

ACHAT

OBJECTIF : 16,4€ (vs 12,1€) **W** +22%

RÉSULTATS S1 2019 + CONTACT SOCIÉTÉ

UN S1 BOOSTÉ PAR L'INTÉRÊT DE SANOFI POUR MALLYA

Le paiement d'un upfront de 4m€ par Sanofi dans le cadre de négociations sur le dispositif Mallya permet à Biocorp d'afficher des résultats S1 2019 bénéficiaires et bien supérieurs à nos attentes (EBITDA de 1,6m€ vs -1,8m€ att. pour un CA de 5,2m€ vs 2,7m€ att.). Nous révisons nos estimations 2019e avec un EBITDA attendu proche de l'équilibre à -0,8m€ vs -2,5m€ préc. et n'intégrons plus d'AK (3,5m€ att.) pour couvrir les besoins 2019/20e. Ces éléments conjugués à une baisse du WACC nous permettent d'augmenter notre OC à 16,4€ vs 12,1€. La concrétisation d'un accord d'envergure avec Sanofi offrirait un fort levier d'appréciation sur nos prévisions 2019/21e. Opinion ACHAT.

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

Olga Smolentseva
+33 1 44 88 88 09
osmolentseva@invest-securities.com

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

Des résultats dans le vert et bien meilleurs qu'attendus

- Une contribution au CA des activités innovantes bien supérieure à notre attente... Le CA S1 2019 de 5,2m€ (vs 2,7m€ att.) s'inscrit en forte hausse (+167%) après prise en compte d'un paiement (upfront) de 4m€ de la part de Sanofi (vs revenus R&D est. de 1m€ au S1). Cet upfront découle des négociations en cours (annoncées le 3 juillet 2019) sur le dispositif Mallya (Add-on connecté pour stylos insuline) en vue de sa possible intégration à l'écosystème de suivi de patients diabétiques développé par le laboratoire pharmaceutique.

- ... avec un fort impact sur la rentabilité de la société

Dans la mesure où le montant versé par Sanofi n'a pas de contrepartie spécifique en termes de charges mais vient « récompenser » les efforts de R&D supportés par Biocorp au cours des dernières années, l'impact sur la rentabilité est particulièrement significatif. Dans ce contexte, Biocorp est en mesure d'afficher un EBITDA et un EBIT positifs de respectivement 1,6m€ (vs -1,8m€ att.) et 1,2m€ (-2,2m€ att.). Après prise en compte d'un CIR estimé à 0,166m€ et déduction faite des charges financières et de l'IS, le RN ressort bénéficiaire à 1,24m€ (vs -2,7m€ au S1 2018).

BIOCORP : Résultats S1 2019 vs attentes

Biocorp (en m€)	1S2018		1S2019	
	publié	publié	att. IS	%chge
CA TOTAL	2,0	5,2	2,6	98%
var.	84%	167%	65%	
EBITDA	-2,3	1,6	-2,0	ns
marge EBITDA	-120%	30%	-74%	
var.	ns	ns	ns	
EBIT	-2,8	1,2	-2,3	ns
marge EBIT	-143%	23%	-87%	

Source : Biocorp, Invest Securities

Un accord d'envergure espéré avec Sanofi à l'issue des négociations en cours

L'upfront de 4m€ payé par Sanofi dans le cadre de négociations exclusives visant à intégrer le dispositif connecté Mallya à la plateforme de soins du diabète de Sanofi

en € / action	2019e	2020e	2021e
BNA dilué	-0,41	-0,13	1,20
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	-46%	+10%	+9%
au 31/12	2019e	2020e	2021e
PE	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	15,5x	10,2x	7,9x
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 (€)	13,40
Nb d'actions (m)	4,1
Capitalisation (m€)	54
Capi. flottante (m€)	27
ISIN	FR0012788065
Ticker	ALCOR-FR
Secteur DJ	Health Technology

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+8,3%	+0,0%	+79,9%
Variation relative	+6,3%	+0,2%	+60,1%

Source : Factset, estimations Invest Securities

témoigne de l'intérêt de ce dernier pour la solution de Biocorp. A notre connaissance, Sanofi ne dispose pas en portefeuille de produit similaire à Mallya. Ce dispositif apparaît comme un élément indispensable dans le partenariat entre Sanofi et Abbott (cf ci-après) annoncé mi-septembre. Pour l'ensemble de ces raisons, nous estimons hautement probable la conclusion d'un accord à court terme entre Biocorp et le laboratoire pharmaceutique. A ce stade, nous attendons la confirmation de cet accord et les détails financiers afférents avant d'intégrer la contribution de ce partenariat à nos estimations. Toutefois, la publication du S1 nous amène à modifier nos attentes sur : 1) les résultats pour l'année en cours, 2) nos estimations en termes de besoin de financement.

Double conséquences de la publication du S1 sur nos estimations 2019

- **Un mix de CA différent nous conduit à viser un EBITDA 2019 proche de l'équilibre**
L'upfront de 4m€ payé par Sanofi nous amène à réviser en hausse les revenus 2019 issus de la R&D (4m€ vs 1,9m€ att. préc.). Néanmoins, comme l'industrialisation des nouveaux produits (Newguard et Mallya) semble prendre plus de temps qu'initialement anticipée, notre attente de CA 2019 reste inchangée à 7,5m€. Toutefois, le mix produit différent a un impact sur notre EBITDA 2019 désormais attendu proche de l'équilibre à -0,8m€ (vs -2,5m€ préc.).

- **Un besoin de financement plus faible ne nécessitant plus d'AK**
En mars dernier, la société a mis en place un financement total de 2m€ à travers : 1) une augmentation de capital par placement privé de 1m€, 2) l'émission d'obligations convertibles (OC) de 1m€. En complément, nos estimations intégraient une AK de 3,5m€ pour assurer le besoin de financement de la société sur la période 2019/20e. Suite à notre révision d'EBITDA et après prise en compte de moindre capex (décalage de la phase d'industrialisation), une AK ne nous semble désormais plus nécessaire.

La digitalisation : nouveau terrain de jeu des laboratoires pharmaceutiques

- **Dans le diabète, l'innovation passe aussi par de nouveaux dispositifs médicaux**
Le marché de l'insuline connaît une croissance relativement forte mais les majors du secteur (Novo Nordisk, Sanofi et Eli Lilly) sont confrontés à une forte pression sur les prix. Pour se différencier, les laboratoires pharmaceutiques développent de nouvelles molécules mais cherchent aussi à se démarquer au travers de dispositifs de suivi et d'administration des médicaments.

- **Convergence technologique entre lecteurs de glycémie et stylos insuline**
Depuis quelques années, on assiste à l'émergence de dispositifs connectés visant à améliorer la prise de médicaments et l'observance des traitements (façon dont un patient suit les prescriptions médicales) pour les patients atteints de maladies chroniques comme le diabète. Pour cette pathologie, une tendance nouvelle semble se dessiner avec l'intégration au sein d'un écosystème unique des données issues de la mesure de la glycémie et celles provenant de l'administration d'insuline. C'est dans cette perspective que Novo Nordisk et Sanofi viennent d'annoncer des partenariats non-exclusifs avec des spécialistes de mesure de la glycémie (Medtronic pour Novo Nordisk et Abbott pour Sanofi), afin de proposer des solutions digitales intégrées aux diabétiques.

Biocorp : un acteur au cœur de ces nouvelles tendances dans l'e-santé

- **Mallya : une référence dans le domaine des add-ons connectés pour stylos injecteurs...**

La concurrence sur le marché des lecteurs de la glycémie en continue (Continuous Glucose Monitoring) est fournie avec de nombreux acteurs présents (Abbott, Dexcom, Lifescan, Medtronic...). En revanche, la concurrence sur les dispositifs amovibles connectés aux stylos injecteurs est plus faible et les acteurs présents sont principalement issus de groupes pharmaceutiques qui développent leur propre solution (ex Novo Nordisk) ou de start-up.

Biocorp semble avoir un temps d'avance sur la concurrence puisque Mallya est le seul capteur disposant du marquage CE classe IIb (Marquage CE classe I obtenu en décembre 2017) pour son capteur connecté Mallya (ex Easylog). La certification auprès de la FDA est en cours et devrait être obtenue d'ici la fin de l'année ou au début de l'année prochaine.

• **...qui suscite l'intérêt de nombreux acteurs**

La stratégie commerciale de la société vise à ne plus accorder de licences exclusives sur les produits issus de sa R&D. Profitant de l'intérêt suscité par ses dispositifs, BIOCORP entend ne pas se fermer de marchés avec l'ambition d'imposer ses produits comme standards pour l'industrie.

Mallya illustre parfaitement cette stratégie puisque ce dispositif suscite l'intérêt : 1) de grands groupes pharmaceutiques, comme en témoigne les négociations avec Sanofi, 2) de sociétés présentes dans l'analyse de données avec notamment un partenariat (21 février 2019) avec DreamMed qui propose une solution numérique basée sur le cloud générant des recommandations d'administration d'insuline, 3) d'acteurs spécialisés dans la lecture de la Glycémie (cf ci après le partenariat avec AgaMatrix).

• **Coopération entre Biocorp et AgaMatrix (lecteur de glycémie)**

Biocorp a conclu au T1 2019 un partenariat stratégique avec AgaMatrix, société américaine spécialisée dans le développement et la fabrication de solutions de surveillance de la glycémie. Ce partenariat comprend : 1) un volet technologique avec le développement d'une solution unique combinant l'expertise des deux sociétés, 2) un volet commercial susceptible, selon la société, de générer un CA de près de 20M€ sur les 5 prochaines années. Sur ce dernier point, AgaMatrix obtient les droits non exclusifs de distribution de Mallya (add-on connecté pour stylos injecteurs) aux États-Unis, au Royaume-Uni et sur le marché européen dans le domaine du diabète ainsi que les droits exclusifs de licence et de distribution du dispositif sur le marché américain en marque blanche.

Un objectif revu en hausse à 16,4€ vs 12,1€ préc.

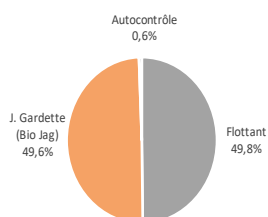
La révision en hausse de nos attentes de résultats sur 2019 et surtout l'annulation de la dilution afférente à l'absence d'AK dans le financement 2019/20e ont un impact estimé à 0,7€ sur notre objectif de cours. De plus, notre modèle de valorisation, basé sur une approche DCF, tient désormais compte d'un WACC plus faible fixé à 12,8% (vs 15,1% préc.) intégrant : 1) une baisse de l'OAT 10 ans (moyenne 3 mois de -0,20% vs 0,5% préc.) et 2) la révision de notre Beta qui passe de 2,25 à 2,00. La baisse du Beta est principalement justifiée par le fait que : 1) la société ne devrait plus recourir à des financements externes, 2) des positions acquises (ou en cours d'acquisition) du dispositif Mallya que ce soit d'un point de vue technique ou commercial. Au final, notre objectif de cours ressort à 16,4€ vs 12,1€ préc.

THESE D'INVESTISSEMENT

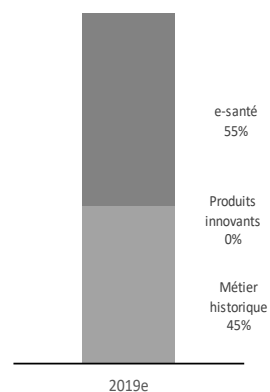
Capitalisant sur son savoir-faire historique dans la plasturgie médicale et sa proximité avec les laboratoires, Biocorp a centré son développement sur l'innovation ayant permis d'élargir son activité à 2 nouvelles familles de produits : 1) des dispositifs traditionnels innovants, 2) un écosystème intégré de santé connectée. Ces investissements R&D alimenteront une forte croissance dès 2019e et devraient permettre à la société d'être à l'équilibre opérationnel en 2020e et de dégager un FCF opérationnel positif à partir de 2021e.

DONNÉES FINANCIÈRES

Actionariat



Répartition du CA



Prochains événements

nd

Données par action	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BNA publié	0,31	-0,56	-1,41	-2,22	-1,43	-0,42	-0,13	1,80
BNA corrigé dilué	n.s.	-0,95	-1,14	-1,51	-1,37	-0,41	-0,13	1,20
Ecart /consensus	n.d.	n.s.	-19%	-0%	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	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	2,12x	5,73x	10,05x	15,50x	10,22x	7,94x	4,53x	1,87x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	366,9x	6,7x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	7,2x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	13,6%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	10,0%
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€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cours en €	9,1	11,5	10,0	9,8	9,7	13,4	13,4	13,4
Capitalisation	0	17	32	33	36	55	57	57
Dette Nette	3	-3	-2	3	4	5	4	-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	14	30	36	40	59	61	56

Compte résultat (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CA	1,7	2,5	3,0	2,3	3,9	7,5	13,5	29,6
var.	-19%	+49%	+20%	-21%	+68%	+92%	+80%	+120%
EBITDA	-2,1	-2,7	-3,5	-4,6	-4,3	-0,8	0,2	8,3
EBITA	-2,6	-3,0	-4,0	-5,5	-5,3	-1,5	-0,3	7,7
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBIT	-0,3	-1,0	-4,6	-7,9	-5,4	-1,5	-0,3	7,7
Résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1
IS	0,3	0,2	0,2	0,4	0,3	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	0,0	-0,8	-4,5	-7,5	-5,3	-1,7	-0,6	7,6
RN pdg corrigé	-2,3	-2,8	-3,9	-5,1	-5,5	-1,7	-0,6	5,1
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Tableau de flux (m€)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	-2,1	-2,7	-3,5	-4,6	-4,3	-0,8	0,2	8,3
IS théorique / EBITA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total capex	-0,6	-0,7	-1,5	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,8
FCF op. net IS avt BFR	-2,7	-3,4	-4,9	-5,5	-4,8	-1,0	-0,1	7,6
Variation BFR	0,4	-0,3	0,0	0,2	-0,8	-0,5	-0,8	-2,0
FCF op.net IS après BFR	-2,3	-3,7	-4,9	-5,3	-5,7	-1,4	-0,9	5,6
Acquisitions/cessions	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0
Variation de capital	0,0	7,5	3,6	0,0	4,7	1,0	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	2,8	2,3	0,2	0,3	0,1	-0,3	-0,2	-0,1
Free cash-flow publié	0,4	6,2	-0,9	-5,0	-0,8	-0,8	0,4	5,4

Bilan	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs immobilisés	4,2	4,2	4,3	1,9	1,4	0,9	-0,8	-0,6
dont incorporels/GW	3,1	3,0	2,4	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,5
BFR	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,5	1,0	1,7	3,7
Capitaux Propres groupe	0,4	7,1	6,2	-1,3	-1,8	-2,6	-3,2	4,5
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	3,5	-2,7	-1,8	3,2	4,0	4,7	4,3	-1,1

Ratios financiers (%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,2%	28,0%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	26,1%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	17,3%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	249,3%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	114,3%
DN/FP	862%	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	26,0x	-0,1x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

ANALYSE SWOT

FORCES

- Un fondateur/dirigeant rompu au développement de sociétés innovantes.
- Production attendue de 2 blockbusters (Newguard & Mallya) au potentiel de CA annuel supérieur à 20m€ chacun.

FAIBLESSES

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

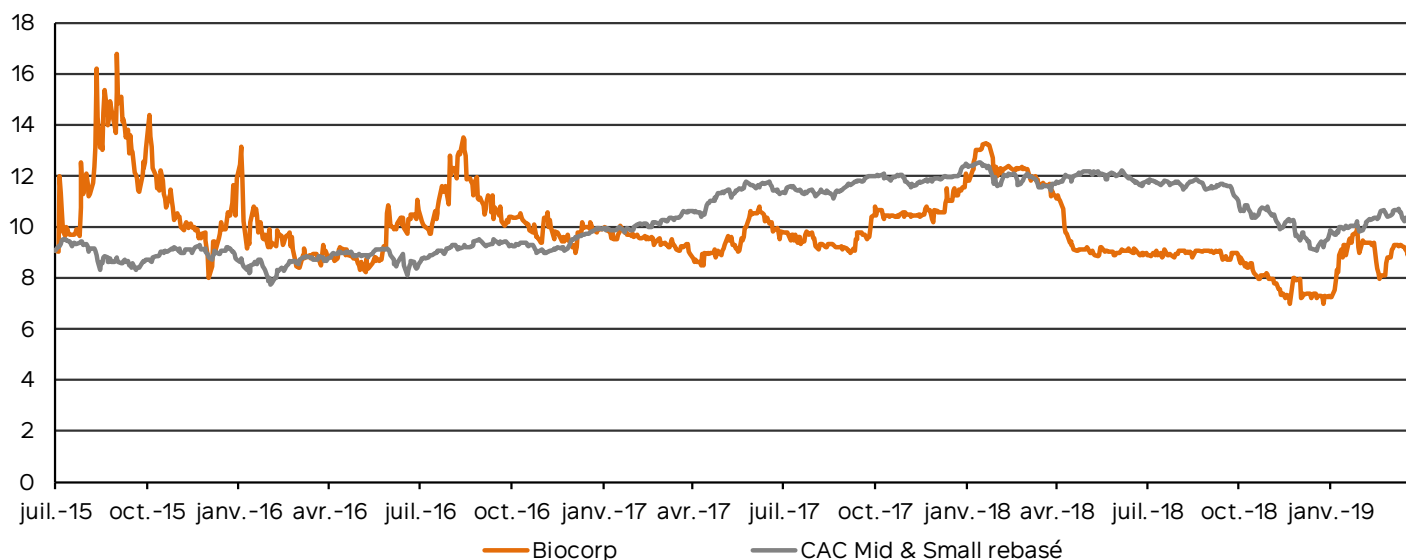
OPPORTUNITES

- 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% du capital).

MENACES

- La non réalisation de contrats sur Newguard et Mallya nous conduirait à réviser significativement en baisse nos estimations.

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 Délégué

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

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint

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

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

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

Johann Carrier
Stock-Picking

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

Bruno Duclos
Immobilier

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

Benoit 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, CFA
Technologie

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

Ludovic Martin, CFA
Biens de Consommation

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

Vladimir Minot
Immobilier

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

Thibault Morel
Technologie

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

Jean-Louis Sempé
Automobile

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

Olga Smolentseva
Biotechs

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

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotechs

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

SALLE DE MARCHÉ

François Habrias
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@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

Claude Bouyer
Senior Advisor

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