

ACHAT

OBJECTIF : 15€ (vs 16,7€)  +70%

RÉSULTATS S1 2018 + CONTACT SOCIÉTÉ

CONFIANCE DANS L'AVENIR APRÈS UN S1 SANS SURPRISE

Avec un CA supérieur à notre attente (2,0m€ vs 1,6m€ att.) et un résultat opérationnel en ligne (EBITDA de -2,3m€ et EBIT de -2,8m€), cette publication n'est pas encore représentative du potentiel de la société. A partir du S2 2018 les activités innovantes commenceront à contribuer au CA. L'Investor day du 13 septembre a confirmé le potentiel des produits connectés et du Newguard même si pour ce dernier la mise en production devrait connaître un décalage. Pour cette raison, nous ajustons nos estimations, sans remettre en cause notre objectif d'un EBITDA à l'équilibre en 2019 et d'une génération de FCF positive en 2020e. Opinion ACHAT avec un objectif de cours révisé à 15,0€ vs 16,7€ préc.

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

Dernier semestre alimenté exclusivement par les activités historiques

Le CA du S1 2018, alimenté par les activités historiques, ressort à 2,0m€, supérieur à notre estimation de 1,5m€ après prise en compte de la facturation non récurrente d'outillages (montant brut de 0,8m€) plus élevée qu'anticipée. En l'absence de revenus des activités innovantes, l'exploitation ressort en perte avec un EBITDA de -2,4m€ et un Résultat d'Exploitation de -2,8m€, en ligne avec nos attentes. Dans ce contexte le RN s'affiche en perte de -2,7m€. Au 30 juin, BIOCORP dispose d'une trésorerie de 5,5m€ (vs 0,7m € à fin 2017) après l'émission de 2 obligations convertibles d'un montant global de 4m€ et d'une augmentation de capital de 5m€ sur le semestre. Ce niveau de trésorerie devrait, selon nous, permettre à la société de faire face à ses échéances jusqu'à mi 2019.

Résultats S1 2018 vs attentes

(en m€)	1S2017		1S2018		2018e
	publié	publié	att. IS	%chge	
CA TOTAL	1,1	2,0	1,6	23%	4,6
var.	-33%	84%	54%		+106,5%
EBITDA	-2,3	-2,3	-2,4	2%	-3,5
marge EBITDA	-211%	-120%	-150%		-76%
var.	ns	ns	ns		-23%
EBIT	-2,8	-2,8	-2,8	-2%	-4,2
var.	ns	ns	ns		-46%

Source : Biocorp, Invest Securities

Confirmation du potentiel des activités innovantes lors de l'Investor Day

Au cours de l'Investor Day, qui s'est tenu le 13 septembre dernier, le management est revenu sur le positionnement et les perspectives des nouveaux produits développés, que ce soit dans les domaines des produits connectés (principalement Easylog et Inspair) ou des produits traditionnels innovants (Newguard).

en € / action	2018	2019e	2020e
BNA dilué	-1,13	-0,24	0,05
var. 1an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	-6%	-16%	-90%
au 31/12	2018	2019e	2020e
PE	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	15,50x	7,73x	3,79x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield*	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours actuel (€)	8,84		
Nb d'actions (m)	4,0		
Capitalisation (m€)	35		
Capi. flottante (m€)	17		
ISIN	FR0012788065		
Ticker	ALCOR-FR		
Secteur DJ	Health Technology		
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-2,6%	-1,8%	-21,5%
Variation relative	-0,6%	-0,0%	-19,0%

Source : Factset, estimations Invest Securities

❖ **En avance sur la concurrence dans les devices connectés**

Précurseur sur certains devices médicaux connectés, BIOCORP semble disposer d'une avance technologique significative par rapport à la concurrence sur ses 2 produits phare : Easylog et Inspair.

• Easylog

Cet add-on permet de transformer les stylos injecteurs jetables en dispositifs connectés et communicants afin de s'assurer de la bonne observance des patients atteints de maladies chroniques comme le diabète. Pour cette pathologie, les lecteurs de glycomètre sont aujourd'hui majoritairement connectés (environ 80% du marché) contrairement aux stylos injecteurs, en l'absence de produits disponibles suffisamment fiables. Avec Easylog, BIOCORP fait état d'une fiabilité supérieure à 99% dans ses remontées d'informations alors que les produits concurrents ne dépassent pas 80% selon la société. A la vue de ces performances, BIOCORP a entamé des démarches pour enregistrer la prochaine version d'Easylog comme dispositif médical de classe 2 (vs classe 1 actuellement). Pour l'ensemble de ces raisons, la société estime son avance par rapport à la concurrence à environ 24 mois.

• Inspair

Cet add-on connecté et communicant destiné aux inhalateurs enregistre automatiquement les inhalations et vérifie la bonne coordination main bouche pour une utilisation optimale. Selon BIOCORP, il n'existe pas de produits concurrents alors que la demande est bien réelle.

❖ **Newguard : plus innovant et moins cher que la concurrence**

Le système de sécurité passif pour les seringues pré-remplies, Newguard, permet de répondre aux exigences réglementaires en matière de protection des utilisateurs. A ce jour, environ la moitié de la production mondiale de seringues (estimée à 1,6md/an) est équipée d'un système de protection dont le marché est dominé par Becton Dickinson (part de marché est. à 80%). Sur ce marché, BIOCORP peut se prévaloir d'un avantage concurrentiel basé sur le fait que son dispositif ne modifie pas le contenu primaire (facilité d'homologation) et que celui-ci s'insère aisément sur les chaînes de production sans modification majeure. De plus, la solution Newguard permet de diminuer sensiblement (environ 50%) le coût de ces systèmes de sécurité. A titre d'exemple, l'équipement d'un système de sécurité pour des seringues d'héparine représente environ 15 à 20% du prix final, soit 200€/mille contre 100€/mille pour le dispositif Newguard.

Perspectives commerciales et time to market

❖ **e-santé : de nombreux prospects après un contrat référence aux US début 2018**

• Easylog

Un premier contrat d'envergure pour Easylog a été conclu en début d'année avec Chronicare aux Etats-Unis. Le management semble confiant pour signer 1 à 2 nouveaux contrats dans les prochains mois, en ligne avec nos attentes.

A minima, le contrat Chronicare devrait générer du CA dès ce semestre (fees de développement) avant la vente des premiers dispositifs attendue début 2019 et des engagements portant sur un volume minimum de 150 000 pièces en 2021e.

• Inspair

Des revenus de développement devraient être générés dans les prochains mois pour ce dispositif dans le cadre d'essais cliniques. Dans l'attente d'informations complémentaires, nous intégrons seulement ces revenus de développement sans anticiper, à ce stade, une éventuelle production.

❖ **Newguard : déjà un contrat majeur même si la production débutera que fin 2019**

Fin 2017, BIOCORP a conclu un contrat avec le 2^{ème} producteur mondial d'héparine portant à terme (2021/22e) sur des ventes annuelles d'environ 150m de pièces. La direction fait état de marques d'intérêts d'industriels et de laboratoires pharmaceutiques, laissant entrevoir la possibilité d'un nouveau contrat d'ici la fin de l'année et au moins un autre en 2019, en ligne avec nos attentes.

Actuellement, le principal challenge de la société est de passer à la phase d'industrialisation qui semble prendre un peu plus de temps que prévu, nous ayant conduit à décaler la montée en charge de la production d'un an.

❖ **Activité historique soutenue par la mise œuvre du contrat Virbac**

Avec quelques mois de retard sur nos attentes, BIOCORP a débuté la production du contrat Virbac (système innovant de bouchage et de délivrance pour flacon) sur le S2 2018. Ce contrat, qui devait initialement générer en rythme de croisière un CA de 1m€ par an, pourrait dépasser les attentes.

De plus, fin juin, la société a communiqué sur la conclusion d'un contrat portant sur la conception et la production d'un bouchon destiné à un conteneur en verre pour le compte du groupe pharmaceutique suisse Ferring. Selon les termes de l'accord, BIOCORP enregistrera un versement initial de 450k€ pour le développement du dispositif qui sera comptabilisé sur les exercices 2018 et 2019. La mise en production, qui se fera en salle blanche (Iso7), devrait débuter au S1 2019 sur la base d'un contrat de longue durée.

Ajustement de nos estimations et de notre objectif de cours

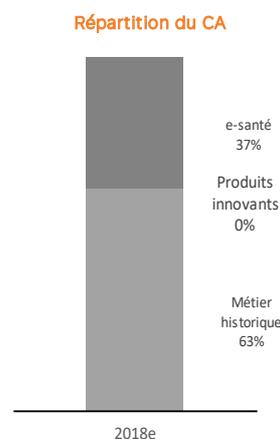
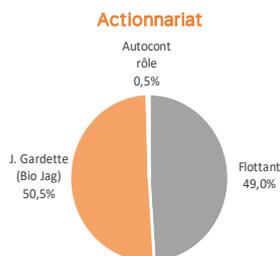
Nous ajustons nos estimations de CA (-5% sur 2018e et 2019e et -20% sur 2020e) afin de tenir compte du décalage attendu concernant la mise en production de Newguard, même si cet impact est atténué (principalement sur 2018e et 2019e) par des revenus plus importants générés par les études de faisabilité et de développement sur les produits connectés. Pour autant, ces révisions ne remettent pas en cause notre objectif d'un EBITDA proche de l'équilibre en 2019e et d'une génération de FCF positive à partir de 2020e.

Ces éléments nous conduisent à abaisser notre objectif de cours de l'ordre de -10% à 15,0 vs 16,7€ précédemment.

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 proche de l'équilibre opérationnel en 2019e et de dégager un FCF opérationnel positif à partir de 2020e.

DONNÉES FINANCIÈRES



Prochains événements

-

Données par action	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
BNA publié	-48,74	0,31	-0,56	-1,41	-2,22	-1,22	-0,25	0,07
BNA corrigé dilué	-154,95	-229,47	-0,95	-1,14	-1,51	-1,13	-0,24	0,05
Ecart /consensus	n.d.	n.d.	+217%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
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.	n.s.	188,2x
VE/CA	1,94x	2,12x	5,73x	10,05x	15,50x	7,73x	3,79x	2,72x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	33,2x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	83,0x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,0%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,6%
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	9,8	8,8	8,8	8,8
Capitalisation	0	0	17	32	33	32	36	37
Dette Nette	4	3	-3	-2	3	4	3	3
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	36	36	39	40

Compte résultat (m€)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
CA	2,0	1,7	2,5	3,0	2,3	4,6	10,2	14,6
var.	nd	-19%	+49%	+20%	-21%	+100%	+120%	+43%
EBITDA	-1,4	-2,1	-2,7	-3,5	-4,6	-3,5	0,0	1,2
EBITA	-1,6	-2,6	-3,0	-4,0	-5,5	-4,2	-0,7	0,5
var.	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBIT	-0,6	-0,3	-1,0	-4,6	-7,9	-4,2	-0,7	0,5
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
IS	0,1	0,3	0,2	0,2	0,4	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	-4,5	-7,5	-4,5	-1,0	0,3
RN pdg corrigé	-1,5	-2,3	-2,8	-3,9	-5,1	-4,5	-1,0	0,2
var.	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

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

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

Ratios financiers (%)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	8,2%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,3%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,3%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	118,5%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	60,5%
DN/FP	976%	862%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6885%	917%
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,5x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

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.

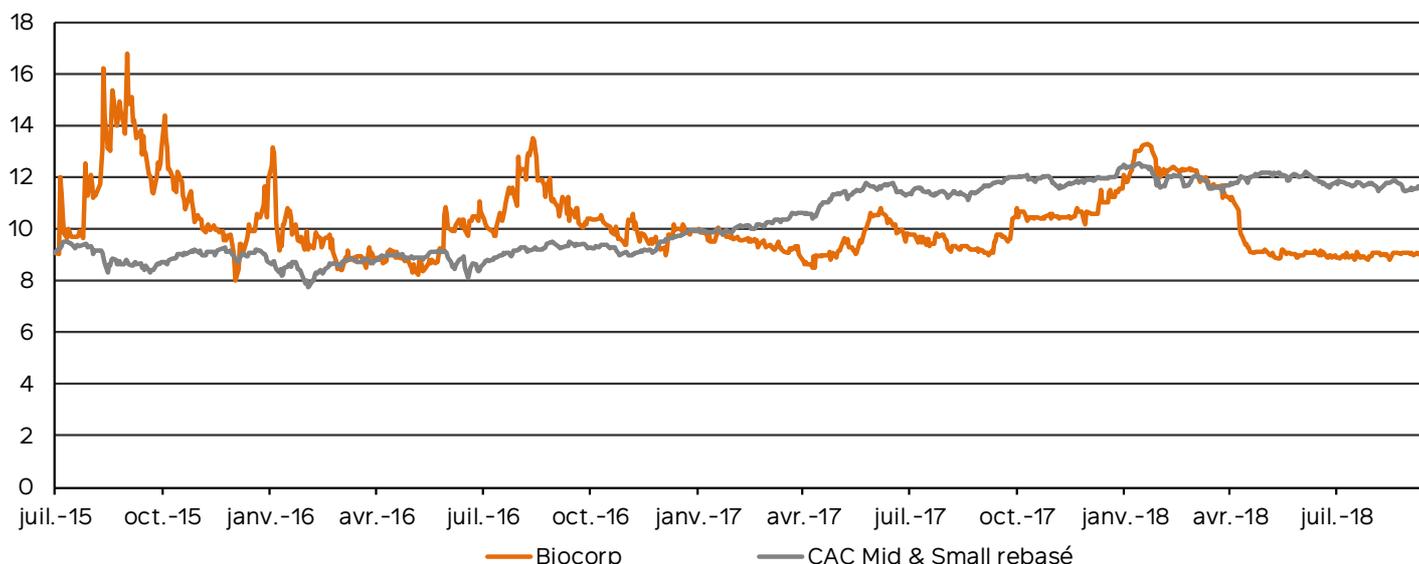
OPPORTUNITES

- 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 70 ans (50,5% 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 2018/19e nos estimations intègrent une augmentation de capital de 2m€ (après l'AK de 5m€ en juin 2018).

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	Non	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
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@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

Benoit Faure-Jarrosson
Immobilier

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

Christian Guyot
Biens de Consommation

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

Matthieu Lavillunière, CFA
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

Laurent Wilk
Cleantech

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

SALLE DE MARCHÉ

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire

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

Eric d'Aillières
Senior Advisor

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

François Habrias
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 70
fhabras@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

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

Claude Bouyer
Senior Advisor

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