,5	22,5
var.	ns	ns	ns	+82%	+40%	+7%	+0%	+0%
marge brute en %	0%	70%	75%	75%	75%	75%	75%	75%

Source : Invest Securities



Source : Invest Securities

Newguard : un CA potentiel de 30m€ en 2022e

3 - BIOCORP : dispositifs traditionnels innovants

3.2.2 Newseal & Carpseal : un minimum de 1m€ de CA à terme

- ❖ Un contrat de licence exclusive avec Nuova Ompi

Biocorp a conclu en juin 2015 un contrat de licence exclusive avec Nuova Ompi (groupe Stevanato) pour les produits Newseal et Carpseal. Nuova Ompi fabrique et distribue des flacons, des seringues ou autres emballages en verre pour les produits pharmaceutiques. Ce groupe distribue chaque année plus d'un milliard de carpules et de flacons sur lesquels les produits Newseal et Carpseal seront utilisés.

En contre partie de l'exclusivité accordée, Nuova Ompi s'est engagé :

- À verser une somme de 0,8m€, dont 0,4m€ a été encaissé en 2015 et 0,2m€ devrait être versé en 2017, puis en 2018.
- Sur un niveau de CA de 0,58m€ au bout de la 4^{ème} année de mise en œuvre du contrat et un CA de 1,05m€ à la fin de la 8^{ème} année.

- ❖ Un CA minimum de 0,5m€ en 2020e et 1m€ en 2024e

Dans l'attente de la mise en œuvre effective de la production des produits, nous adoptons une approche prudente avec des estimations qui s'inscrivent dans la lignée des engagements minimums de CA de Nuova Ompi pour bénéficier de son exclusivité.

En anticipant un début de production sur le S2 2018 et une montée en cadence progressive, nous estimons que Biocorp pourrait atteindre un niveau de CA de plus de 0,5m€ en 2020e, ces revenus devraient doubler au cours des 4 années suivantes pour s'établir à 1,0m€ en 2024e. A cette échéance, la pénétration des produits Biocorp se limiterait à 5,6% de la production de flacons Nuova Ompi (sur la base d'une production de 500m de flacons) pour Newseal et à 10,5% de la production de carpules (sur la base d'une production de 1Md de carpules) pour Carpseal.

Enfin, nos hypothèses de Marge Brute pour ces deux produits ressortent en ligne avec les activités traditionnelles du groupe aux alentours de 75%.

Newseal : prévisions de CA et Marge Brute

Newseal (en m€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Prod. Flacon-Ompi (en m d'unités)	500	500	500	500	500	500	500	500
% Newseal	0,0%	0,0%	0,2%	2,4%	2,6%	2,8%	4,6%	5,6%
Prod. Newseal (en m d'unités)	0	0,2	1,0	12	13	14	23	28
Prix de vente pour 1 000 unités	ns	20€	20€	20€	20€	20€	15€	15€
CA	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
var.	ns	+4%	ns	ns	+8%	+8%	+23%	+22%
Marge brute	0,10	0,10	0,01	0,17	0,19	0,21	0,26	0,32
var.	ns	ns	ns	ns	+10%	+9%	+25%	+22%
marge brute en %	100%	99%	70%	72%	73%	74%	75%	75%

Source : Invest Securities

Carpseal : prévisions de CA et Marge Brute

Carpseal (en m€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Prod. Carpule-Ompi (en m d'unités)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
% Carpseal	0%	0,1%	4,0%	6,0%	8,0%	9,0%	9,5%	10,5%
Prod. Carpseal (en m d'unités)	0	1,0	40	60	80	90	95	105
Prix de vente pour 1 000 unités	ns	15€	8€	6€	6€	6€	6€	6€
CA	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
var.	ns	+15%	+161%	+10%	+33%	+13%	+6%	+11%
Marge brute	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
var.	ns	ns	ns	+13%	+37%	+14%	+6%	+11%
marge brute en %	100%	95%	70%	72%	74%	75%	75%	75%

Source : Invest Securities

3 - BIOCORP : dispositifs traditionnels innovants

3.3 Des investissements R&D qui paieront à partir de 2019e

3.3.1 Un CA d'au moins 30m€ dans 5 ans avec un niveau de Marge Brute significatif

Les investissements R&D consentis par le groupe pour développer une gamme innovante dans ses dispositifs traditionnels devraient se matérialiser en CA de manière significative à partir de l'exercice 2019 avec un niveau de revenus de plus de 10m€. Sur la base des contrats signés, ce CA devrait tripler au cours des 3 années suivantes pour s'approcher de 30m€.

Le niveau de Marge Brute devrait être en ligne avec les activités traditionnelles autour de 75%.

Activités traditionnelles innovantes : prévisions de CA et Marge Brute

Activités trad. innovantes (en m€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
CA	0,2	1,1	11,3	20,6	28,7	30,8	30,9	31,0
var.	ns	+460%	+912%	+82%	+40%	+7%	+0%	+0%
CA Newguard	0,0	0,9	11,0	20,0	28,0	30,0	30,0	30,0
CA Carpséal	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
CA Newseal	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
Marge brute	0,2	0,8	8,5	15,4	21,5	23,1	23,2	23,2
var.	ns	ns	ns	+82%	+40%	+7,3%	+0,3%	+0,4%
marge brute en %	100%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Marge brute Newguard	0,0	0,6	8,3	15,0	21,0	22,5	22,5	22,5
Marge brute Carpséal	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Marge brute Newseal	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3

Source : Invest Securities

3.3.2 Un potentiel de revalorisation important

Nos prévisions se fondent sur la base des contrats signés par Biocorp pour sa gamme de produits traditionnels innovants, modulées au besoin en fonction du potentiel perçu selon les produits. Au regard du contrat Nipro et des marques d'intérêt de laboratoires pharmaceutiques, nos attentes valorisent pleinement le potentiel de Newguard que sera le principal contributeur (97% du CA).

A ce stade nos attentes sont plus conservatrices pour Carpséal et Newseal et recèlent donc un potentiel d'appréciation significatif si ces produits arrivent à s'imposer comme standard en remplacement du sertissage par aluminium.

Enfin, en l'absence de contrat, les produits Easy-Off et Biopass ne sont pas intégrés dans nos estimations à ce stade et pourraient offrir un potentiel supplémentaire à moyen terme.

Nos estimations intègrent seulement les produits faisant l'objet d'un contrat : Newguard et Newseal & Carpséal

4 - UN ÉCOSYSTÈME DE SANTÉ CONNECTÉE

4.1 – Biocorp : l’e-santé dédiée aux maladies chroniques	p.21
4.1.1 Un écosystème connecté global	p.21
4.1.2 L’e-santé : une réponse au manque d’observance des patients	p.22
4.1.3 Les marchés ciblés	p.22
4.2 – Le triptique e-santé développé par Biocorp	p.23
4.2.1 Les dispositifs connectés	p.23
4.2.2 Les applications	p.24
4.2.3 Une plateforme hautement sécurisée	p.25
4.3 – Diabète : un marché colossal au cœur des enjeux de l’e-santé	p.26
4.3.1 Le diabète : facts and figures	p.26
4.3.2 L’insuline : un marché dominé par 3 acteurs	p.26
4.3.3 Etat des lieux des dispositifs d’administration de l’insuline	p.27
4.4 – Un potentiel de plus de 30m€ de CA à terme dans l’insuline	p.28
4.4.1 De fortes perspectives dans le diabète à court terme avec EasyLog	p.28
4.4.2 Quel potentiel pour les autres dispositifs et/ou autres aires thérapeutiques	p.29

4 - Un écosystème de santé connectée

Biocorp développe un écosystème de santé connectée permettant d'améliorer la prise de médicaments et l'observance des traitements pour les patients souffrant de pathologies chroniques. Ces dispositifs innovants répondent aux besoins des patients, des laboratoires et des organismes de protection sociale.

Le contrat de développement pour le dispositif EasyLog, conclu avec l'un des 3 leaders mondiaux de l'insuline, ouvre la voie à des revenus à court terme pour l'exclusivité du dispositif et le financement de la R&D. A partir de 2019e, la vente de produits prendra le relais et devrait atteindre en rythme de croisière à horizon 2023 un montant de CA annuel supérieur à 30m€.

4.1 Biocorp : l'e-santé dédiée aux maladies chroniques

4.1.1 Un écosystème connecté global

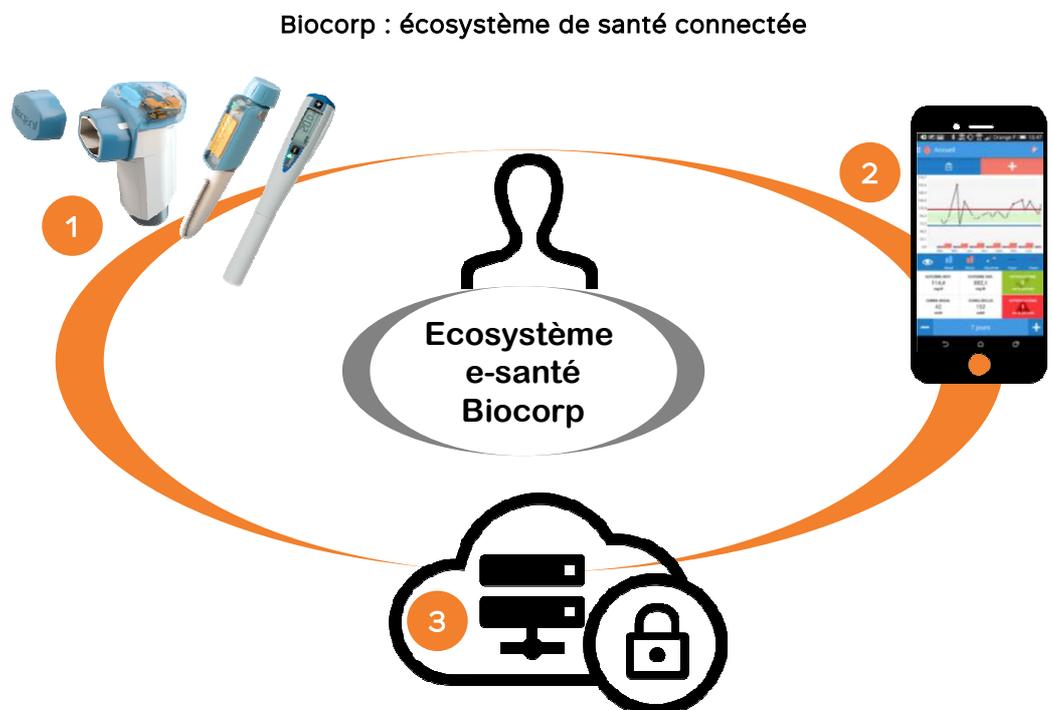
Capitalisant sur son savoir-faire dans la création de dispositifs médicaux et sa connaissance des besoins de l'industrie, Biocorp a développé une expertise dans la gestion des données du patient et le développement d'applications dédiées.

Dans un marché de la santé connectée en pleine effervescence, Biocorp se distingue par l'intégration verticale de ses compétences en combinant développement produits et logiciels. Ce positionnement permet à la société d'offrir un service global articulé autour de 3 briques :

1. Des dispositifs connectés,
2. Une application dédiée,
3. Une plateforme de stockage sécurisée des données.

Une maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur :

- Dispositifs
- Applications
- Plateforme sécurisée



Source : Biocorp, Invest Securities

4.1.2 L'e-santé : une réponse au manque d'observance des patients

Les dispositifs connectés développés par Biocorp visent à améliorer la prise de médicaments et l'observance des traitements (façon dont un patient suit les prescriptions médicales) pour les patients. Les conséquences néfastes d'une mauvaise adhésion aux traitements ne sont pas toujours immédiates mais de nombreuses pathologies présentent des risques à moyen et long terme, que les traitements ne peuvent prévenir s'ils sont peu ou mal pris.

L'amélioration de l'observance des patients à leurs traitements est un enjeu de santé publique qui profite à tous les acteurs :

- Le patient en 1^{er} lieu qui retirera tous les bienfaits de son traitement et évitera des complications médicales,
- Les laboratoires pharmaceutiques qui enregistrent des pertes importantes estimées à 564Md\$/an selon une étude de 2012 de Capgemini Consulting et Health Prize,
- Les organismes de santé publics et privés qui doivent assumer de nouveaux coûts liés à la prise en charge des patients insuffisamment traités.

4.1.3 Les marchés ciblés

Biocorp s'adresse aux patients souffrant de maladies chroniques qui nécessitent une prise en charge pendant plusieurs années. Ce périmètre intègre des maladies non transmissibles (diabète, cancer, asthme...), des maladies transmissibles (VIH-Sida), certaines maladies mentales (psychose...) ou des atteintes anatomiques fonctionnelles (cécité, sclérose en plaque...).

A ce stade de développement, Biocorp cible en priorité :

1. Les traitements pour des maladies nécessitant une injection, disponibles en formulation sous-cutanées et commercialisés en cartouche. Dans cette catégorie, la société vise en priorité le traitement par l'insuline du diabète et le traitement par hormones de croissance. Biocorp pourrait rapidement se positionner sur le marché de la sclérose en plaque ou de la polyarthrite rhumatoïde.
2. Les traitements pour les maladies respiratoires administrés au moyen d'un inhalateur comme l'asthme.

4 - Un écosystème de santé connectée

4.2 Le triptyque e-santé développé par Biocorp

4.2.1 Les dispositifs connectés

Biocorp développe une gamme connectée ayant vocation à remplacer (ex DataPen) ou compléter (ex EasyLog, Inspair) des dispositifs existants. Ces dispositifs dédiés facilitent la vie du patient dans la gestion de son traitement.

A ce jour, Biocorp dispose de 3 dispositifs connectés :

1. Le DataPen : stylo injecteur connecté et réutilisable,
2. EasyLog : capteur amovible connecté (add-on) pour stylos injecteurs,
3. Inspair : capteur amovible connecté (add-on) pour inhalateurs.

Biocorp : dispositifs connectés

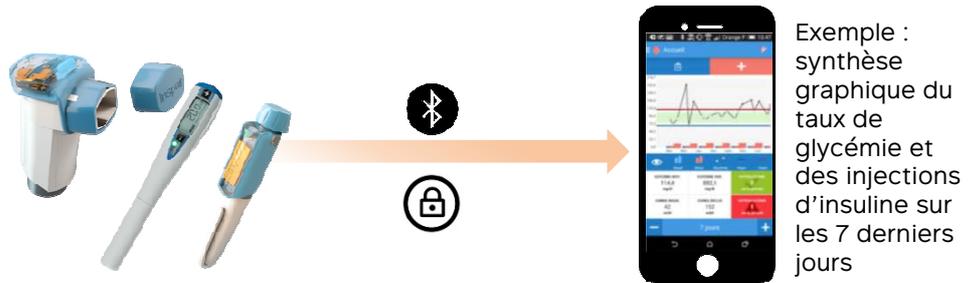
Dispositifs connectés Biocorp			
			
	DataPen	EasyLog	Inspair
Caractéristiques			
Description	Stylo injecteur réutilisable connecté à une application mobile.	Capteur amovible et réutilisable (add-on) qui transforme les stylos injecteurs en dispositif connecté et communicant.	Capteur amovible et réutilisable (add-on) qui transforme les inhalateurs classiques en dispositif connecté et communicant.
Fonctionnement	DataPen et EasyLog aident le patient en automatisant certaines étapes du processus d'injection. Le patient choisi sa dose et appuie sur le bouton principal. Un indicateur sonore et lumineux signale la fin de l'injection.		Inspair enregistre automatiquement les inhalations et vérifie la bonne coordination main-bouche pour une utilisation optimale
Avantages	Lors de chaque injection ou inhalation, le dispositif : <ul style="list-style-type: none"> • Assure une bonne prise du traitement au moyen d'indicateurs sonores et lumineux. • Enregistre automatiquement les données (dose, date et heure) et les transfère à une application mobile. • Permet un accès aux données de traitement fiables avec la possibilité de les partager à un tiers (professionnel de santé, entourage...). 		
Comptabilité	Compatible avec des: <ul style="list-style-type: none"> - cartouches de 3ml, - aiguilles standards (4 à 12mm). 	Compatible avec tous les stylos injecteurs.	Compatible avec tous les inhalateurs.
Marché			
Pathologies	<ul style="list-style-type: none"> • Diabète • Déficit en hormone de croissance • Sclérose en plaque, polyarthrite rhumatoïde... 		<ul style="list-style-type: none"> • Asthme • BPCO
Taux d'observance	Diabète de type 2 : 37%		Asthme : 13%
Marché mondial	<ul style="list-style-type: none"> • 422m de diabétiques dont ≈10% de type 1 et ≈85% de type 2 		<ul style="list-style-type: none"> • Asthme : 235m de personnes concernées • BPCO : 300m de morts/an

Source : Biocorp, Invest Securities

4 - Un écosystème de santé connectée

4.2.2 Les applications

Les dispositifs connectés développés par Biocorp permettent l'automatisation du transfert d'informations vers l'application dédiée accessible au patient sur son smartphone. Cette application rend aisée la visualisation des données.



Exemple :
synthèse
graphique du
taux de
glycémie et
des injections
d'insuline sur
les 7 derniers
jours

Source : Biocorp, Invest Securities

❖ Fonctionnement

Après chaque utilisation, le dispositif transmet automatiquement les données générées (ex : glycémie, quantité de produit injectée, date et heure) à l'application. Si le smartphone du patient n'est pas à proximité, ces données seront directement enregistrées sur le dispositif et le transfert de données s'opérera une fois que le contact aura été rétabli avec le smartphone.

❖ La sécurité au cœur du dispositif

Le transfert automatique des données s'effectue par liaison sécurisée Bluetooth 4.0. De plus, Biocorp a mis au point une identification sécurisée entre le dispositif et le smartphone du patient. C'est le dispositif qui est connecté directement au compte utilisateur du patient et non pas son smartphone. Un code est généré sur le dispositif et l'utilisateur doit insérer ce code sur son application. Le serveur reconnaît alors ce code et la liaison peut être établie entre les deux composants du système.

❖ Un suivi facilité...

L'application Biocorp permet aux patients de s'exonérer de la mise à jour du suivi de leur traitement. Par exemple, les patients diabétiques doivent tenir un carnet d'auto-surveillance glycémique sur lequel est inscrit leur glycémie et la dose d'insuline injectée à chaque injection (3 à 6 tests/injections quotidienne). Dans la pratique, cette tâche fastidieuse n'est pas effectuée et ne permet donc pas aux professionnels de santé de savoir si leurs patients sont observants et le traitement adapté.

Carnet de suivi

		Semaine du au									
		Petit déjeuner		Déjeuner		Diner		Coucher		Nuit	
		avant	insuline	après	avant	insuline	après	avant	insuline	après	insuline
		glycémie	glycémie	glycémie	glycémie	glycémie	glycémie	glycémie	glycémie	glycémie	heure
Lun											
	notes										
Mar											
	notes										

Source : fédération des diabétiques

4 - Un écosystème de santé connectée

Grâce à l'application, le patient bénéficie d'une interface intuitive et simple d'utilisation intégrant des tableaux de bord synthétiques ainsi que des fonctionnalités pour aider les utilisateurs au quotidien. A titre d'exemple, l'utilisateur peut mettre en place des rappels pour la prise de son traitement ou des alertes pour la gestion de son traitement (ex niveau d'insuline restant dans le stylo, gestion des stocks...).

Au-delà des améliorations apportées au quotidien des patients, ces derniers ont la possibilité de partager les informations avec leurs proches pour s'assurer, par exemple, de la bonne prise du traitement pour les enfants ou les personnes âgées.

❖ ...au coeur de la médecine personnalisée

Les patients peuvent également partager des rapports avec leur médecin traitant. Ces éléments procurent aux professionnels de santé les moyens d'évaluer la situation clinique de leurs patients et d'ajuster en conséquence leurs recommandations.

4.2.3 Une plateforme hautement sécurisée

Le développement de produits intégrant la gestion de données de santé nécessite des compétences spécifiques visant notamment à garantir la sécurité et la confidentialité des données des patients.

Cette sécurisation concerne à la fois les patients, en les protégeant contre l'utilisation frauduleuse ou non éthique, et les laboratoires pharmaceutiques, au regard du risque de réputation entaché par une violation éventuelle.

❖ La légitimité de Biocorp

Convaincu de l'apport des technologies de l'information pour le confort des patients et l'observance des traitements médicaux, Biocorp rachète en 2013 une partie des activités d'Almerys. Cette filiale d'Orange Business Services est spécialisée dans la sécurisation de l'identité des utilisateurs, des transactions et des données personnelles. A cette date, une équipe composée d'un directeur de la Recherche et du Développement Logiciel et de 5 développeurs intègre Biocorp.

❖ Une architecture spécifique pour garantir la confidentialité

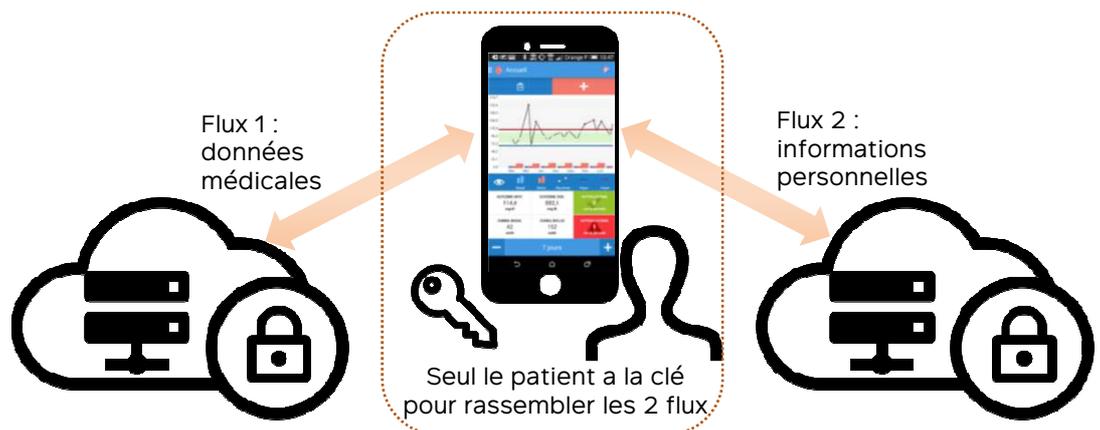
La confidentialité des données est assurée par un cryptage et une architecture qui permet de scinder en deux flux le transfert des données :

- le 1^{er} flux contient l'ensemble des informations relatives au traitement du patient,
- le 2nd flux rassemble les informations personnelles du patient (nom, date de naissance...).

Seul le patient peut décider de rassembler ces deux flux et de partager ses données nominatives.

Les données cryptées sont conservées sur un serveur sécurisé dédié au stockage de données de santé.

Contrairement aux applications de bien-être ou de suivi d'activité, la protection des données est cruciale pour les applications de santé connectée



Source : Biocorp, Invest Securities

4 - Un écosystème de santé connectée

4.3 Diabète : un marché colossal au cœur des enjeux de l'e-santé

4.3.1 Le diabète : faits and figures

Le diabète est une maladie chronique non transmissible évolutive qui se caractérise par des niveaux élevés de glycémie (sucre dans le sang). Elle apparaît lorsque le pancréas ne produit pas suffisamment d'insuline, l'hormone qui régule la concentration de sucre dans le sang, ou lorsque l'organisme n'utilise pas correctement l'insuline qu'il produit. Il existe différentes formes de diabète, dont les plus répandues sont le diabète de type 1 (≈10% des diabétiques) et le diabète de type 2 (≈85% des diabétiques).

❖ Le diabète en chiffres

Dans son rapport de 2016, l'OMS révèle que le nombre de diabétiques a fortement augmenté au cours des 35 dernières années. Le nombre d'adultes souffrant de la maladie chronique est passé de 108 millions en 1980 à 422 millions en 2014, soit 8,5% de la population. Le diabète est étroitement lié au surpoids (plus d'un adulte sur trois) et à l'obésité (plus d'un adulte sur dix).

422m de diabétiques



1 adulte sur 11

46% des adultes diabétiques



ne sont pas diagnostiqués

12% des dépenses mondiales de santé consacrées au diabète (673Md\$)



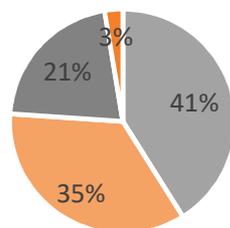
Source : International Diabetes Federation

❖ Les traitements du diabète

Il existe différents traitements pour la prise en charge du diabète, plusieurs types d'insuline et d'antidiabétiques oraux. Les diabétiques de type 1 (≈10% des diabétiques) ont besoin d'injections d'insuline dès l'apparition de la pathologie. Pour les diabétiques de type 2, le diabète étant une maladie évolutive, des injections d'insuline sont nécessaires après avoir augmenté progressivement les doses d'antidiabétiques oraux.

4.3.2 L'insuline : un marché dominé par 3 acteurs

Le marché mondial du diabète, estimé par Market & Research à plus de 42Md\$, comprend les médicaments antidiabétiques, les instruments de mesure de la glycémie et les systèmes d'injection d'insuline. A lui seul, le marché des médicaments est évalué à près de 31Md\$ en 2016.



■ Novo Nordisk ■ Sanofi
■ Eli Lilly ■ Autres

Le marché des médicaments antidiabétiques est dominé par le trio **Novo Nordisk**, **Sanofi** et **Eli Lilly**. Ces laboratoires possèdent plusieurs blockbusters tels que : Lantus (Sanofi), Novo Rapid & Levemir (Novo Nordisk) et Humalog (Eli Lilly).

Le potentiel de croissance attendu sur le marché du diabète (+7,5%/an est. de 2016 à 2020e) attire de nombreux acteurs, rendant ce marché particulièrement compétitif. Pour se différencier, les laboratoires pharmaceutiques développent des innovations dans leurs molécules mais également dans leurs dispositifs pharmaceutiques.

4 - Un écosystème de santé connectée

4.3.3 Etat des lieux des dispositifs d'administration de l'insuline

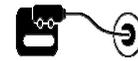
- ❖ Les modes d'administration de l'insuline

Multi-injections



Le patient pratique chaque jour 3 à 4 injections d'insuline. Ces injections s'opèrent soit par seringue, soit par stylo pré-rempli ou par stylo réutilisable.

Pompes à insuline



La pompe à insuline, portée continuellement par le patient, est un appareillage qui diffuse uniquement de l'insuline rapide.

- ❖ Les stylos injecteurs

Apparus en 1985, les stylos injecteurs d'insuline (pré-remplis ou réutilisables) sont le moyen d'administration privilégié par les patients. La part des stylos rechargeables est en moyenne de 29% et de 71% pour les stylos pré-remplis jetables avec malgré tout de fortes disparités selon les zones géographiques. En règle générale, les laboratoires commercialisent leur propre stylo développé en interne ou par des tiers.

Plus de 50m de stylos vendus/an dans le monde, un marché de 10Md\$

	Novo Nordisk	Eli Lilly	Sanofi
Stylos pré-remplis			
	FlexPen	KwikPen	SolosStar
			
Stylos réutilisables			
	NovoPen	HumPen	ClikStar
			

Source : sociétés

Au global, le marché des stylos a été évalué à 10Md\$ en 2014 par le cabinet Renub Research avec plus de 50m d'unités vendues.

- ❖ Les applications pour diabétiques

On recense plus d'une cinquantaine d'applications sur le diabète disponibles sur les 2 principaux stores Apple et Android. Toutes ces applications, éditées par des indépendants ou des groupes pharmaceutiques, ne revendiquent pas pour autant une finalité médicale. Une grande partie de ces applications vise à remplacer les carnets de suivi thérapeutique au format papier. Toutefois, dans la pratique celles-ci sont peu utilisées dans la mesure où elles impliquent la saisie manuelle des données sur le smartphone.

Exemples d'applications pour diabétiques



Source : Sanofi

4 - Un écosystème de santé connectée

Biocorp en avance sur la concurrence dans le domaine des stylos-injecteurs et des add-ons

Probabilité élevée d'un contrat avec un leader de l'insuline pour EasyLog

❖ Les dernières innovations disponibles

Les dernières générations de stylos disposent d'une mémoire intégrée permettant d'afficher la dernière dose injectée et l'heure à laquelle elle a été effectuée. Ces informations permettent aux patients de vérifier s'ils ont bien pratiqué leur injection. Toutefois, cette innovation reste relativement limitée au regard des fonctionnalités offertes par un dispositif comme le DataPen. Selon Biocorp, il n'existe pas à ce jour de stylo-injecteur connecté à une application mobile.

Dans le domaine des capteurs amovibles (add-ons) l'innovation est davantage présente notamment sous l'impulsion de start-up. Certaines technologies disponibles répondent à une partie des besoins des diabétiques mais aucune n'intègre l'ensemble de la chaîne de valeur (dispositifs, applications, plateforme) développée par Biocorp. L'initiative la plus proche est à mettre au crédit de la société suisse Vigilant qui a développé le Bee, un système qui se fixe aux stylos à insuline existants et connecté à une application mobile par Bluetooth. Cette société commercialise ce dispositif au travers d'acteurs de la grande distribution ou de la distribution spécialisée à un prix moyen de 69€ en France.

4.4 Un potentiel de plus de 30m€ de CA à terme dans l'insuline

4.4.1 De fortes perspectives dans le diabète à court terme avec EasyLog

❖ EasyLog : licence exclusive de développement accordée à un leader de l'insuline

Biocorp a accordé à un des trois leader de l'insuline (Novo Nordisk, Sanofi et Eli Lilly) une licence exclusive de développement pour son capteur EasyLog. Cet accord, signé en octobre dernier pour une durée de 9 mois (renouvelable 9 mois) comprend l'adaptation et l'évaluation du capteur EasyLog pour un type de stylo injecteur jetable. A ce jour, les termes financiers de cet accord n'ont pas été divulgués par la société.

Cette étape ouvre la voie à un contrat d'industrialisation pour EasyLog sur le diabète qui pourrait, selon nous, se matérialiser d'ici la fin de l'année.

❖ Des revenus envisageables à très court terme et conséquents à moyen terme

L'exclusivité attaché à la mise en œuvre d'un accord de licence se ferait en contrepartie du versement d'une soulte que l'on estime à environ 2m€ versée pour moitié en 2018 et pour l'autre moitié en 2019. La période précédant la mise en œuvre de la production impliquerait également des développements et des adaptations spécifiques répondant au cahier des charges du client et financés par lui. Nous anticipons des revenus de l'ordre de 4m€ pour assurer ces développements étalés sur la période 2017 à 2019.

EasyLog : prévisions de CA et Marge Brute

EasyLog (en m€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Prod. EasyLog (en K d'unités)	0	0	100	300	600	1 000	1 500	1 500
Prix de vente	0€	0€	27€	25€	23€	20€	20€	20€
CA	1,0	2,5	5,2	7,5	13,8	20,0	30,0	30,0
dont CA exclusivité EasyLog		1,0	1,0					
dont CA R&D EasyLog	1,0	1,5	1,5					
dont CA prod. EasyLog	0,0	0,0	2,7	7,5	13,8	20,0	30,0	30,0
var.	ns	+150%	+108%	+44%	+84%	+45%	+50%	+0%
Marge brute	0,8	2,1	4,2	5,6	10,4	15,0	22,5	22,5
var.	nd	nd	+95%	+36%	+84%	+45%	+50%	+0%
marge brute en %	75%	85%	80%	75%	75%	75%	75%	75%

Source : Invest Securities

4 - Un écosystème de santé connectée

La production d'environ 100k dispositifs nous semble envisageable à horizon 2019. Une montée en charge de la production est anticipée sur les 4 années suivantes pour atteindre un volume de 1,5m d'EasyLog à horizon 2023. En intégrant un tassement du prix de vente (27€ en 2019e et 20€ en 2022e) de l'EasyLog concomitant à la hausse des volumes, le CA passerait de 5,2m€ en 2019e à 30m€ en rythme de croisière à partir de 2023e.

La Marge Brute dégagée par cette activité est estimée à environ 75%.

4.4.2 Quel potentiel pour les autres dispositifs et/ou autres aires thérapeutiques ?

Le portefeuille de Biocorp dans le domaine de l'e-santé recèle de nombreuses opportunités mais qui sont à l'heure actuelle difficiles à appréhender. Pour cette raison et en l'absence de contrats signés nous n'intégrons pas ces perspectives dans nos estimations. Toutefois, nous dressons ci-dessous une évaluation du potentiel des différents dispositifs pour des aires thérapeutiques données.

- ❖ EasyLog : des perspectives dans le domaine de la maladie de Parkinson

Biocorp et le laboratoire Aguetant ont signé en septembre 2016 un partenariat visant à améliorer la prise en charge des patients atteints de la maladie de Parkinson. Cette étude, d'une durée de 19 mois, vise principalement la gestion du traitement par apomorphine en ambulatoire, en connectant le patient aux professionnels de santé impliqués dans sa prise en charge. Ce projet s'appuiera sur le stylo auto-injecteur d'apomorphine Apokinon développé par Aguetant et l'écosystème e-santé de Biocorp avec son dispositif EasyLog. Le financement, dont le montant n'a pas été divulgué, est assuré par des fonds de la régions Auvergne-Rhône-Alpes et BPI France.

EasyLog (hors insuline) : potentiel estimé

Aire thérapeutique	maladie de Parkinson	
	R&D	Ventes normatives annuelles
Revenus est.	<0,5m€	0,1m€
Quantités est.		2 à 3 000 unités

Source : Invest Securities

- ❖ DataPen : un futur davantage orienté sur la traitement hormonale plutôt que l'insuline

A ce jour et contrairement à l'EasyLog, aucun accord n'a été conclu avec un laboratoire pharmaceutique pour DataPen dans le domaine du diabète. Il nous apparaît peu probable que Biocorp équipe un des trois leader du secteur avec ce dispositif. En revanche, des débouchés dans le domaine hormonale (croissance, thyroïde...) semblent plus vraisemblables compte tenu d'un secteur plus large et atomisé même si les volumes seront dans ce cas plus réduits par rapport au marché du diabète.

DataPen : potentiel estimé

Aire thérapeutique	hormones	
	R&D	Ventes normatives annuelles
Revenus est.	5m€	10m€
Quantités est.		50 000 unités

Source : Invest Securities

De solides perspectives mais insuffisamment avancées pour être intégrées dans nos estimations

4 - Un écosystème de santé connectée

❖ Inspair : un marché considérable

Le marché adressé par Inspair est particulièrement important notamment dans le domaine de l'asthme (235m d'asthmatiques). De plus, ce dispositif répond à un besoin criant dans la mesure où seulement 13% des asthmatiques sont observants. Ce dispositif nouveau sur lequel Biocorp communique depuis seulement octobre 2016 n'a pas encore fait l'objet de contrat.

Inspair : potentiel estimé

Aire thérapeutique	asthme	
	R&D	Ventes normatives annuelles
Revenus est.	3m€	>1,5m€
Quantités est.		>100 000 unités

Source : Invest Securities

5 – FORTE CROISSANCE ET PROFITABILITÉ EN LIGNE DE MIRE

5.1 – Forte croissance du CA attendue à partir de 2018	p.32
5.1.1 TMVA du CA 2016-20e de +80%	p.32
5.1.2 D'autres sources de croissance en portefeuille non encore intégrées	p.33
5.2 – Profitabilité visée en 2019	p.33
5.2.1 Encore 2 exercices (2017-2018) de pertes	p.33
5.2.2 Un business très profitable à moyen terme	p.34
5.2.3 Pas d'IS avant 2021e	p.34
5.3 – Un besoin de 13m€ avant de viser une génération de cash positive en 2020e	p.34
5.3.1 Une génération de FCF positive attendue pour 2020e	p.34
5.3.2 Un besoin maximum de 13m€ pour financer la période 2017/19e	p.35
5.3.3 Etat des lieux des dispositifs d'administration de l'insuline	p.35
5.4 – Financements 2017/19e : trésorerie dispo + 5m€ de dette + 7m€ de cash	p.35
5.4.1 Historique du financement de Biocorp	p.35
5.4.2 Situation financière à fin 2016 : trésorerie de 4,7m€ et endettement net de +1,8m€	p.36
5.4.3 Financement 2017/19e : un minimum de 5m€ de dette pour une partie des Capex	p.36
5.4.4 Financement 2017/19e : un besoin maximum de 7m€ de cash	p.36

5 - Forte croissance et profitabilité en ligne de mire

A partir de 2018, Biocorp commencera à tirer les dividendes de ses investissements R&D

Un CA de plus de 60m€ visé à partir de 2023e

A partir de 2018, les investissements consentis alimenteront une forte croissance de l'activité permettant de viser un CA de plus de 30m€ en 2020e et plus de 60m€ à horizon 2023e. Biocorp devrait dégager un EBITDA positif de 4,3m€ à partir de 2019e (marge de 23%) et un FCF positif dès 2020e. La profitabilité de Biocorp devrait progresser pendant la phase de ramp-up des nouveaux produits pour atteindre plus de 40% à partir de 2021e.

Pour assurer son développement (perte d'exploitation, Capex, BFR...), nous estimons le besoin de financement à environ 13m€ pour couvrir la période 2017/19e. En complément de la trésorerie nette positive de 1,8m€ (trésorerie de 4,7m€) à fin 2016, Biocorp pourrait s'endetter à hauteur de 5m€ pour financer une partie des Capex et recourir à une augmentation de capital d'un montant maximum de 7m€.

5.1 Forte croissance du CA attendue à partir de 2018

5.1.1 TMVA du CA 2016-20e de +80%

Biocorp devrait multiplier par 10 son CA sur les 4 prochaines années (TMVA 2016-20e de +80%) et viser 31,6m€ en 2020e (vs 3,0m€ en 2016). Au-delà, la montée en puissance des contrats des produits innovants permettra d'atteindre un niveau de CA normatif de plus de 60m€ à horizon 2023e.

- ❖ Activités historiques : CA de 3,6m€ en 2020e (vs 1,9m€ en 2016) et plus de 4m€ à terme

Cette activité, qui procure une bonne visibilité avec des contrats de long terme, devrait croître de +17%/an en moyenne sur la période 2016-20e pour s'établir à 3,6m€. Cette croissance sera notamment alimentée par la mise en œuvre du contrat Virbac.

- ❖ Activités traditionnelles innovantes : le « blockbuster » Newguard au potentiel de 30m€ de CA par an

Les contrats Newguard et Capseal&Newseal devraient démarrer en 2018 et permettre d'extérioriser 1,1m€ sur l'exercice. La montée en puissance de ces contrats devrait se dérouler sur les 4/5 années suivantes et permettre d'extérioriser plus de 30m€ de CA à partir de 2022e.

Avec un potentiel de 30m€ de CA en 2022e, ces prévisions valorisent pleinement le potentiel de Newguard sur la base du contrat Nipro et de l'intérêt de laboratoires pharmaceutiques. Notre approche est plus conservatrice sur Carpséal&Newseal avec un CA de 1,0m€ en 2024e. Ces produits offrent un potentiel de revalorisation si Carpséal&Newseal arrivent à s'imposer comme un standard en remplacement du sertissage aluminium.

- ❖ Activités connectées : Easylog le 2^{ème} « blockbuster » au potentiel de 30m€ de CA par an

Nos estimations intègrent exclusivement nos attentes sur EasyLog, programme qui fait l'objet d'un accord exclusif de développement avec un des 3 leader de l'insuline, dernière étape avec la mise en œuvre d'une licence exclusive. Ce programme pourrait générer un CA dès cette année (CA 2017e de 1,0m€) et jusqu'en 2019e sous la forme de financement de la R&D et de l'exclusivité. La mise en production interviendrait en 2019 permettant de viser un CA total de 5,2m€ avec un potentiel de 30m€ à partir de 2023e.

5 - Forte croissance et profitabilité en ligne de mire

Biocorp : prévisions de CA

(en m€)	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
CA Biocorp	3,4	6,3	19,6	31,6	46,2	54,7	65,0	65,3
var.	+17%	+83%	+211%	+61%	+46%	+18%	+19%	+0,5%
CA Activités historiques	2,2	2,7	3,1	3,6	3,7	3,9	4,1	4,3
var.	+22%	+22%	+17%	+15%	+5%	+5%	+5%	+5%
CA Activités trad. innovantes	0,2	1,1	11,3	20,6	28,7	30,8	30,9	31,0
var.	ns	+460%	+912%	+82%	+40%	+7%	+0%	+0%
CA Newguard	0,0	0,9	11,0	20,0	28,0	30,0	30,0	30,0
CA Carpséal	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6
CA Newseal	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
CA Santé connectée	1,0	2,5	5,2	7,5	13,8	20,0	30,0	30,0
var.	ns	+150%	+108%	+44%	+84%	+45%	+50%	+0%
CA EasyLog	1,0	2,5	5,2	7,5	13,8	20,0	30,0	30,0
CA DataPen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CA Inspair	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CA divers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
var.	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%
Capex new Biz	0,0	2,1	3,4	3,5	2,3	0,3	0,1	0,0

Source : société, Invest Securities

5.1.2 D'autres sources de croissance en portefeuille non encore intégrées

Nos estimations précédentes se fondent sur la base d'avancées commerciales importantes laissant augurer d'une forte probabilité de réalisation à court terme. Il n'en demeure pas moins que Biocorp discute avec des prospects sur ces autres produits comme Easyoff ou Biopass pour la partie activités traditionnelles innovantes ou Datapen et Inspair pour la partie connectée. De plus, un dispositif comme EasyLog peut avoir des débouchés sur d'autres aires thérapeutiques.

❖ Inspair un potentiel Blockbuster

Parmi les produits en portefeuille, nous estimons qu'Inspair, qui s'adresse au vaste marché des maladies respiratoires avec son capteur connecté offre un très fort potentiel. A l'instar de Newguard ou d'EasyLog, Inspair dispose d'un potentiel de CA de plusieurs dizaines de millions d'euros.

❖ A court terme des revenus de R&D envisageables

Au niveau commercial, nos attentes concernent principalement la concrétisation des avancées sur les contrats Newguard et EasyLog. Toutefois, il est envisageable que Biocorp communique dans les prochains 24 mois sur de nouveaux contrats notamment sur Datapen ou Inspair. Il est donc vraisemblable que Biocorp puisse enregistrer un volume d'activité dans le cadre d'activités R&D dont le montant pourrait être compris entre 5m€ et 10m€ sur les 3 prochaines années.

5.2 Profitabilité visée en 2019

5.2.1 Encore 2 exercices (2017-2018) de pertes

Actuellement, les activités traditionnelles ne génèrent pas suffisamment de CA pour couvrir les charges, tant est si bien que Biocorp a enregistré en 2016 une perte d'EBITDA de -3,5m€ et une perte d'exploitation de -4,6m€. Cette situation devrait perdurer sur les exercices 2017 et 2018 avec un EBITDA en perte de respectivement de -4,3m€ et -3,3m€. Biocorp devrait être profitable à partir de 2019 concomitamment à la montée en puissance des produits innovants (Newguard et EasyLog) permettant de viser un EBITDA de 4,3m€ pour un CA de 19,6m€.

5 à 10m€ de revenus R&D envisageables au cours des 3 prochaines années

La montée en puissance des produits innovants permettra à Biocorp d'être profitable en 2019e

5 - Forte croissance et profitabilité en ligne de mire

5.2.2 Un business très profitable à moyen terme

La profitabilité de Biocorp devrait progresser pendant la phase de ramp-up des nouveaux produits. La marge d'EBITDA devrait passer de 22% en 2019e et être supérieure à 40% à partir de 2021e.

Sur la base des contrats intégrés dans nos estimations, Biocorp devrait atteindre son niveau normatif d'activité en 2023. A cette échéance, Biocorp extérioriserait un EBITDA de 28,5m€ pour un CA de 65m€. Le RN 2023e s'établirait à 17,6m€, soit une marge nette supérieure à 25%.

Biocorp : compte de résultat simplifié

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
CA	2,0	1,7	2,5	3,0	3,4	6,3	19,6	31,6	46,2	54,7
var.	nd	-19%	+49%	+20%	+17%	+83%	+211%	+61%	+46%	+18%
EBITDA	-1,4	-2,1	-2,7	-3,5	-4,3	-3,3	4,3	10,5	19,0	22,5
EBITA	-1,6	-2,6	-3,0	-3,9	-4,9	-4,2	2,9	8,5	16,7	20,2
var.	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+189%	+97%	+21%
EBIT	-0,6	-0,3	-1,0	-4,6	-5,3	-4,6	2,6	8,1	16,3	19,8
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
IS	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,3	-6,6
SME+Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-0,5	0,0	-0,8	-4,6	-5,3	-4,8	2,3	7,9	12,9	13,2
RN pdg corrigé	-1,5	-2,3	-2,8	-3,9	-4,9	-4,4	1,8	5,5	11,1	13,6
var.	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+210%	+100%	+22%

Source : société, Invest Securities

5.2.3 Pas d'IS avant 2021e

A fin 2016, Biocorp dispose d'un déficit reportable de 6,3m€, amené à croître eu égard aux pertes attendues en 2017 et 2018. Biocorp pourra consommer ces déficits dès 2019 et les 2 exercices suivants.

5.3 Un besoin de 13m€ avant une génération de cash positive en 2020e

5.3.1 Une génération de FCF positive attendue pour 2020e

Le temps de la mise en œuvre des contrats concernant les activités innovantes, Biocorp sera en situation de « cash burn » jusqu'en 2019/20e. C'est à partir de 2020e que l'entreprise devrait être en mesure de dégager un FCF positif (4,4m€), génération de FCF qui devrait s'accélérer avec la montée en charge des productions.

Biocorp : tableau de flux

Tableau de flux (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA	-1,4	-2,1	-2,7	-3,5	-4,3	-3,3	4,3	10,5	19,0	22,5
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,5	-6,7
Total capex	0,0	-0,6	-0,7	-1,3	-0,7	-2,7	-3,9	-3,9	-2,7	-0,7
FCF op. net IS avt BFR	-1,4	-2,7	-3,4	-4,8	-5,0	-6,0	0,4	6,6	10,8	15,2
Variation BFR	0,0	0,4	-0,3	0,0	-0,4	-0,5	-2,4	-2,0	-2,4	-0,8
FCF op.net IS après BF	-1,4	-2,3	-3,7	-4,8	-5,5	-6,5	-2,0	4,6	8,4	14,3
Acquisitions/cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	0,0	0,0	7,5	3,6	2,0	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction I	-2,4	2,8	2,3	0,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	2,1	0,1
Free cash-flow publié	-3,9	0,4	6,2	-0,9	-3,5	-1,7	-2,3	4,4	10,5	14,4

Source : société, Invest Securities

5 - Forte croissance et profitabilité en ligne de mire

Un besoin de 13m€ avant que Biocorp puisse autofinancer sa croissance à partir de 2020e

5.3.2 Un besoin maximum de 13m€ pour financer la période 2017/19e

De 2017-19e Biocorp va devoir trouver des financements pour faire face à différents besoins estimés à 13m€ avant que son exploitation autofinance l'activité à partir de 2020e. Sur la période, l'entreprise devra financer :

- 3m€ de pertes d'EBITDA,
- 7m€ de Capex ayant en grande partie vocation à financer l'outil de production des nouveaux produits,
- 3m€ de variation de BFR engendré par la croissance de l'activité.

5.4 Financements 2017/19e : trésorerie dispo + 5m€ de dette + 7m€ de cash

5.4.1 Historique du financement de Biocorp

Avant son introduction en Bourse, le financement du développement de Biocorp s'est principalement (capitaux propres de 0,4m€) opéré sous la forme d'avances en comptes courants de la part des actionnaires historiques.

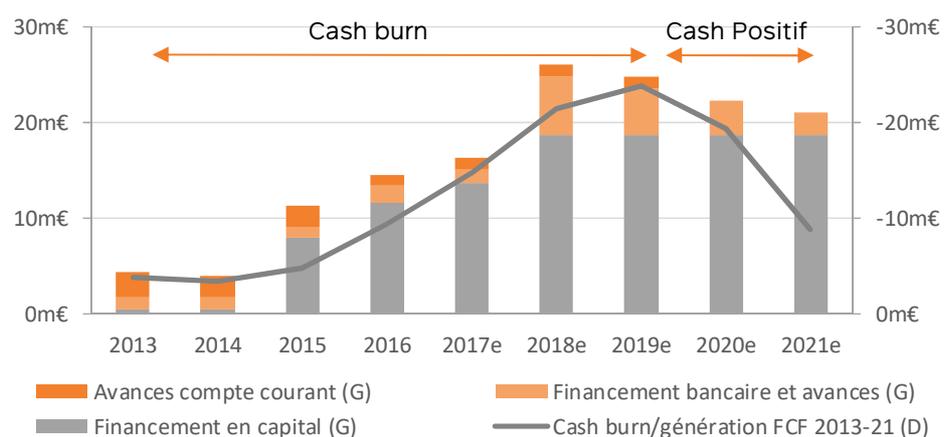
- ❖ IPO juillet 2015 : 8,8m€

Biocorp s'est introduit en bourse sur le marché Alternext à Paris le 10 juillet 2015 afin de financer son développement. L'entreprise a levé un montant brut de 8,86m€ (7,5m€ en net) ayant donné lieu à la création de 0,9m d'actions au prix unitaire de 9.25€ (0,05€ de nominal et 9,20€ de prime d'émission).

- ❖ Placement privé décembre 2016 : 3,8m€

En décembre 2016, Biocorp a levé un montant brut de 3,8m€ (3,6m€ en net) par le biais d'un placement privé. L'entreprise a placé 0,42m d'actions au prix unitaire de 9,00€.

Biocorp : financement et analyse de la consommation/génération de cash de 2013/21e



5 - Forte croissance et profitabilité en ligne de mire

Trésorerie nette positive de 1,8m€ à fin 2016

Un besoin de financement externe couvert par de la dette (40%) et une levée de fonds (60%)

5.4.2 Situation financière à fin 2016 : trésorerie de 4,7m€ et endettement net de +1,8m€

Avec 4,7m€ de cash à fin 2016, la trésorerie ne présente pas d'inquiétude à court terme même si Biocorp devra procéder à de nouvelles levées de fonds pour financer son développement. A cette date, les comptes de Biocorp font ressortir un endettement net positif de 1,8m€.

5.4.3 Financement 2017/19e : un minimum de 5m€ de dette pour une partie des Capex

Au cours des prochains exercices, Biocorp va devoir investir pour développer son outil de production et répondre à la demande émanant de ses produits innovants. Les principaux investissements concernent Newguard pour un montant estimé à 10m€, intégrant l'extension de l'usine et son équipement. La production de Newseal/Carpseal s'effectuera dans l'usine actuelle et les investissements devraient se limiter à 1m€. L'investissement pour la production d'EasyLog devrait être inférieur à 1m€ dans la mesure où il s'agit principalement d'assemblage.

Nous estimons que Biocorp devrait être en mesure de financer par dette une partie des immobilisations nécessaires pour la mise en œuvre du contrat Newguard. Nous intégrons dans nos estimations un financement bancaire de 5m€ en 2018e correspondant à 50% de l'investissement Newguard.

5.4.4 Financement 2017/19e : un besoin maximum de 7m€ de cash

Nous estimons à 7m€ le besoin de fonds propres maximum nécessaire à Biocorp pour faire face à ses engagements sur 2017/19e. Sur la période, si l'entreprise venait à signer un nouveau contrat débouchant sur des revenus R&D, ce besoin pourrait alors être revu significativement en baisse.

Nous intégrons dans nos hypothèses une levée de fonds de 7m€ sur la période 2017/18e. En retenant une augmentation de capital sur la base d'un cours de 9,54€, cette opération entraînerait la création de 0,73m d'actions, soit une dilution de l'ordre de 18%.

6 – UN 1^{ER} OBJECTIF DE COURS FIXÉ À 14,4€ (+51%)

6.1 – Retraitement de la VE et calcul du nombre d’actions	p.38
6.1.1 Prise en compte du besoin de financement 2017-19e dans notre évaluation	p.38
6.1.2 Impact sur la VE et dilution estimée	p.38
6.2 – DCF : une valorisation de 14,4€	p.38
6.2.1 Hypothèses retenues pour notre valorisation par DCF	p.38
6.2.2 Un objectif de 14,4€ obtenu par DCF	p.39
6.3 – Eléments susceptibles d’impacter notre valorisation	p.40
6.3.1 Impact baissier lié à la remise en cause des attentes sur Newguard et EasyLog	p.40
6.3.2 Plusieurs éléments susceptibles d’impacter à la hausse notre valorisation	p.40
6.3.3 Un intérêt spéculatif à moyen terme ?	p.40

6 – Un 1^{er} objectif de cours fixé à 14,4€ +51%

Notre valorisation de Biocorp est approchée via un DCF, seule méthode susceptible d'apprécier le potentiel des nouveaux dispositifs (Newguard et EasyLog en particulier). Sur cette base, notre objectif de cours ressort à 14,4€, offrant un potentiel de revalorisation de +51%. Soulignons que cet objectif de cours intègre l'ensemble des besoins de financement de la société avant que celle-ci soit en mesure d'autofinancer son développement.

De plus, notre objectif de cours recèle un potentiel de revalorisation fondé sur : 1) une diminution de notre WACC (15,5%), concomitant à la concrétisation de contrats d'industrialisation pour Newguard et EasyLog, 2) Un relèvement de nos attentes sur le contrat Carpséal et Newseal si ceux-ci s'imposent comme standard, 3) la concrétisation de nouveaux contrats sur le pipeline de produits innovants. Enfin, un intérêt spéculatif pourrait naître à moyen terme fondé sur une possible sortie du capital du Président fondateur et principal actionnaire Jacques Gardette.

6.1 Retraitement de la VE et calcul du nombre d'actions

6.1.1 Prise en compte du besoin de financement 2017-19e dans notre évaluation

Comme évoqué précédemment, le besoin de financement externe (en plus de la trésorerie nette de +1,9m€ à fin 2016) de Biocorp pour couvrir la période 2017-19e de cash burn est estimé à environ 12m€. Nos hypothèses se fondent sur un financement à hauteur de 40% par dette (5m€) et 60% par augmentation de capital (7m€).

6.1.2 Impact sur la VE et dilution estimée

Sur la base de nos hypothèses de financement, la VE de Biocorp est impacté par -5m€ de dette et 7m€ de fonds propres. En contrepartie de la levée de fonds, le nombre d'actions créé, sur la base du dernier cours, est estimé à 733 753 actions, soit une dilution post opération de 18%.

Impact du financement 2017/19e

	Montant m€	Prix est.	nbre d'actions	% post op.
Dette	5,0			
Levée de fonds 2017-19e	7,0	9,54 €	733 753	18%

Source : Invest Securities

6.2 DCF : une valorisation de 14,4€

6.2.1 Hypothèses retenues pour notre valorisation par DCF

Pour notre valorisation par DCF, nous intégrons les hypothèses suivantes :

- ❖ Une croissance continue du CA sur la période 2017/23e, permettant de viser un CA normatif de 65m€ à cet horizon. Ce niveau intègre une contribution de l'ordre de 30m€ chacun pour les dispositifs Newguard et EasyLog, environ 4m€ de CA pour les activités historiques et 1m€ pour les dispositifs Newseal et Carpséal. Au-delà de 2023 et en l'absence de nouveaux contrats, nous anticipons une stabilité du CA.
- ❖ L'EBITDA devrait être en perte jusqu'en 2018 avant d'être positif à partir de 2019e. A cette échéance, le niveau de marge d'EBITDA devrait atteindre 22% et progresser jusqu'en 2021e pour atteindre son niveau normatif voisin de 40%.
- ❖ La période 2018/21e intègre les investissements (et les amortissements correspondants) requis pour développer la production des nouveaux produits. Sur cette période, le groupe devrait également faire face à un besoin accru de BFR découlant de la forte progression de l'activité.
- ❖ Un taux d'IS nul sur la période 2017/20e eu égard au montant des reports déficitaires et un taux normatif de 33% au-delà.

6 – Un 1^{er} objectif de cours fixé à 14,4€ (+51%)

	Valorisation par DCF										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CA	3,0	3,4	6,3	19,6	31,6	46,2	54,7	65,0	65,3	65,5	65,6
var.	ns	+17%	+83%	+211%	+61%	+46%	+18%	+19%	+1%	+0%	+0%
EBITDA	-3,5	-4,3	-3,3	4,3	10,5	19,0	22,5	28,5	27,8	27,0	26,1
marge EBITDA	-117%	-126%	-53%	22%	33%	41%	41%	44%	43%	41%	40%
Capex	-1,3	-0,7	-2,7	-3,9	-3,9	-2,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
en % du CA	-46%	-20%	-43%	-20%	-12%	-5,8%	-1,3%	-0,8%	-0,6%	-0,6%	-0,8%
Amortissements	-0,4	-0,6	-0,9	-1,4	-2,0	-2,3	-2,3	-2,2	-2,2	-1,8	-0,5
en % du CA	-15%	-17%	-14%	-7,1%	-6,3%	-5,0%	-4,2%	-3,4%	-3,4%	-2,7%	-0,8%
BFR	-0,1	0,3	0,8	3,2	5,2	7,6	8,4	9,4	9,4	9,4	8,8
BFR / CA (%)	-4,6%	8,4%	12,4%	16,4%	16,4%	16,4%	15,4%	14,4%	14,4%	14,4%	13,4%
Taux IS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%	-33%
Synthèse											
EBITDA	-3,5	-4,3	-3,3	4,3	10,5	19,0	22,5	28,5	27,8	27,0	26,1
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,6	-6,7	-8,8	-8,5	-8,4	-8,5
Capex	-1,3	-0,7	-2,7	-3,9	-3,9	-2,7	-0,7	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
Variation BFR	0,0	-0,4	-0,5	-2,4	-2,0	-2,4	-0,8	-0,9	0,0	0,0	0,6
FCF op. après BFR	-4,8	-5,5	-6,5	-2,0	4,6	8,3	14,2	18,3	18,9	18,2	17,7
FCF op. actualisé		-5,1	-5,3	-1,4	2,8	4,3	6,4	7,2	6,4	5,3	4,5

Source : Invest Securities

Un WACC élevé ayant vocation à diminuer une fois les contrats d'industrialisation conclus sur Newguard et Easylog

Coût moyen pondéré du capital

OAT 10 ans	0,76%
Prime de risque	5,91%
Beta	2,50
Coût du capital	15,5%
Coût de la dette	8,5%
Levier financier	0%
Taux d'imposition	33,3%
WACC	15,5%

Source : Invest Securities

Afin d'actualiser nos FCF, nous retenons un WACC de 15,5% basé sur :

- Un taux de l'OAT 10 ans français de 0,76%
- Une prime de risque des marchés actions de 5,91%
- Un bêta de 2,5x
- Un levier financier nul

Ce niveau de WACC, relativement élevé, permet d'intégrer les incertitudes concernant le développement des dispositifs Newguard et Easylog dont la probabilité de réalisation est élevée mais non encore certaine tant que les contrats d'industrialisation ne sont pas signés.

6.2.2 Un objectif de 14,4€ obtenu par DCF

Synthèse de notre valorisation par DCF

Valorisation	dilué	
	en m€	€/titre*
Flux 2017-26e	25,2	6,1
Valeur terminale	30,0	7,3
Valeur entreprise Totale	55,2	13,4
Trésorerie nette 2016	1,8	0,4
Financement bancaire 2017-18e	-5,0	-1,2
Financement 2017-18e via AK	7,0	1,7
Provisions, immo fi, autres	0,3	0,1
Valeur Capitaux propres	59,3	14,4

3,38m d'actions à fin 2016

Source : Invest Securities

*4,2m d'actions après dilution liée à l'augmentation de capital 2017-18e

6 – Un 1^{er} objectif de cours fixé à 14,4€ (+51%)

Sur la base de notre approche par DCF, nous estimons la valeur des capitaux propres de Biocorp à 59,3m€, soit 14,4€ par titre.

Tableau de sensibilité

		WACC						
		14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%	17,0%
croissance à l'infini	-0,5%	16,3	15,5	14,6	13,9	13,2	12,5	11,9
	+0,0%	16,7	15,8	14,9	14,1	13,4	12,7	12,1
	+0,5%	17,1	16,1	15,2	14,4	13,6	12,9	12,3
	+1,0%	17,5	16,5	15,5	14,7	13,9	13,2	12,5
	+1,5%	17,9	16,8	15,9	15,0	14,2	13,4	12,7

Source : Invest Securities

6.3 Eléments susceptibles d'impacter notre valorisation

6.3.1 Impact baissier lié à la remise en cause des attentes sur Newguard et EasyLog

Nos prévisions intègrent pleinement le potentiel des 2 dispositifs innovants Newguard et EasyLog, fondé sur la base d'avancées commerciales importantes laissant augurer d'une forte probabilité de réalisation à court terme. Il n'en demeure pas moins que si le succès attendu n'est pas au rendez-vous ou si celui-ci est décalé dans le temps, nous serions amenés à réviser en baisse nos attentes et donc notre valorisation.

6.3.2 Plusieurs éléments susceptibles d'impacter à la hausse notre valorisation

- ❖ Signature de contrats d'industrialisation pour Newguard et EasyLog

Comme évoqué précédemment, l'incertitude entourant les contrats Newguard et EasyLog est pris en compte dans notre valorisation au niveau du WACC (15,5%). La signature de contrats d'industrialisation nous conduirait à baisser significativement notre WACC avec pour conséquence une révision en hausse de notre objectif de cours. Comme illustré dans notre tableau de sensibilité, un WACC abaissé à 14% permettrait de viser 17,1€.

- ❖ Un potentiel de revalorisation sur les contrats Newseal et Carpséal

Nos attentes sur le contrat avec Nuova Ompi pour Newseal et Carpséal sont relativement conservatrices. Il existe donc un potentiel de revalorisation de ce contrat si ces 2 dispositifs s'imposent comme standard en remplacement du sertissage aluminium.

- ❖ De nouveaux contrats sur le pipeline de produits de la société

En l'absence de contrats, plusieurs dispositifs, aussi bien traditionnels (Easy-Off, Biopass) que connectés (Datapen, Inspair), ne sont pas intégrés dans nos prévisions. La concrétisation d'accords sur l'un de ces contrats nous conduirait à réviser en hausse nos attentes. De plus, si ces contrats débouchaient sur des revenus de R&D sur la période 2017/19e, nous serions amenés à réviser en baisse le besoin de financement de la société ayant pour conséquence de minorer la levée de fonds et donc la dilution inhérente à ce type d'opération.

6.3.3 Un intérêt spéculatif à moyen terme ?

Jacques Gardette (69 ans), Président fondateur de la société et principal actionnaire (59,1% du capital), a démontré sa faculté à développer des entreprises et à les revendre une fois la création de valeur établie. Son track record en la matière conjugué à l'absence de repreneurs dans son entourage laissent suggérer une sortie à moyen terme. Selon nous, un intérêt spéculatif pourrait naître dès que des contrats d'industrialisation seront signés sur les produits phares Newguard et EasyLog.

Un potentiel de revalorisation significatif à moyen terme

Notes

Notes

ANALYSE SWOT

FORCES

- Un fondateur/dirigeant rompu au développement de sociétés innovantes.
- Production attendue de 2 blockbusters (Newguard & EasyLog) au potentiel de CA annuel supérieur à 30m€ chacun.

FAIBLESSES

- Biocorp évolue dans un environnement hautement compétitif où les donneurs d'ordres sont de grands groupes.

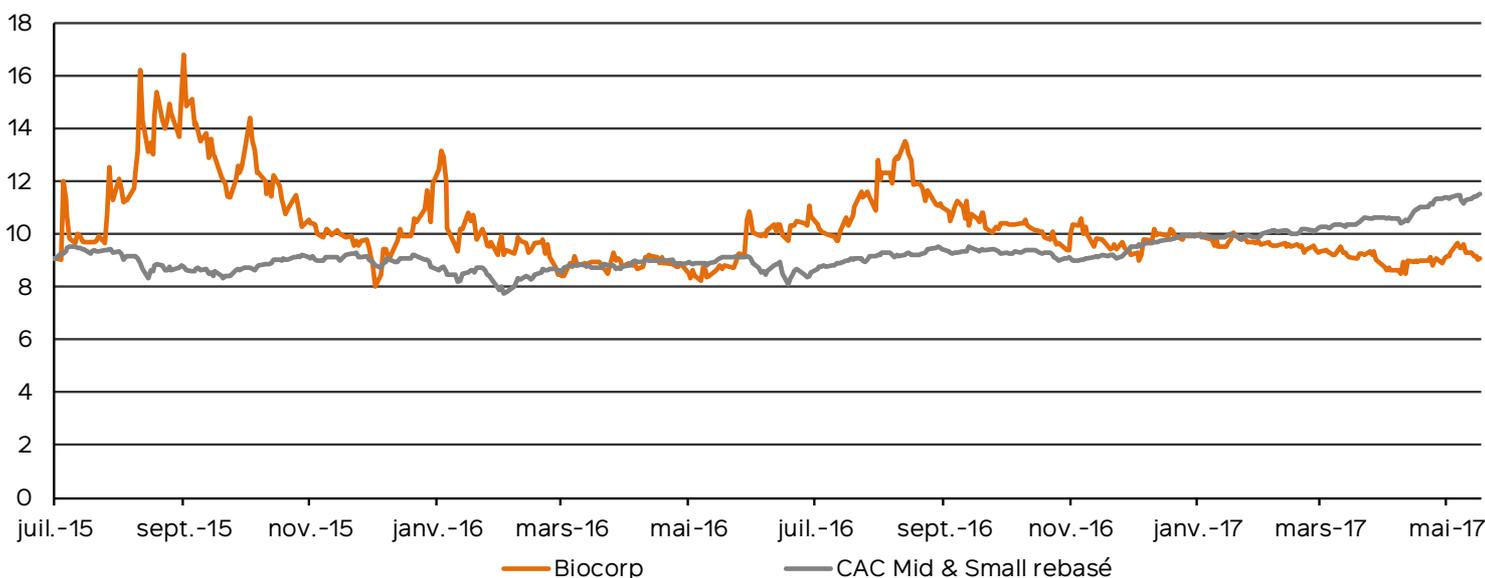
OPPORTUNITES

- Un portefeuille R&D riche d'une quinzaine de familles de brevets, ouvrant la voie à une revalorisation en cas de nouveaux contrats.
- Un intérêt spéculatif avec la sortie probable à moyen terme du dirigeant-fondateur âgé de 69 ans (59,1% du capital).

MENACES

- La non réalisation de contrats sur Newguard et EasyLog nous conduirait à réviser significativement en baisse nos estimations.
- Pour couvrir le besoin de financement 2017/19e nos estimations intègrent une augmentation de capital de 7m€.

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
Biocorp	Non	Non	Oui	Non	Non	Non	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions et/ou obligations émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement (UE) n°596/2014 du Parlement Européen sur les abus de marché. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens des articles L.411-2, D.411-1 et D.411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Adjoint

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Technologie

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Laurent Wilk
Cleantech

+33 1 44 88 77 97
lwilk@invest-securities.com

Claire Barbaret
Média / Stock-Picking

+33 1 44 88 77 93
cbarbaret@invest-securities.com

Johann Carrier
Stock-Picking

+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Martial Descoutures
Pharma/ Biotechs

+33 1 44 88 88 09
mdescoutures@invest-securities.com

Bruno Duclos
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Peter Farren
Biens de Consommation

+33 1 73 73 90 36
pfarren@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosion
Immobilier

+33 1 44 88 77 88
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière
Technologie

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Vladimir Minot
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
vminot@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsampe@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotechs

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

Sylvain Navarro
Responsable Vente Secondaire

+33 1 55 35 55 69
snavarro@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

François Habrias
Responsable Vente Internationale

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@invest-securities.com

Eric d'Aillières
Senior Advisor

+33 1 55 35 55 62
edaillieres@invest-securities.com

Claude Bouyer
Vente Institutionnelle

+33 1 44 88 88 02
cbouyer@invest-securities.com

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

+33 1 55 35 55 64
dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
blmm@invest-securities.com

Nicolas Michaux
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 73
nmichaux@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard
Vente Institutionnelle

+33 1 72 38 26 32
rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Amaury Dada
Chargé d'Affaires

+33 1 73 73 90 31
adada@invest-securities.com

René Reymond
Négociateur

+33 1 55 35 55 63
rreymond@invest-securities.com