

NOVACYT (+)

Initiation couverture

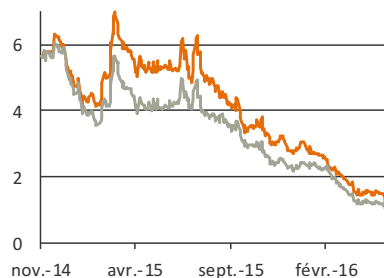
Opinion	ACHAT
Objectif de cours	2,4 €
Potentiel	+79%

en € / action	2015p	2016e	2017e	2018e
BNA dilué	-0,58	-0,13	-0,03	0,02
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.	ns
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

ISIN	FR0010397232
Ticker	ALNOV-FR
Secteur DJ	Health Technology

Cours actuel	€1,3
Nb d'actions (m)	12,4
Nb d'actions dilué (m)	21,1
Capitalisation (m€)	13,1
Capi. flottante (m€)	4,8

	1m	3m	1 an
Variation absolue	-18,9%	-42,7%	-75,5%
Variation relative	-18,6%	-53,4%	-70,3%



— Novacyt — Novacyt relatif à CAC Mid & Small

au 31/12	2015p	2016e	2017e	2018e
PE	n.s.	n.s.	n.s.	76,1x
VE/CA	3,51x	1,20x	1,35x	1,42x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	20,9x	13,7x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	high	29,2x
FCF yield*	n.s.	n.s.	0,4%	3,2%
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DN/EBITDA	n.s.	n.s.	-0,5x	0,3x

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Johann Carrier
+33 (0) 1 44 88 77 98
jcarrier@invest-securities.com

Martial Descoutures
+33 (0) 1 44 88 88 09
mdescoutures@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
+33 (0) 1 73 73 90 37
tvoglimacci@invest-securities.com

Un réel changement de paradigme avec Primer Design

Nous initions NOVACYT avec une recommandation à ACHAT et un objectif de 2,4€ (+79%). Avec l'acquisition de Primer Design, le groupe franchit un cap en termes de taille (CA 2016e de 13,9m€), de rentabilité (EBITDA 2016e proche de l'équilibre) et parviendrait à autofinancer son exploitation dès la fin 2017. NOVACYT dispose d'un portefeuille d'activités équilibré (cytologie, hématologie/sérologie, microbiologie et biologie moléculaire) avec de fortes perspectives de croissance (TMVA CA 2016-18e de +14%) sans intégrer encore les synergies attendues de l'acquisition.

- Novacyt a été introduit en Bourse en octobre 2012 sur la base de son activité Novaprep de diagnostic cytologique en milieu liquide (LBC). Ce challenger se différencie par l'innovation pour concurrencer le duopole formé par Hologic et Becton Dickinson. **Après avoir plafonné autour de 1m€ avant l'acquisition de Lab21, les ventes de Novaprep décollent sous l'impulsion du nouveau management.** Nous anticipons une forte croissance des ventes (TMVA 2016-18e de +37%) avec un CA 2018e de 3,9m€. **De nouveaux partenariats devraient être annoncés (distribution, co-testing...) offrant des leviers de croissance supplémentaires, conditions nécessaires pour envisager un EBITDA positif à moyen terme.**
- En 2014, Novacyt a acquis Lab21 qui dispose d'une offre de services de diagnostics avec son laboratoire médical et deux entités (hématologie/sérologie et microbiologie) centrées sur le développement/fabrication/commercialisation de kits de tests. La division hématologie/sérologie est une activité mature et profitable, positionnée sur des marchés de niche (marchés émergents). **La partie Microbiologie, centrée sur des techniques d'immunologie et de biochimie, profitera pleinement des synergies attendues avec Primer Design.** D'ici là, le TMVA 2016-18e du CA ressort à +6% et la Marge Brute est voisine de 50%.
- Novacyt a finalisé début mai l'acquisition de Primer Design pour un montant total de 18,9m€ (dont 5,9m€ de variable). L'opération fait ressortir des multiples EV/CA et EV/EBITDA de respectivement 3,5x-10,7x en 2015 et 3,2x-9,1x en 2016e. Cette société de diagnostic moléculaire est spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente de kits de PCR en temps réel et commercialise une plateforme technologique propriétaire Genesig. Le groupe connaît une forte croissance profitable avec un EBITDA 2016e de 2,09m€ (marge de 35%) pour un CA de 5,9m€ (+15% en organique).
- Le CA affiche déjà une forte croissance (TMVA 2016-18e +14%) et recèle un potentiel de révision à la hausse significatif tiré par l'extériorisation des synergies liées à l'acquisition centrées sur : (i) la commercialisation de l'offre produits de Primer Design via le réseau de Novacyt (Lab21), et (ii) la complémentarité technologique des plateformes Novaprep (cytologie) et Genesig (biologie moléculaire).
- L'objectif de 2,4€ (+79%) est obtenu par la moyenne de la méthode de comparables d'un échantillon Medtech (2,2€) et d'un DCF (2,5€). Cet objectif intègre l'ensemble des besoins de financement du groupe jusqu'à ce qu'il puisse s'autofinancer à partir de 2018. Nous avons émis l'hypothèse d'une augmentation de capital (7m€) en 2017 basée sur le cours actuel. Au regard de la faible valorisation et de la capacité de Novacyt de pouvoir lever de la dette à cette échéance, cette approche semble être la plus pénalisante en termes de dilution. **Une hausse du titre aurait un impact relatif significatif sur notre objectif et un financement exclusivement par dette (sans dilution liée à l'AK) permettrait de viser 2,8€.**

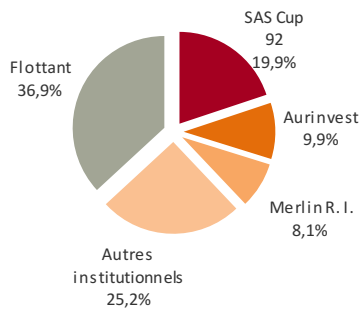
Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

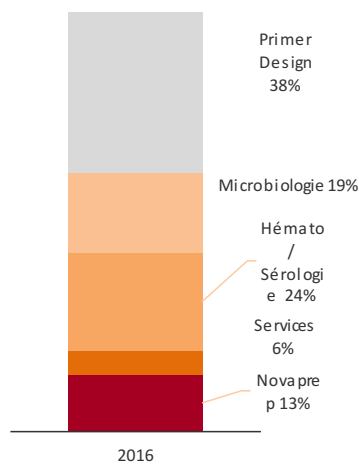
Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France
Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

Données financières

Actionnariat au 31/12/2015	
SAS Cup 92	19,9%
Aurinvest	9,9%
Merlin R. I.	8,1%
Autres institutionnels	25,2%
Flottant	36,9%



Répartition du CA 2016e	
Novaprep	13%
Services	6%
Hémato / Sérologie	24%
Microbiologie	19%
Primer Design	38%



Prochains événements	
28/06/2016 : AG	
21/07/2016 : CA S1 2016	
27/10/2016 : Résultats S1 2016	

Données par action	2010	2011	2012	2013	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e
BNA publié	nd	nd	-0,23	-0,35	-0,83	-2,07	-0,23	-0,03	0,02
BNA corrigé dilué	nd	nd	-0,19	-0,35	-0,35	-0,58	-0,13	-0,03	0,02
Ecart /consensus	nd	nd	-11,1%	-15,5%	nd	nd	nd	nd	nd
Actif Net	nd	nd	0,66	0,78	3,27	1,46	1,56	1,40	1,42
Dividende	nd	nd	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2010	2011	2012	2013	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e
P/E	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	76,1x
VE/CA	nd	nd	18,97x	18,23x	5,48x	3,51x	1,20x	1,35x	1,42x
VE/EBITDA	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	20,9x	13,7x
VE/EBITA ajusté	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	high	29,2x
FCF yield op. avt BFR	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,4%	3,2%
FCF yield opérationnel	nd	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,1%
Rendement	nd	nd	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Valeur d'Entreprise (m€)	2010	2011	2012	2013	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e
Cours en €	nd	nd	8,3	7,7	5,6	4,4	1,3	1,3	1,3
Capitalisation	nd	nd	20,5	21,8	25,8	29,5	13,1	24,8	28,3
Dette Nette	nd	nd	-0,6	-0,8	-1,1	1,7	3,3	-0,6	0,7
Valeur des minoritaires	nd	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	nd	nd	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+/- corrections	nd	nd	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Valeur d'Entreprise (VE)	nd	nd	20,0	21,0	24,8	31,2	16,4	24,1	28,9

Compte résultat (m€)	2010	2011	2012	2013	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e
CA	nd	0,9	1,1	1,2	4,5	8,9	13,6	17,9	20,3
var.	nd	nd	+19,3%	+9,0%	ns	+96,3%	+53,0%	+31,4%	+13,6%
EBITDA	nd	-0,6	-0,4	-1,1	-1,9	-2,9	-0,7	1,2	2,1
EBITA ajusté	nd	-0,7	-0,6	-1,3	-2,0	-3,2	-1,4	0,2	1,0
var.	nd	nd	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
EBIT	nd	-0,7	-0,6	-1,2	-3,6	-13,2	-1,4	0,2	1,0
Résultat financier	nd	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,9	-0,8	-0,6
IS	nd	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SME+Minoritaires	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg	nd	-0,7	-0,6	-1,0	-3,8	-13,9	-2,3	-0,6	0,4
RN pdg corrigé	nd	-0,6	-0,5	-1,1	-2,2	-4,2	-2,1	-0,6	0,4
var.	nd	nd	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns

Tableau de flux (m€)	2010	2011	2012	2013	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e
EBITDA	nd	-0,6	-0,4	-1,1	-1,9	-2,9	-0,7	1,2	2,1
IS théorique / EBITA	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total capex	nd	-0,2	-0,6	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2
FCF opérationnel net IS avt Bf	nd	-0,8	-1,0	-1,4	-2,5	-3,8	-1,6	0,1	0,9
Variation BFR	nd	-0,1	0,1	-0,5	1,5	-1,8	-1,0	-0,4	-0,3
FCF opérationnel net IS après	nd	-0,8	-0,9	-2,0	-0,9	-5,6	-2,6	-0,3	0,6
Acquisitions/cessions	nd	0,0	0,0	0,0	-1,2	0,0	-6,6	-2,0	-1,3
Variation de capital	nd	1,0	3,1	1,7	3,2	4,1	8,5	7,0	0,0
Dividendes versés nets	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	nd	0,0	0,1	0,5	-0,7	-1,4	-0,9	-0,8	-0,6
Free cash-flow publié	nd	0,3	2,3	0,2	0,3	-2,8	-1,6	3,9	-1,3

Bilan	2010	2011	2012	2013	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e
Actifs immobilisés	nd	1,0	1,4	1,2	20,5	11,2	24,6	26,7	28,0
dont incorporels/GW	nd	0,0	0,0	0,0	18,8	9,3	22,1	24,1	25,4
BFR	nd	-0,1	-0,2	0,3	-0,9	0,9	1,9	2,3	2,6
Capitaux Propres groupe	nd	-0,9	1,6	2,3	20,5	10,5	23,2	29,6	30,0
Minoritaires	nd	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	nd	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dette fi. nette	nd	1,7	-0,6	-0,8	-1,1	1,7	3,3	-0,6	0,7

Ratios financiers (%)	2010	2011	2012	2013	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e
EBITDA/CA	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	6,4%	10,4%
EBITA/CA	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,1%	4,9%
RN corrigé/CA	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,8%
BFR/CA	nd	-9,8%	-20,8%	24,8%	-19,7%	10,3%	14,1%	12,9%	12,9%
ROCE excl. Incorp/ GW	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,9%	18,9%
ROE corrigé	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,2%
DN/FP	nd	n.s.	-33,9%	-33,9%	-5,4%	16,0%	14,2%	-2,1%	2,3%
DN/EBITDA (en x)	nd	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-0,5x	0,3x

* Lab 21 consolidé en juillet 2014 / ** Primer Design consolidé en mai 2016

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France
Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

Sommaire

1 – Panorama du marché du Diagnostic In Vitro (DIV)	p.4
1.1 Caractéristiques du marché du DIV	p.5
1.2 Clients et produits du DIV	p.8
1.3 Le marché du DIV	p.9
2 – Novacyt : un groupe diversifié de diagnostic in vitro	p.11
2.1 Activités du groupe Novacyt	p.12
2.2 Les personnes clés du groupe	p.13
2.3 Vision et stratégie : la convergence entre cytologie, microbiologie et biologie moléculaire	p.14
3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous	p.15
3.1 La cytologie traditionnelle	p.16
3.2 Novaprep : cytologie nouvelle génération ou cytologie en milieu liquide (LBC)	p.17
3.3 Technologies concurrentes de cytologie en milieu liquide (LBC)	p.19
3.4 La cytologie : un marché d'avenir ?	p.21
3.5 Novaprep : TMVA 2016-18e de +37% du CA	p.22
4 – Lab21 : 3 entités au potentiel distinct	p.24
4.1 Lab21 : spécialiste du diagnostic et de la médecine personnalisée	p.25
4.2 Laboratoire clinique	p.27
4.3 Hématologie Sérologie	p.28
4.4 La Microbiologie	p.29
4.5 Lab21 : prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA	p.30
5 – Primer Design : une acquisition prometteuse	p.31
5.1 Principes de la biologie moléculaire	p.32
5.2 Primer Design : une offre complète de PCR en temps réel	p.33
5.3 Intérêts, modalités et impacts liés à l'acquisition	p.35
6 – Novacyt Group : croissance forte et rentabilité en hausse	p.37
6.1 TMVA du CA 2016-18e de +22% en publié et de +14% en organique	p.38
6.2 Un nouveau groupe bientôt profitable et rentable	p.39
6.3 Une génération de FCF attendue en hausse et un besoin de financement qui se réduit	p.40
7 – Valorisation : un potentiel significatif estimé à +79%	p.43
7.1 Retraitement de la VE et calcul du nombre d'actions en circulation	p.44
7.2 Comparables Medtech : une valorisation de 2,2€	p.45
7.3 Comparables blue chips : une valorisation indicative de 2,6€	p.45
7.4 DCF : une valorisation de 2,5€	p.46
Avertissement	p.48

1 – Panorama du marché du Diagnostic In Vitro (DIV)

1.1 Caractéristiques du marché du DIV	p.5
1.1.1 L'industrie du diagnostic au coeur du dispositif décisionnel du système de santé	
1.1.2 Le DIV, un élément clé pour chaque étape du parcours de soin	
1.1.3 Un ensemble de techniques au service du DIV	
1.1.4 Comment sont pratiqués les tests ?	
1.2 Clients et produits du DIV	p.8
1.2.1 Structure de la clientèle	
1.2.2 Typologies de produits et systèmes commercialisés	
1.2.3 Business model	
1.2.4 Un secteur qui se caractérise par d'importants investissements R&D	
1.3 Le marché du DIV	p.9
1.3.1 Le marché mondial	
1.3.2 Les blue chips du DIV	

1 – Panorama du marché du Diagnostic In Vitro (DIV)

Le terme **diagnostic in vitro (DIV)** regroupe l'ensemble des techniques, appareils et produits qui permettent d'établir des examens à partir d'échantillons de tissus ou de liquides biologiques (sang, urine...) prélevés sur des patients.

Le DIV intervient à différentes étapes du parcours de soin (dépistage, diagnostic...) et fait appel à plusieurs techniques, utilisées de manière indépendante ou combinée (co-testing). Les dispositifs de DIV peuvent aller de simples tests jusqu'à des technologies sophistiquées impliquant des réactifs, étalonneurs, équipements de contrôle, kits, logiciels et instruments connexes. Schématiquement, les produits destinés au marché du DIV des laboratoires se composent de consommables (85% des ventes en France) et d'instruments (15%).

Le marché mondial du DIV est évalué à environ 56Mds\$ en 2015 par Research and Markets et devrait croître à un rythme annuel moyen de +5,8% sur la période 2015-2020e pour atteindre 75Mds\$.

1.1 Caractéristiques du marché du DIV

1.1.1 L'industrie du diagnostic au cœur du dispositif décisionnel du système de santé

L'industrie du diagnostic in vitro fait partie intégrante du système de santé. Les tests de diagnostic procurent un apport déterminant sur la qualité du parcours de soin et ont un impact favorable sur l'économie de la santé :

- ❖ Le DIV vise à améliorer la prise en charge du patient. Environ 60% à 70% des diagnostics et suivis thérapeutiques en médecine de ville sont réalisés à partir d'une analyse de biologie médicale et cette proportion s'élève jusqu'à 80% en milieu hospitalier.
- ❖ Outre l'intérêt médical, le DIV intègre une dimension économique permettant une meilleure maîtrise des dépenses de santé (réduction des risques d'errance thérapeutique ou de surprescription), un enjeu économique majeur dans tous les pays du monde. A l'échelle mondiale, les dépenses en tests de diagnostic représentent seulement 1% (2,4% en France) des ressources budgétaires allouées à la santé.

Le DIV un apport déterminant sur la qualité du parcours de soin







Source Biomérieux

1 – Panorama du marché du Diagnostic In Vitro (DIV)

1.1.2 Le DIV, un élément clé pour chaque étape du parcours de soin

Les tests de DIV fournissent des informations cruciales à chaque étape clé du parcours de santé : 1) prévention, dépistage, détection, 2) diagnostic et évaluation d'une pathologie, 3) sélection et suivi thérapeutique, 4) surveillance et gestion d'une pathologie.

	Utilisation	But	Exemples
	Prévention, dépistage Détection	Détection des maladies asymptomatiques ou prévention des maladies. Mise en place d'actions propres à les prévenir, en modifiant les facteurs de risque. Traitement précoce.	<ul style="list-style-type: none"> – Dosage du Cholestérol sérique : maladies cardiovasculaires. – Cytologie et test Papillomavirus : cancer du col de l'utérus. – Tests génétiques. – Glycémie : diabète.
	Diagnostic ou évaluation d'une pathologie	Confirmation du diagnostic après l'examen clinique. Détermination de la progression ou de la gravité de la maladie et évaluation des risques de récurrence ou de complication.	<ul style="list-style-type: none"> – Recherche de Streptocoques : Infection bactérienne. – Dosage des marqueurs cardiaques (par ex : troponine, myoglobine) : évaluation rapide de la lésion cardiaque, crise cardiaque.
	Sélection et suivi d'une thérapie	Sélection du traitement précis et ciblé, le mieux adapté aux besoins individuels.	<ul style="list-style-type: none"> – Test génétique : probabilité de récurrence du cancer du sein et orientation des décisions thérapeutiques.
	Surveillance et gestion d'une pathologie	Compréhension de l'évolution d'une pathologie ou des effets d'une thérapie pour évaluer le succès d'un traitement ou déterminer les besoins en traitements ou tests complémentaires.	<ul style="list-style-type: none"> – Charge virale, numération sanguine, numération des CD4, tests de biochimie : évaluation de la réponse au traitement des patients HIV positif. – Dosage de l'Alpha-fœtoprotéine (AFP) : suivi de l'efficacité thérapeutique des patients atteints de cancer du foie, du testicule ou de l'ovaire.

Source ADVAMED

1 – Panorama du marché du Diagnostic In Vitro (DIV)

1.1.3 Un ensemble de techniques au service du DIV

Le DIV fait appel à différentes techniques qui peuvent être utilisées de manière indépendante ou combinée, on parle alors de co-testing.

Les différentes techniques de DIV

Technologies	Caractéristiques	Exemples
Biochimie courante	Mesure les composantes de base du corps.	- Bandelette d'analyse urinaire - Dosage de Calcium - Dosage de l'HbA1c
Hématologie	Etude du sang.	- Numération formule sanguine - Tests de coagulation - Détermination du groupe sanguin
Cytologie	Etude morphologique des cellules par observation au microscope.	- Cytologie associée au test Papillomavirus pour le dépistage du cancer du col de l'utérus
Immunochimie	Réaction antigène-anticorps permettant la détection ou le dosage d'agents infectieux (bactéries, virus, parasites) et de marqueurs de pathologies.	- Tests de sensibilité aux antibiotiques - Recherche d'anticorps anti-HiV - Dosages des marqueurs tumoraux
Microbiologie	Mise en culture d'échantillons biologiques dans un milieu permettant aux bactéries de se multiplier.	- Recherche de streptocoques - Examen cyto bactériologique des urines (ECBU)
Biologie moléculaire	Détection de séquences génétiques d'ADN ou d'ARN caractéristiques d'une bactérie, d'un virus, d'une protéine ou d'une cellule.	- Recherche des gènes BRCA-1 et BRCA-2 pour la détermination du risque individuel de développement d'un cancer du sein ou de l'ovaire. - Détermination de la charge virale HIV

Source : ADVAMED, Biomérieux, Roche

1.1.4 Comment sont pratiqués les tests ?

En fonction de leur type, les tests de DIV sont exécutés, soit dans des laboratoires médicaux, soit directement dans les cabinets des médecins ou les services hospitaliers, ou soit par les patients eux-mêmes.

- ❖ **Tests pour laboratoires de biologie médicale** : les tests complexes, nécessitant notamment un équipement technologique sophistiqué, sont réalisés par des laboratoires spécialisés privés ou publics. Les échantillons sont prélevés ou envoyés au laboratoire qui se chargera ensuite de communiquer les résultats au médecin prescripteur et au patient.
- ❖ **Tests au chevet du patient** : ces tests sont effectués par des professionnels de santé (médecins, infirmiers) dans les cabinets médicaux ou centres hospitaliers. Les résultats ont l'avantage d'être disponibles rapidement afin notamment de permettre un diagnostic ou de suivre et gérer une pathologie.
- ❖ **Autotests** : simple d'utilisation et d'interprétation, ces tests ont vocation à être utilisés directement par les patients. Les tests de glycémie, pour la gestion du diabète, ainsi que les tests de grossesse rentrent dans cette catégorie.

1 – Panorama du marché du Diagnostic In Vitro (DIV)

1.2 Clients et produits du DIV

1.2.1 Structure de la clientèle

Schématiquement, la clientèle de l'industrie du DIV se décompose en 2 grandes catégories :

- Le marché des professionnels de santé (B to B) composé principalement des laboratoires de biologie médicale et d'anatomo-cyto-pathologie (40% du CA en France) et des centres hospitaliers (35% du CA),
- Le marché à destination des usagers (B to B to C), représentant 21% du CA en France, avec la mise à disposition d'« autotests » comme ceux destinés à la mesure de la glycémie.

Le B to B représente l'essentiel du marché (75% en France)

Diagnostic In Vitro	
Professionnels de santé (B to B)	Usagers (B to B to C)
<ul style="list-style-type: none"> - Les laboratoires privés de biologie médicale (LBM) et d'anatomo-cyto-pathologie (ACP) - Les centres hospitaliers publics et privés (CH) - Les Etablissements du sang - Les autres clients (médecine du travail, enseignement/recherche...) 	<ul style="list-style-type: none"> - Les grossistes répartiteurs / pharmacies
	Autotests : <ul style="list-style-type: none"> - Glycémie - Tests INR...

Source : SIDIV, Invest Securities

1.2.2 Les typologies de produits et systèmes commercialisés

Les dispositifs de DIV peuvent aller de simples tests jusqu'à des technologies sophistiquées impliquant des réactifs, étalonneurs, équipements de contrôle, kits, logiciels et instruments connexes.

Les produits destinés au marché du DIV des laboratoires se composent de consommables (85% des ventes en France) et d'instruments (15%).

- Les consommables intègrent principalement les récipients pour les échantillons et les réactifs. Cette activité se caractérise par une récurrence des ventes et constitue la majeure partie des résultats des industriels du secteur.
- Les instruments sont des systèmes analytiques automatisés (hard + soft) et le plus souvent spécialisés sur une technologie (biochimie, immunologie, cytologie...). Le prix de ces machines est compris en moyenne entre 15 000€ et 150 000€. L'automatisation offre des gains importants en termes de productivité ainsi qu'une standardisation des process et une plus grande fiabilité des résultats.

1.2.3 Business model

En règle générale, l'association réactifs/instruments/logiciels est conçue au travers de systèmes fermés. Les consommables d'une société ne peuvent être utilisés qu'avec les instruments de cette même société. Ce type de modèle permet de fidéliser le client et de s'assurer des revenus captifs au travers de la vente de consommables.

Dans la pratique, les laboratoires sont de moins en moins enclins à investir dans l'achat de systèmes relativement onéreux. La tendance actuelle, renforcée par la stagnation économique, favorise l'essor de la Mise à Disposition (MAD), la location ou les achats en CPR (Coût Patient Rendu). Dans ce cas de figure, l'investissement est supporté par l'industriel dont le financement est assuré par un surcoût sur le prix d'achat des consommables.

Un modèle économique synonyme de fortes barrières à l'entrée pour tout nouvel entrant

1 – Panorama du marché du Diagnostic In Vitro (DIV)

1.2.4 Un secteur qui se caractérise par d'importants investissements R&D

L'innovation est un des principaux éléments de différenciation entre les acteurs du DIV. En Europe, les industriels du DIV investissent de l'ordre de 10% de leur CA en R&D. Soulignons que les PME du secteur, sont reconnues comme le moteur de cette innovation.

R&D : environ 10% du CA du secteur

Cette innovation porte le plus souvent sur l'amélioration des techniques et des outils existants dans le domaine des réactifs (qui servent à effectuer l'analyse) ou des instruments (automatisation...). On parle alors d'innovation incrémentale. Le SIDIV (Syndicat l'Industrie du Diagnostic In Vitro) estime que l'investissement en recherche incrémentale représente entre 70 et 75% des budgets de R&D de l'industrie.

1.3 Le marché du DIV

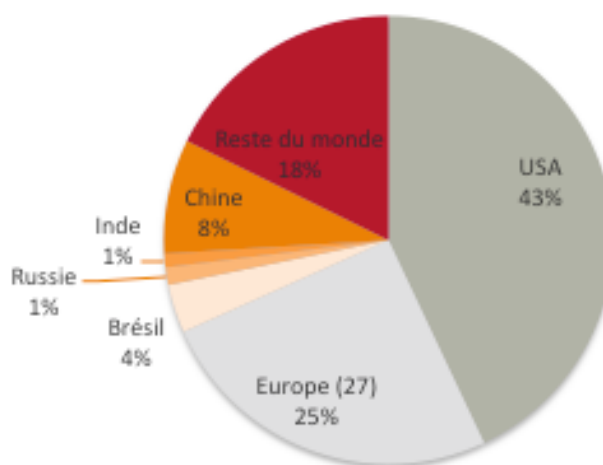
1.3.1 Le marché mondial

Le marché mondial du DIV est évalué à environ 56Mds\$ en 2015 par Research and Markets et devrait croître à un rythme annuel moyen de +5,8% sur la période 2015-2020e pour atteindre 75Mds\$.

Le marché mondial du DIV estimé à 56Mds\$ en 2015

Les Etats-Unis représentent le plus grand marché des dispositifs de DIV avec 43% du marché mondial, suivi de l'Europe avec plus de 25%. Les politiques de réduction des budgets de santé menées dans les pays développés ont tendance à limiter le remboursement des examens de biologie médicale et des tests innovants, ayant pour effet de réduire la croissance de l'industrie du DIV. Les pays émergents en général et l'Asie en particulier enregistrent les plus forts taux de croissance (>10%) au travers notamment de la mise en place de politique de prévention des maladies infectieuses par les gouvernements. D'une manière générale au niveau mondial, les principaux facteurs de croissance du marché du DIV sont : une sensibilisation accrue des patients aux problèmes de santé, la mise à disposition de tests d'autodiagnostic et l'explosion démographique liée au baby-boom des pays émergents et au vieillissement de la population.

Répartition mondiale du marché du DIV



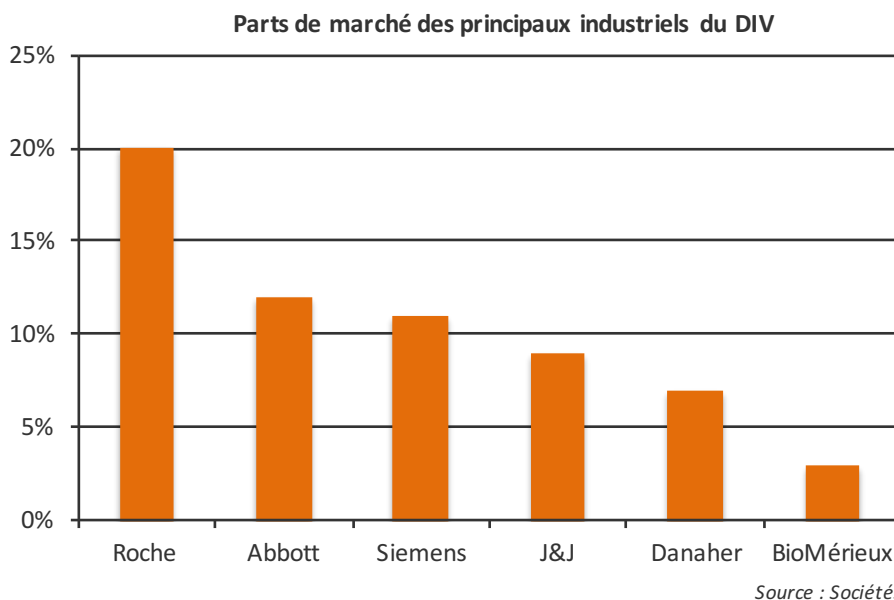
Source : EDMA, Research and Markets

1 – Panorama du marché du Diagnostic In Vitro (DIV)

1.3.2 Les blue chips du DIV

Les 6 principaux acteurs du marché DIV sont : Roche, Abbott, Siemens, Johnson and Johnson, Danaher et Biomérieux. A eux six, ces industriels détiennent 62% du marché mondial du DIV.

Les 6 premiers industriels du DIV accaparent plus de 60% du marché



Trois acteurs détiennent des parts de marché supérieures à 10% :

- ❖ Roche Diagnostic, filiale du groupe pharmaceutique, est le leader mondial avec une part de marché estimée à environ 20%. Le groupe dispose d'un large portefeuille de diagnostics dans le domaine des maladies infectieuses (HPV, HIV, hépatites...).
- ❖ Abbott est le 2^{ème} acteur avec une part de marché de 12%. L'immunochimie constitue la majorité des ventes mais la biologie moléculaire est l'activité la plus dynamique (HIV, Hépatites virales...).
- ❖ Siemens Healthcare détient environ 11% du marché du DIV avec une présence forte dans les domaines de l'immunologie, de l'hématologie, de la biologie moléculaire, de l'analyse d'urine, et des systèmes d'analyse des gaz sanguins.

2 – Novacyt : un groupe diversifié de diagnostic in vitro




2.1 Activités du groupe Novacyt	p.12
2.1.1 Novacyt : le challenger de la cytologie en milieu liquide (LBC)	
2.1.2 Lab21 : une offre hématologie/sérologie et microbiologie bientôt complétée par la biologie moléculaire	
2.1.3 Primer Design : une acquisition synonyme de fortes synergies	
2.2 Les personnes clés du groupe	p.13
2.2.1 Organigramme	
2.2.2 Un management expérimenté	
2.3 Vision et stratégie : la convergence entre cytologie, microbiologie et biologie moléculaire	p.14
2.3.1 Amont : une expertise forte dans le domaine du prélèvement et de la conservation	
2.3.2 Aval : une offre de diagnostics cytologiques, microbiologiques et bientôt moléculaires	

2 – Novacyt : un groupe diversifié de diagnostic in vitro

Novacyt est un groupe diversifié de diagnostic in vitro. La société a été créée en 2006 en se spécialisant dans le diagnostic cytologique en milieu liquide (LBC). En 2014, Novacyt a acquis Lab21 ce qui lui a permis d'étendre son activité dans les domaines de l'hématologie/sérologie et de la microbiologie. En 2016, Novacyt a acquis la société Primer Design qui lui permettra de détenir de fortes positions en biologie moléculaire.

2.1 Activités du groupe Novacyt

Le groupe Novacyt est composé de 3 entités distinctes dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau ci-dessous.

			
Positionnement			
Activité	Cytologie en milieu liquide	Laboratoire clinique hématologie/sérologie microbiologie	Biologie moléculaire
Produits services	Consommables et automate	Services laboratoire Consommables	Consommables et automate
Localisation	France	UK	UK
Chiffres			
Nombre de salariés	15	65	25
CA 2016e	2,1 m€	8 m€	5,9 m€
Marge EBITDA 2016e	ns	1%	35%
Caractéristiques			
Caractéristiques	Taille critique insuffisante mais fortes perspectives de croissance	Développement de marchés de niche sur des activités matures	Fortes perspectives de croissance profitable Fortes synergies avec les autres activités

Source : Invest Securities

Une diversification qui renforce le potentiel tout en réduisant les risques

2.1.1 Novacyt : le challenger de la cytologie en milieu liquide (LBC)

Novacyt a développé et commercialise le système entièrement automatisé Novaprep de diagnostic cytologique en milieu liquide (LBC). Novaprep vise en priorité le marché de la cytologie gynécologique (80% du marché total) dans le dépistage du cancer du col de l'utérus (marché mondial estimé à 5,9Mds\$). En tant que challenger, Novacyt se différencie par l'innovation pour concurrencer les 2 acteurs du marché (Hologic et Becton Dickinson) en situation de duopole. Après avoir plafonné autour de 1m€, les ventes semblent enfin décoller sous l'impulsion du nouveau management et de nouveaux canaux de distribution dont un partenariat récemment conclu en Chine. Nous anticipons une forte croissance des ventes (TMVA 2016-18e de +37%) avec un CA 2018e de 3,9m€. De nouveaux partenariats devraient être annoncés (distribution, co-testing...) offrant des leviers de croissance, conditions pour envisager à moyen terme un EBITDA positif.

2.1.2 Lab21 : une offre hématologie/sérologie/microbiologie bientôt complétée par la biologie moléculaire

Lab21 est une société de diagnostics intégrée verticalement proposant une offre de services de diagnostics avec son laboratoire médical et deux entités (hématologie/sérologie et microbiologie) centrées sur le développement/fabrication/commercialisation de kits de tests. Avec son laboratoire, le groupe dispose d'un outil de recherche, de développement et de certification de ses produits. L'activité hématologie/sérologie est une activité mature et profitable positionnée sur des marchés de niche (marchés émergents). La partie Microbiologie, centrée sur des techniques d'immunologie et de biochimie, développe son portefeuille de produits en biologie moléculaire.

Un laboratoire qui profite à la R&D du groupe et un vaste réseau commercial

2 – Novacyt : un groupe diversifié de diagnostic in vitro

Au travers de ces 2 structures, Lab21 s'appuie sur un réseau de plus de 200 partenaires, permettant de couvrir plus de 115 pays. La CA 2016e ressort à 7,8m€ et devrait croître en rythme annuel de +6% pour atteindre 8,6m€ en 2018e. La Marge Brute de Lab21 est voisine de 50%. L'EBITDA est attendu à l'équilibre (+0,2m€) en 2016e et s'établir à 0,6m€ en 2018e.

2.1.3 Primer Design : une acquisition synonyme de fortes synergies

Primer Design est une société anglaise de diagnostic moléculaire spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente de kits de PCR en temps réel et d'une plateforme technologique propriétaire Genesig. Primer Design connaît une forte croissance profitable avec un EBITDA 2015 de 1,77m€ (+62%) pour un CA de 5,4m€ (+55%).

Novacyt vient de conclure l'acquisition de la société pour un montant maximum de 18,9m€ (dont 5,9m€ de variable). Ce mouvement stratégique va permettre à Novacyt d'accélérer sa rentabilité (EBITDA 2016e proche de l'équilibre à -0,7m€ vs -1,9m€) et de prendre pied sur le marché dynamique du diagnostic moléculaire, avec à la clé des synergies de revenus importantes entre les différentes entités du groupe.

2.2 Les personnes clés du groupe

2.2.1 Organigramme



Source : Novacyt

2.2.2 Un management expérimenté

❖ Graham Mullis CEO

Graham Mullis a été nommé CEO de Novacyt suite à la fusion avec Lab21 en juin 2014, poste qu'il occupait précédemment au sein de Lab21 depuis 2008. A cette époque, il a restructuré l'activité et a fait évoluer la stratégie de Lab21, dont l'activité était initialement centrée sur les services en Grande Bretagne, en l'orientant vers la vente de produits et une expansion internationale. Graham Mullis a une expérience de plus de 25 ans dans les domaines de la santé, les produits pharmaceutiques et les dispositifs médicaux.

❖ Anthony Dyer CFO

Anthony Dyer a débuté en 2010 sa carrière chez Lab21 comme contrôleur financier avant d'être nommé Directeur Financier de Novacyt en septembre 2014. Il totalise une expérience de plus de 15 ans dans le secteur de la santé et a travaillé pour des sociétés comme Galapagos.

❖ Eric Peltier CIO

Le Dr Peltier est un médecin pathologiste ayant occupé le poste de Directeur de recherche clinique de Mauna Kea Technologies pendant six ans avant de co-fonder Novacyt en 2006. Il a été Directeur Général de Novacyt jusqu'à sa fusion avec Lab21 en 2014. Il est désormais Directeur de l'innovation.

2 – Novacyt : un groupe diversifié de diagnostic in vitro

❖ Jean Pierre Crinelli Secrétaire Général

Jean Pierre Crinelli a dirigé pendant plus de 15 ans plusieurs entreprises internationales avant de co-fonder Novacyt en 2006.

❖ Ian Wilde Responsable affaires réglementaires et qualité

Ian Wilde a rejoint Novacyt en octobre 2014 en tant que responsable qualité. Il dispose d'une expérience de plus de 15 ans dans le milieu médical.

❖ Manuela Gazzard Directeur commercial

Manuela Gazzard a travaillé pendant plus de 18 ans pour le compte de multinationales pharmaceutiques (Johnson & Johnson) et d'entreprises de biotechnologies avant de rejoindre Novacyt en mars 2015 comme Directeur commercial.

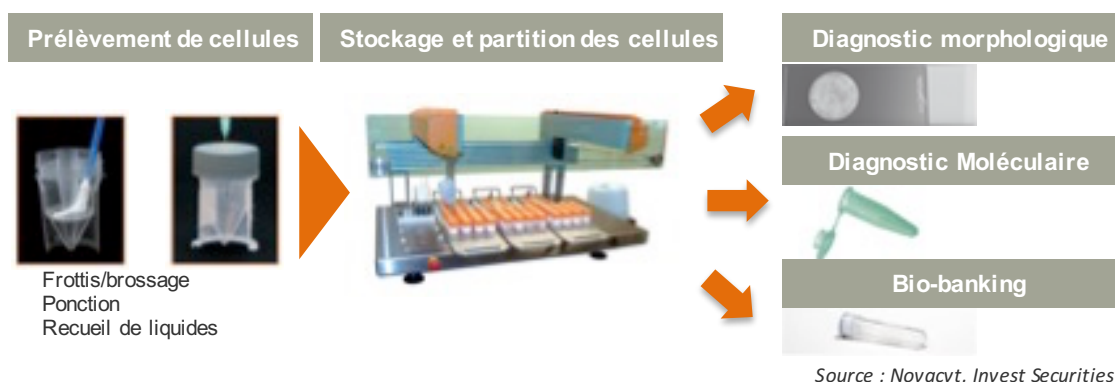
2.3 Vision et stratégie : la convergence entre cytologie, microbiologie et biologie moléculaire

Novacyt dispose d'une forte expertise dans le domaine de l'oncologie et des maladies infectieuses au travers de techniques de diagnostics faisant appel à la cytologie, la microbiologie et la biologie moléculaire avec l'acquisition de Primer Design.

La tendance actuelle est à une convergence de ces différentes techniques (co-testing) pour le diagnostic de cancers causés par des virus oncogènes (virus ayant la capacité de rendre cancéreuses les cellules). Cette convergence implique la capacité de pouvoir, à partir d'un prélèvement conservé dans un milieu adéquat, procéder à ces différents diagnostics.

2.3.1 Amont : une expertise forte dans le domaine du prélèvement et de la conservation

L'offre Novaprep, initialement conçue pour l'activité cytologie, évolue pour pouvoir, à partir d'un prélèvement unique, préparer l'échantillon à la fois pour : 1) une analyse cytologique, 2) une analyse biomoléculaire, 3) le bio-banking (collection d'échantillons et de données biologiques destinées à la recherche scientifique).



Un groupe présent sur la partie amont et avale du diagnostic

2.3.2 Aval : une offre de diagnostics cytologiques, microbiologiques et bientôt moléculaires

Le groupe dispose d'ores et déjà d'une offre répondant aux besoins de tests en cytologie, en virologie et en microbiologie. Un des axes forts de développement concerne le champs de la biologie moléculaire en général et des cancers causés par des virus oncogènes en particulier. Novacyt va pouvoir s'appuyer sur les compétences de Primer Design et des capacités offertes par son laboratoire médical pour développer une offre en biologie moléculaire (biomarqueurs) afin de répondre aux attentes du marché notamment dans le domaine du co-testing. Au-delà des développements internes, des acquisitions semblent envisageables dans le domaine du diagnostic moléculaire pour renforcer à moyen terme le portefeuille de biomarqueurs du groupe.

3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous

3.1 La cytologie traditionnelle	p.16
3.1.1 Historique	
3.1.2 Cytologie traditionnelle : les différentes étapes	
3.1.3 Avantages et limites de la cytologie traditionnelle	
3.2 Novaprep : cytologie nouvelle génération ou cytologie en milieu liquide (LBC)	p.17
3.2.1 Principe de la cytologie en milieu liquide (LBC)	
3.2.2 Technologies et Process Novaprep	
3.3 Technologies concurrentes de cytologie en milieu liquide (LBC)	p.19
3.3.1 Avantages concurrentiels de la technologie Novaprep	
3.3.2 Les Automates	
3.3.3 Les Flacons	
3.3.4 Les Logiciels d'aide au diagnostic	
3.4 La cytologie : un marché d'avenir ?	p.21
3.4.1 Taille du marché du diagnostic des cancers du col de l'utérus	
3.4.2 La vaccination remplacera-t-elle le diagnostic ?	
3.4.3 La biologie moléculaire risque ou opportunité ?	
3.4.4 La cytologie pour des applications non gynécologiques	
3.4.5 Politiques de remboursement des examens cytologiques	
3.5 Novaprep : TMVA 2016-18e de +37% du CA	p.22
3.5.1 Les marchés adressés par Novacyt	
3.5.2 Stratégie commerciale	
3.5.3 La Chine : nouvel eldorado	
3.5.4 Des ventes attendues en forte croissance	

3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous

Novacyt a développé et commercialise le système entièrement automatisé Novaprep de diagnostic cytologique en milieu liquide (LBC). Novaprep vise en priorité le marché de la cytologie gynécologique (80% du marché total) dans le dépistage du cancer du col de l'utérus (marché mondial estimé à 5,9Mds\$). En tant que challenger, Novacyt se différencie par l'innovation pour concurrencer les 2 acteurs du marché (Hologic et Becton Dickinson) en situation de duopole. Après avoir plafonné autour de 1m€, les ventes de Novaprep semblent enfin décoller sous l'impulsion du nouveau management et une expansion de la distribution comme le partenariat récemment conclu en Chine. Nous anticipons une forte croissance des ventes (TMVA 2016-18e de +37%) avec un CA 2018e de 3,9m€. De nouveaux partenariats devraient être annoncés (distribution, co-testing avec Abbott...) offrant des leviers de croissance, conditions nécessaires pour envisager à moyen terme un EBITDA positif.

3.1 La cytologie traditionnelle

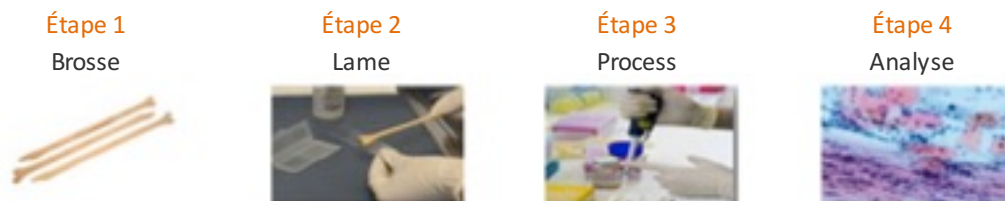
Le Pap test : une efficacité démontrée dans la détection et la prévention du cancer du col de l'utérus...

3.1.1 Historique

Après la 2nd guerre mondiale, sur la base des travaux de Georges Papanicolaou, la cytologie prend son essor avec des applications concrètes dans le domaine gynécologique. A cette époque, le cancer du col de l'utérus est l'une des principales causes de mortalité chez les femmes. Georges Papanicolaou a mis en évidence l'intérêt clinique de l'étude des cellules cervico-vaginales par la méthode dite des frottis vaginaux (ou Pap test) pour la détection et la prévention du cancer du col de l'utérus. L'infection par un virus, le papillomavirus humain (HPV), est la 1^{ère} cause de ce cancer.

3.1.2 Cytologie traditionnelle : les différentes étapes

Le professionnel de santé prélève un échantillon de cellules sur le col de l'utérus d'une femme à l'aide d'une petite spatule plate ou d'une brosse (étape 1). Il procède ensuite à l'étalement et à la fixation des cellules sur une lame en verre (étape 2). La lame est ensuite adressée à un laboratoire de cytologie où elle est colorée (étape 3). Enfin, la lame est examinée au microscope (Etape 4) pour déterminer la classification des cellules.



Source : Novacyt

3.1.3 Avantages et limites de la cytologie traditionnelle

Le dépistage quasi-systématique dans les pays développés a permis de réduire drastiquement le risque d'être atteinte d'un cancer du col de l'utérus. Au cours de la vie, selon l'institut de veille sanitaire, ce risque est inférieur à 1% dans les pays développés alors qu'il est estimé à 4 % dans les pays en voie de développement où le dépistage est plus rare.

Toutefois, cette technique est loin d'être infaillible puisque selon une étude de l'Agency for Health Care Policy and Research (AHCPR) de 1999 :

- ❖ La sensibilité (proportion de patientes ayant la maladie que le test identifie correctement comme étant positif) ressort à 51 % (fourchette de 37 % à 84 %).
- ❖ La spécificité (proportion de patientes n'ayant pas la maladie (normales) que le test identifie correctement comme étant négatif) atteint 98 % (fourchette de 86 % à 100 %).

La faible sensibilité du test et le taux élevé de résultats de test faux-négatifs trouvent principalement leur origine dans le prélèvement des échantillons et/ou la préparation des lames.

... même si cette technique est loin d'être infaillible

3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous

3.2 Novaprep : cytologie nouvelle génération ou cytologie en milieu liquide (LBC)

3.2.1 Principe de la cytologie en milieu liquide (LBC)

Par opposition à la cytologie traditionnelle qui nécessite de nombreuses interventions manuelles, la cytologie en milieu liquide vise à automatiser et fiabiliser l'ensemble du process. Concrètement, une fois le prélèvement effectué (étape 1), celui-ci est transféré dans un flacon contenant une solution de conservation (étape 2). Ensuite, un automate réalise la préparation de cytologie et dépose les cellules d'intérêts sur une lame de microscope (étape 3). Un cytologiste procède ensuite à l'analyse (étape 4) aidé ou non par un logiciel d'aide au diagnostic.

La cytologie en milieu liquide automatise et fiabilise l'ensemble du process



3.2.2 Technologies et Process Novaprep

La technologie Novaprep se compose de consommables (flacons, systèmes de décantations et une solution liquide pour optimiser l'adhésion des cellules sur la lame de verre : Novastick) et d'automates (NovaPrep Processor System) pour la préparation de cytologie. Automates et consommables étant indissociables.

❖ Prélèvement

Etape 1 : prélèvement



Source : Novacyt

Etape 1 : à l'aide de la brosse Cervex-Brush-Combi, un prélèvement est effectué au niveau du col de l'utérus.



Etape 2 : transfert du prélèvement



Source : Novacyt

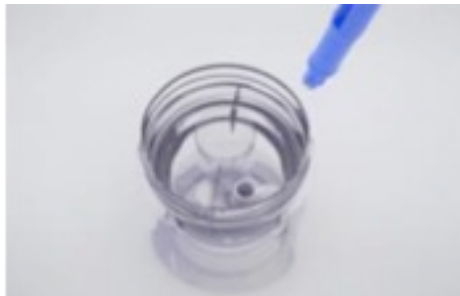
Etape 2 : la brosse est ensuite écrasée et frottée contre le système de filtrage afin de libérer les cellules de l'échantillon. Un filtre nylon de surface rugueuse permet de détacher les cellules de la brosse à tête large et plate tandis que le coude à surface crénelée permet de détacher les cellules de la brosse de type écouvillon.



3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous

100% de l'échantillon
recueilli est transmis au
laboratoire

Etape 3 : détachement de la brosse



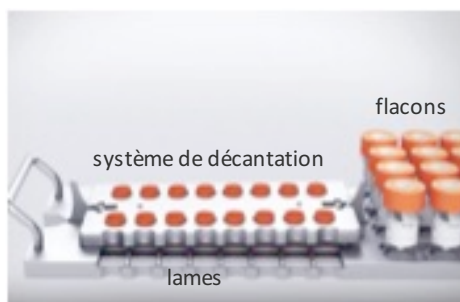
Source : Novacyt

Etape 3 : l'extrémité de la brosse est détachée et laissée dans le flacon avec la suspension cellulaire. A noter que le design du flacon permet de retirer la brosse sans toucher l'échantillon.

Le flacon est ensuite refermé avec un bouchon disposant d'une membrane perçable et cicatrisante et donc isolé de toutes contaminations extérieures.

❖ **Traitement automatisé**

Etape 4 : chargement

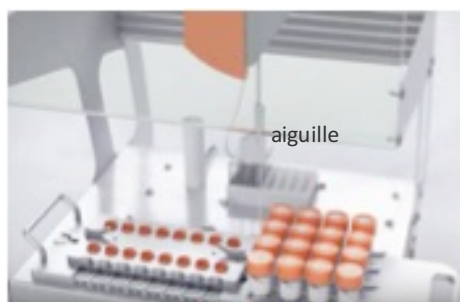


Source : Novacyt

Etape 4 : les flacons sont chargés sur le plateau de traitement du côté droit. Sur la partie gauche, le système de décantation vient se superposer sur les lames où sera réalisé l'étalement cellulaire.

Un système entièrement
automatisé

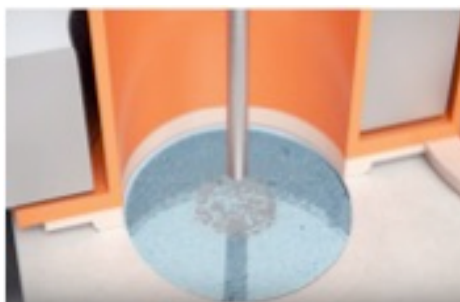
Etape 5 : traitement 1/2



Source : Novacyt

Etape 5 : l'aiguille vient prélever les cellules déposées au fond du flacon conique qui concentre les cellules d'intérêts qui sont plus lourdes que les cellules normales.

Etape 6 : traitement 2/2



Source : Novacyt

Etape 6 : l'échantillon prélevé dans l'aiguille est mélangé à la solution Novastick avant d'être déposé sur la lame.

3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous

3.3 Technologies concurrentes de cytologie en milieu liquide (LBC)

Les pionniers en LBC sont les sociétés Hologic (500m\$ de CA en cytologie) et Becton Dickinson (1,3Md\$ dans le diagnostic en général dont 592m\$ aux US) avec des solutions approuvées par la FDA en 1996 pour le test Hologic ThinPrep et en 1999 pour le test de Becton Dickinson SurePath. En tant que précurseurs de cette technologie, ces 2 groupes se retrouvent en situation de duopole sur certains marchés matures tels que les Etats-Unis ou la Grande Bretagne. Bien que le process entre les différentes offres en matière de LBC soit similaire, il est toutefois possible de faire plusieurs distinctions sur les technologies offertes par les trois acteurs.

Un marché dominé par Hologic et Becton Dickinson

3.3.1 Avantages concurrentiels de la technologie Novaprep

	Hologic	Becton Dickinson	Novacyt
Offre	ThinPrep	SurePath	Novaprep
Automates			
Automatisation	X TP 2000 ✓ TP 5000	X	✓
Différenciation volumes	X	X	✓
Flacon			
Forme	standard	standard	conique
Bouchon	à vis standard	à vis standard	perçable et cicatrisant
Brosse conservée dans le flacon	X	✓	✓
Liquide de conservation	alcool	alcool + formaldéhyde	alcool
Durée de conservation des cellules	42 jrs	28 jrs	45 jrs
Durée de conservation ADN (co-testing)	>3 mois	3 semaines	>3 mois
Positionnement prix	2,5€/3€	2€/2,5€	2€/2,5€
Aide au diagnostic			
Logiciel	✓	✓	✓ 2016/17

Novacyt : un challenger qui se différencie par l'innovation

Source : Novacyt, Invest Securities

3.3.2 Les Automates

Novacyt propose 2 types d'automates capables de traiter des volumes plus ou moins importants. Cette double offre permet d'adresser des laboratoires présentant des degrés d'activités différents, ce qui n'est pas le cas de ses concurrents qui sont davantage positionnés sur des volumes importants comparables au NPS 50 (jusqu'à 100 000 tests/an vs 20 000 pour le NPS 25) de Novacyt.

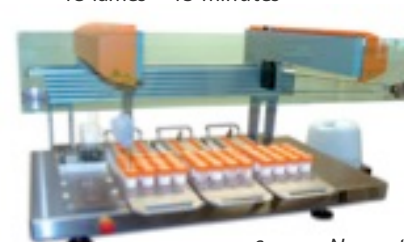
NPS 25 : 1 plateau

16 lames – 45 minutes



NPS 50 : 3 plateaux

48 lames – 45 minutes



Source : Novacyt

3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous

Les automates Becton Dickinson et le TP 2000 d'Hologic (qui représentent l'essentiel de la base installée) nécessitent plusieurs étapes manuelles et sont considérés à ce titre comme « semi-automatisés ».

3.3.3 Les Flacons

Novacyt propose deux types de flacons brevetés particulièrement innovants (gynécologiques et non gynécologiques) dédiés à l'optimisation du recueil cellulaire utilisant un fixateur unique adapté à tous les types de prélèvements (brossage ou ponction).

Un flacon innovant protégé par de nombreux brevets

Flacon gynécologique (GYN)
prélèvements par brossage



Flacon non gynécologique (NON GYN)
prélèvements par ponction à aiguille



Source : Novacyt

A la différence des flacons de ses concurrents qui ne présentent aucune fonctionnalité particulière mis à part le fait de renfermer le liquide de conservation cellulaire, les flacons de Novacyt offrent de nombreux avantages.

❖ L'importance du design

Une fois le prélèvement effectué et le transfert des cellules effectif dans le flacon (incluant la brosse de prélèvement pour le flacon GYN), ce dernier n'est plus jamais ouvert et tout transfert s'effectue au travers de la membrane perçable et cicatrisante du bouchon. Cette approche permet de conserver l'échantillon à l'état natif évitant toute contamination extérieure, gage de fiabilité des résultats pour le patient. Les techniciens de laboratoires sont, quant à eux, prémunis de tout risque d'aérosolisation des microparticules que peuvent renfermer les différentes suspensions cellulaires (virus, bactéries, spores...).

La forme conique du flacon permet de sélectionner les cellules d'intérêt en utilisant la vitesse de sédimentation différentielle (les cellules d'intérêt plus lourdes se déposent au fond du cône) et d'en extraire uniquement les éléments les plus informatifs.

❖ Une solution de conservation longue durée adaptée au co-testing

Hologic et Novacyt utilisent un conservateur à base d'alcool tandis que celui de Becton Dickinson est à base d'alcool + formaldéhyde. Le formaldéhyde est un très bon agent fixateur pour l'analyse cytologique mais il est en revanche moins performant pour l'analyse moléculaire qui est fréquemment utilisée pour confirmer le diagnostic cytologique initial (test réflexe ou co-testing). Ce conservateur a l'inconvénient de figer trop fortement les brins d'ADN/ARN entraînant des cassures lors de l'extraction. Le conservateur de Becton Dickinson a malgré tout été validé pour la biologie moléculaire mais sous conditions de conservation : 3 semaines à température ambiante (15-30°C) et 6 mois en milieu réfrigéré (2-10°C).

A l'inverse, la conservation des prélèvements à partir d'une solution sans formaldéhyde s'effectue à température ambiante pour une durée supérieure à 3 mois.

Une étude a validé l'utilisation du milieu de cytologie Novaprep avec le test de diagnostic moléculaire « RealTime High Risk HPV » d'Abbott. Abbott, en partenariat avec Novacyt, procède actuellement à une étude comparative des différents milieux de cytologie (cf 3.4.3).

Une marque d'intérêt d'Abbott pour le milieu cytologique Novaprep

3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous

3.3.4 Les Logiciels d'aide au diagnostic

Par rapport à ses deux concurrents, Novacyt accuse un retard dans le domaine d'aide au diagnostic. Ces systèmes ont vocation à améliorer l'efficacité du diagnostic par rapport à une approche exclusivement humaine, tout en augmentant la productivité des cytologistes. Hologic propose le système d'imagerie TIS (ThinPrep Imaging System) qui vise à faciliter le diagnostic en sélectionnant différentes vues à présenter au technicien. Avec son système BD FocalPoint, Becton Dickinson permet de classer les lames avec une probabilité d'anomalie. Toutefois, Novacyt est sur le point de combler ce retard avec le développement en cours de son propre logiciel d'aide au diagnostic qui devrait être disponible en 2016/17.

3.4 La cytologie : un marché d'avenir ?

3.4.1 Taille du marché du diagnostic des cancers du col de l'utérus

Le marché mondial du diagnostic des cancers du col de l'utérus est estimé à 5,9Mds\$ en 2013 par Transparency Market Research et devrait croître de 6,1% par an sur la période 2014 à 2020 pour atteindre 8,9Mds\$. D'après cette étude, les tests de cytologie traditionnels comptent pour 45% de ce marché, soit 2,7Mds\$, la cytologie en milieu liquide représente une part équivalente et le solde est à mettre au crédit de la biologie moléculaire (625m\$).

Au niveau géographique, l'Amérique du Nord représente la part la plus importante de ce marché. Toutefois, la plus forte croissance provient de la zone Asie-Pacifique (Japon, Corée du Sud, Malaisie, Australie, Thaïlande, Inde et Chine) avec une croissance annuelle moyenne estimée d'environ 8,1% sous l'impulsion d'une hausse du niveau de vie, de la sensibilisation aux tests de dépistage et du soutien des politiques de santé publique.

3.4.2 La vaccination remplacera-t-elle le diagnostic ?

Deux vaccins dirigés contre deux (type 16 et 18) à quatre génotypes de virus HPV (papillomavirus humain) impliqués dans la genèse des cancers sont commercialisés depuis 2006. En France, comme dans la plupart des pays industrialisés, les caractéristiques des vaccins existants offrent une protection de l'ordre de 70% même si l'impact réel de la vaccination ne sera pas connu avant au moins une décennie. Dès lors, la Haute Autorité de Santé a réitéré en 2010 ses recommandations pour le dépistage du cancer du col de l'utérus ainsi que sa promotion par les industriels commercialisant les vaccins.

3.4.3 La biologie moléculaire risque ou opportunité ?

❖ La biologie moléculaire peut-elle remplacer la cytologie dans le diagnostic du cancer du col ?

La biologie moléculaire connaît une croissance importante (TMVA +8,3% pour un marché estimé à 625m\$ par Transparency Market Research) dans la détection des cancers du col de l'utérus. Certains pays envisagent d'utiliser le test de dépistage HPV (papillomavirus humain) comme principale méthode de dépistage.

Novacyt entrevoit dans cette évolution du marché des opportunités de développement dans la mesure où le test HPV n'assure pas une détection optimale et que l'on se dirige davantage sur une approche de co-testing, combinant biologie moléculaire et cytologie. Cette analyse s'est vue confortée par de nouvelles observations scientifiques publiées récemment dans Cancer Cytopathology (revue médicale publiée par le comité scientifique de l'American Cancer Society) par Quest Diagnostics, un des plus grands laboratoires de biologie médicale au monde, et par l'Université de Pittsburgh.

La cytologie gynécologique : un marché mondial de 5,9Mds\$

Des opportunités de développement dans le co-testing

3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous

Novacyt/Abbott : un partenariat à l'étude dans le co-testing

Leur étude, parue le 14 avril 2015, parvient à la conclusion que le dépistage fondé uniquement sur le test HPV a moins de chances de dépister avec précision une affection précancéreuse ou un cancer du col de l'utérus qu'un dépistage fondé sur le frottis chez des femmes âgées de 30 à 65 ans. Un résultat négatif erroné est observé chez pas moins de 19 % des femmes pour le cancer du col de l'utérus lorsque le test de dépistage HPV est la seule méthode utilisée. L'étude recommande l'utilisation d'un dépistage double associant le frottis et le test de dépistage HPV pour les femmes de cette tranche d'âge.

❖ Des opportunités de développement avec les fabricants de tests HPV

Novacyt entend nouer des partenariats avec des fabricants de tests de dépistage HPV afin d'associer les avantages cliniques et techniques de l'utilisation du système Novaprep avec les tests de dépistage HPV.

Dans ce cadre, Novacyt collabore avec Abbott pour évaluer le potentiel du milieu de cytologie Novaprep avec le test de diagnostic moléculaire « RealTime High Risk HPV » d'Abbott. Ce test HPV permet de déterminer si la patiente est infectée par un des 14 types de virus HPV à haut risque. L'objectif de cette collaboration vise à associer le résultat du dépistage cytologique pour la prise en charge des patientes dont les premiers résultats obtenus par le test HPV ne sont pas concluants. Dans le cadre de ce partenariat, une étude a d'ores et déjà validé l'utilisation du milieu de cytologie Novaprep avec le test de diagnostic moléculaire d'Abbott. Abbott procède actuellement à une étude comparative entre différents milieux de cytologie (Hologic, B&D et Novacyt). Les résultats de cette étude seront connus dans les prochains mois.

3.4.4 La cytologie pour des applications non gynécologiques

Le dépistage du cancer du col de l'utérus est le principal marché de la cytologie (80%). La cytologie permet également de diagnostiquer d'autres cancers tels que celui des poumons (2m de tests dans le monde selon Novacyt), de la thyroïde (2m de tests), des urines (9m de tests)...

Même si ce marché reste à l'état embryonnaire pour Novacyt, il n'en reste pas moins un axe de développement pour le groupe. La technologie Novaprep permet d'adresser ce marché avec les mêmes automates en utilisant le flacon NON GYN adapté aux prélèvements qui s'effectuent par recueil direct (ex urine), brossage (ex poumon) ou ponction (ex sein).

3.4.5 Politiques de remboursement des examens cytologiques

La prise en charge des examens cytologiques par les systèmes de santé varient grandement d'un pays à l'autre. Pour les activités gynécologiques, la moyenne des remboursements en Europe est estimée aux alentours de 20€ avec de fortes disparités : 6€ en Allemagne/Autriche, 15,40€ en France et 20€ en Suisse. Généralement, les examens cytologiques non gynécologiques sont mieux pris en charge à l'image de la France qui rembourse 28€.

3.5 Novaprep : TMVA 2016-18e de +37% du CA

3.5.1 Les marchés adressés par Novacyt

❖ **Homologations** : la technologie Novaprep a obtenu le marquage CE IVD pour l'Europe en 2008 pour les applications cytologiques gynécologiques et en 2009 pour les autres indications cytologiques (urines, poumons, thyroïde, ganglions et tissus mammaires). Novacyt dispose également du marquage CFDA en Chine depuis 2012. Une homologation aux Etats-Unis (FDA) est envisagée probablement après la concrétisation d'un partenariat pour adresser le marché américain.

3 – Novaprep : une croissance enfin au rendez-vous



❖ **Distribution** : sur son marché national, la France, Novacyt commercialise en direct l'ensemble de ses produits. Plus généralement le groupe adresse une vingtaine de pays dans le monde principalement centrée sur l'Europe, la zone Asie pacifique et le Moyen-Orient. La commercialisation fait largement appel à la force de vente de Lab21 en s'adressant à des distributeurs spécialisés qui assurent la relation avec le client final.

3.5.2 Stratégie commerciale

La stratégie commerciale du groupe vise en premier lieu à s'attaquer aux marchés où la cytologie est opérée de manière traditionnelle. Cette approche exclue de facto le marché américain et britannique où la LBC représente l'essentiel des tests de dépistage avec les technologies Hologic et Becton Dickinson. La situation est plus contrastée en Europe continentale où, selon les pays, la cytologie traditionnelle représente encore 30% à 60% des actes de dépistage. Les marchés les plus prometteurs se trouvent dans les pays de la zone Asie-Pacifique (cf 3.4.1). Bien évidemment, dans la mesure du possible, Novacyt tente de convertir des utilisateurs de LBC à sa technologie en mettant en avant ses avantages concurrentiels.

3.5.3 La Chine : nouvel eldorado

Bien que l'homologation chinoise remonte à 2012, le groupe a subi un premier revers avec le distributeur initialement envisagé qui a retardé de près de 3 ans le lancement dans ce pays. En 2015, Novacyt a conclu un nouveau partenariat avec Leica Biosystems intégrant la distribution, la logistique et le service après-vente. Les premières retombées de ce partenariat en termes de CA sont visibles sur les deux derniers mois de 2015 et devraient s'accélérer sur l'exercice 2016.

3.5.4 Des ventes attendues en forte croissance

Après avoir longtemps plafonné autour de 1m€ de CA, Novaprep a enregistré en 2015 une croissance de +30% de son CA sous l'impulsion des ventes réalisées entre autres en Chine seulement sur les deux derniers mois de l'année. La contribution de ce marché au CA devrait se poursuivre en 2016 avec des ventes attendues en hausse de +60% et se prolonger sur les exercices suivants. Une croissance plus soutenue des ventes est envisageable, mais nous attendons la matérialisation des promesses chinoises avant d'envisager une révision à la hausse de nos estimations. Notons qu'à ce stade, le CA n'intègre aucune contribution de partenariat envisagé avec des fournisseurs de plateforme (co-testing) comme Abbott et des synergies de revenus éventuelles découlant de l'acquisition de Primer Design.

Premières contributions au CA du partenariat en Chine sur la fin 2015

TMVA 16-18e du CA de +37% tiré par les ventes en Chine

Prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA de Novaprep

(en m€)	2014		2015		2016e		2017e		2018e	
CA Novaprep	1,0	22,2%	1,3	14,7%	2,1	15,4%	3,0	17,0%	3,9	19,4%
var.	-12,6%		+30,0%		+60,0%		+45,0%		+30,0%	
Marge brute	0,4	40,3%	0,6	48,7%	1,13	54,0%	1,70	56,0%	2,29	58,0%
var.	ns		+57,3%		+77,4%		+50,4%		+34,6%	
Subventions	0,2		0,1		0,2		0,1		0,1	
Opex	-2,0		-2,8	-213%	-3,4	-160%	-3,4	-113%	-3,7	-94%
var.	nd		+42,6%		+20,3%		+2,5%		+7,7%	
EBITDA Novaprep	-1,38	-137%	-2,00	-153%	-2,06	-98%	-1,64	-54%	-1,31	-33%
var.	nd		+45,3%		+3,0%		-20,6%		-19,8%	

Source : Invest Securities

Sous l'effet de la croissance des ventes, la Marge Brute 2015e atteint 0,6m€ et devrait progresser de manière significative sur les prochains exercices. En revanche, l'EBITDA demeurera en territoire négatif sur notre horizon de prévisions eu égard à d'importants coûts de structure. Nous estimons qu'un niveau de CA de 6/7m€ permettrait à Novaprep d'afficher une profitabilité positive.

4 – Lab21 : 3 entités au potentiel distinct

4.1 Lab21 : spécialiste du diagnostic et de la médecine personnalisée	p.25
4.1.1 Historique	
4.1.2 Lab21 au cœur de la médecine personnalisée	
4.1.3 Un réseau de distribution couvrant plus de 115 pays	
4.1.4 Positionnement et caractéristiques des 3 entités	
4.2 Laboratoire clinique	p.27
4.2.1 Une activité de services	
4.2.2 Principaux domaines d'expertise	
4.2.3 Des ventes tirées par le développement d'une nouvelle offre de services	
4.3 Hématologie Sérologie	p.28
4.3.1 Une activité centrée sur les maladies infectieuses	
4.3.2 Principaux produits	
4.3.3 Une activité profitable et en croissance régulière	
4.4 La Microbiologie	p.29
4.4.1 Une activité qui se développe en biologie moléculaire	
4.4.2 Principaux produits	
4.4.3 Une croissance organique voisine de 6%	
4.5 Lab21 : prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA	p.30
4.5.1 TMVA 2016-18e du CA de +6%	
4.5.2 Une Marge Brute qui devrait se rapprocher de 50%	
4.5.3 Des charges de structure qui pénalisent la rentabilité	

4 – Lab21 : 3 entités au potentiel distinct

Lab21 est une société de diagnostics intégrée verticalement proposant une offre de services de diagnostics avec son laboratoire médical et deux entités (hématologie/sérologie et microbiologie) centrées sur le développement/fabrication/commercialisation de kits de tests. Avec son laboratoire, le groupe dispose d'un outil de recherche, de développement et de certification de ses produits. L'activité hématologie/sérologie est une activité mature et profitable positionnée sur des marchés de niche (marchés émergents). La partie Microbiologie, centrée sur des techniques d'immunologie et de biochimie, développe son portefeuille de produits en biologie moléculaire. La CA 2016e ressort à 7,8m€ et devrait croître en rythme annuel de +6% pour atteindre 8,6m€ en 2018e. La Marge Brute de Lab21 est voisine de 50%. L'EBITDA est attendu à l'équilibre (+0,2m€) en 2016e et devrait s'établir à 0,6m€ en 2018e.

4.1 Lab21 : spécialiste du diagnostic et de la médecine personnalisée

4.1.1 Historique

Lab21 a été créé en 2005 sous la forme d'un laboratoire de diagnostic clinique sur le marché britannique. Le groupe s'est ensuite diversifié par croissance organique et croissance externe (NPTech Services, Biotec Laboratories, Plasmatec Laboratory Products, Delphic Diagnostics, Selah Technologies, Microgen Bioproduct, Myconostica) dans le développement, la fabrication et la vente de produits et kits de diagnostics pour les marchés cliniques et vétérinaires, l'industrie alimentaire et l'environnement.

Lab21 a fusionné avec Novacyt en 2014 et est intégré dans les comptes de ce dernier depuis le 1^{er} juillet. Cette opération stratégique a permis au groupe d'étoffer son offre et d'utiliser le laboratoire clinique de Lab21 pour le développement de Novaprep et le réseau commercial (distributeurs) pour la vente des produits Novaprep.

4.1.2 Lab21 au cœur de la médecine personnalisée

Eu égard à son positionnement, Lab21 se décrit comme un spécialiste de la médecine personnalisée légitimé par son offre de services en tant que laboratoire et au travers de son offre de produits.

Le Council of Advisors on Science and Technology (PCAST) définit la médecine personnalisée comme suit : « La médecine personnalisée consiste à adapter un traitement médical en fonction des caractéristiques individuelles d'un patient... Elle se traduit par la capacité de classer les individus en sous-populations caractérisées par la prédisposition à certaines maladies ou par la réponse à un traitement particulier. Les mesures préventives ou thérapeutiques sont donc prescrites aux patients qui en bénéficieront tout en évitant d'imposer des effets secondaires aux individus qui n'en tireront pas parti. Les coûts associés à ces effets secondaires sont également évités. »

4.1.3 Un réseau de distribution couvrant plus de 115 pays

Chaque entité dispose de sa propre force commerciale. D'une manière générale, les ventes sont effectuées en direct sur le marché national (Grande Bretagne). A l'international, le groupe s'appuie sur un réseau de plus de 200 partenaires, permettant de couvrir plus de 115 pays.

Lab21 intègre Novacyt en juillet 2014 permettant d'étoffer la distribution des produits Novaprep

4 – Lab21 : 3 entités au potentiel distinct

4.1.4 Positionnement et caractéristiques des 3 entités

Lab21 est composé de 3 structures juridiques indépendantes : 1) Lab21 Ltd dans les services, 2) Lab21 Healthcare dans l'hématologie et la sérologie, 3) Microgen Bioproduct dans la microbiologie.

3 entités au positionnement et aux perspectives distinctes

	Laboratoire (Services)	Hématologie / Sérologie	Microbiologie
Activité	R&D / services	Développement, fabrication et commercialisation	
Services/produits	Diagnostic moléculaire, tests mutation génétique...	Réactifs et kits en hématologie/sérologie	Réactifs et kits bactériens/fongiques
Localisation	Cambridge UK	Bridport UK	Camberley UK
Marques	Lab21	Lab21/Biotec/Plasmat ec	Microgen/myconostica
Clients	Secteur médical	Laboratoires / banques de sang	Secteur médical/vétérinaire Industrie alimentaire et environnement
CA 2016e	0,9m€	3,9m€	3,1m€
Croissance normative est.	6/8%	5/6%	6/8%
Marge EBITDA	0/3%	25%	20/25%
Export	ns	80/90%	70%
Caractéristiques	Outil de R&D et de certification pour Novacyt	« Cash cow » produits matures	Développement du portefeuille en biologie moléculaire

Source : Invest Securities

4 – Lab21 : 3 entités au potentiel distinct

4.2 Laboratoire clinique

4.2.1 Une activité de services

Lab21 est un laboratoire d'analyses médicales certifié (ISO 9001/CPA) basé à Cambridge en Grande Bretagne. Ses principaux domaines d'expertise sont l'oncologie, les maladies infectieuses et plus généralement la gestion des traitements thérapeutiques et les tests diagnostics compagnons.

Le laboratoire s'adresse :

- Aux patients directement ou au corps médical dans le diagnostic et le suivi thérapeutique,
- A l'industrie pharmaceutique, aux industriels du diagnostic et des biotechnologies dans le développement et la certification de tests de diagnostics compagnons et de biomarqueurs.

Bien évidemment, Novacyt s'appuie sur l'expertise et le savoir-faire du laboratoire pour sa recherche, le développement et la certification de ses produits. L'activité R&D pour le compte du groupe représente environ 20% de l'activité totale du laboratoire.

4.2.2 Principaux domaines d'expertise

❖ Oncologie

Lab21 propose un ensemble de diagnostics moléculaires pour évaluer les marqueurs génétiques des cancers : colorectal, de la peau, du foie...

❖ HIV / hépatites virales

Lab21 offre un ensemble de prestations dans le domaine du HIV et des hépatites virales. Ces tests permettent de déterminer la charge virale d'un patient et couvrent son suivi thérapeutique.

❖ Gestion des traitements thérapeutiques et tests diagnostics compagnons

Lab21 dispose d'une large gamme de services de tests spécialisés pour faciliter le choix d'un traitement approprié, pour évaluer le dosage optimal et pour surveiller son assimilation par l'organisme. Cette gamme de services inclut les tests compagnons qui permettent de déterminer si un patient est susceptible de répondre positivement à un traitement envisagé.

4.2.3 Des ventes tirées par le développement d'une nouvelle offre de services

Le CA 2016e est attendu en croissance de +9% en organique (+2,8% en publié) à 0,9m€ sous l'effet du lancement d'un service de diagnostic HPV. La croissance devrait rester soutenue autour de +8% au cours des exercices 2017 et 2018.

Prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA de l'activité Services de Lab21

(en m€)	2014*		2015		2016e		2017e		2018e	
CA Services	0,4	9,6%	0,9	10,1%	0,9	6,7%	1,0	5,5%	1,1	5,2%
var.	nd		+2,8%		+2,1%		+8,0%		+8,0%	
Marge brute	nd		0,26	29,2%	0,28	31,0%	0,33	33,0%	0,38	35,5%
var.			nd		+8,3%		+15,0%		+16,2%	
Opex	0,0		-0,3	-30,8%	-0,3	-32,3%	-0,3	-31,1%	-0,3	-29,9%
var.	nd		nd		+7,1%		+4,0%		+4,0%	
EBITDA Services	nd		-0,01	-1,5%	-0,01	-1,3%	0,02	1,9%	0,06	5,6%
var.			nd		ns		ns		+215%	

* Consolidé en juillet 2014 (6 mois)

Source : Invest Securities

Nous anticipons une légère amélioration de la marge brute et de l'EBITDA sous l'effet conjugué de la croissance des ventes et d'une optimisation des achats. Au-delà de la contribution limitée à l'EBITDA du groupe (-0,01m€ en 2016e), cette activité n'en demeure pas moins stratégique en alimentant le pipeline de produits des autres entités du groupe.

Au-delà de l'activité commerciale, le laboratoire représente un formidable outil de R&D

Une contribution limitée mais l'intérêt de cette activité réside dans sa capacité à développer de nouveaux produits pour le groupe

4 – Lab21 : 3 entités au potentiel distinct

Des produits
particulièrement
adaptés aux pays
émergents

4.3 Hématologie Sérologie

4.3.1 Une activité centrée sur les maladies infectieuses

Cette entité, localisée à Bridport, développe, fabrique et commercialise un ensemble de tests de maladies infectieuses. Ces produits sont utilisés par les laboratoires dans le cadre de diagnostics ou par les banques de sang pour le dépistage des donneurs. Les produits sont commercialisés sous la forme de kits complets ou en vrac pour les réactifs. Avec une technique éprouvée et relativement bon marché, les produits hématologie/sérologie de Novacyt sont particulièrement adaptés aux pays émergents (Moyen-Orient, Asie Pacifique, Amérique du sud). La distribution s'effectue via des appels d'offre avec de gros volumes, ou au travers de commandes régulières de plus petites tailles.

4.3.2 Principaux produits

❖ Maladies infectieuses

Ces tests regroupent des maladies telles que : la syphilis, la malaria, les infections à cytomégalovirus (CMV), la maladie de Chagas. Ils s'adressent aux laboratoires pour la partie diagnostic et aux banques de sang pour les dépistages.

❖ Diagnostic TORCH

Ces tests englobent les pathogènes provoquant des infections dangereuses chez les nouveaux nés et les enfants à naître telles que : la toxoplasmose, la rubéole, le cytomégalovirus (CMV), le virus de l'herpes (VHS)...

❖ Infections bactériennes

Ensemble de tests dédiés à l'identification d'infections bactériennes de type : salmonellose, brucellose, rickettsiose.

❖ Virologie

Tests rapides utilisés dans les cliniques, les laboratoires et les pharmacies pour la détection du rotavirus, virus impliqué dans le cas de diarrhées aiguës.

❖ Sérologie Latex

Ces tests visent à déterminer les facteurs rhumatoïdes : streptocoques, arthrite, pneumocoques, mononucléose...

4.3.3 Une activité profitable et en croissance régulière

Après avoir subi un décalage de facturation lié à des appels d'offres trop tardifs pour être comptabilisés sur 2015, la croissance du CA ressort à +1,3% à taux de change constant (+11,2% en publié). L'exercice 2016 profitera de ce rattrapage et du lancement de nouveaux produits avec une croissance attendue de +7% à taux de change constant (+0,1% en publié) à 3,7m€. La croissance organique des exercices 2017/18e est attendue en ligne avec le niveau normatif estimé à 6%.

« cash machine » du
groupe : faibles capex et
bonne rentabilité

Prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA de l'activité Hématologie et Sérologie

(en m€)	2014*		2015		2016e		2017e		2018e	
CA Hématologie & Sérologie	1,8	39,6%	3,7	41,4%	3,7	27,0%	3,9	21,8%	4,1	20,4%
var.	nd		+11,2%		+0,1%		+6,0%		+6,0%	
Marge brute			1,55	42,1%	1,62	44,1%	1,76	45,0%	1,90	46,0%
var.			nd		+4,7%		+8,2%		+8,4%	
Opex	0,0		-0,7	-18,5%	-0,7	-18,3%	-0,7	-18,0%	-0,7	-17,7%
var.	nd		nd		-0,7%		+4,0%		+4,0%	
EBITDA Hématologie & Sérologie	nd		0,87	23,6%	0,95	25,8%	1,05	27,0%	1,17	28,3%
var.			nd		+9,0%		+11,1%		+11,3%	

* Consolidé en juillet 2014 (6 mois)

Source : Invest Securities

Avec de faibles investissements, une profitabilité élevée (marge d'EBITDA voisine de 25%), l'activité hématologie et sérologie peut être considérée comme la « cash cow » du groupe.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

4 – Lab21 : 3 entités au potentiel distinct

4.4 La Microbiologie

4.4.1 Une activité qui se développe en biologie moléculaire

Des développements intéressants en biologie moléculaire

L'activité Microbiologie, localisée à Camberley au UK, développe, fabrique et commercialise des tests bactériens et fongiques. Ces produits s'adressent aux milieux médical et industriel comme l'industrie alimentaire et la protection de l'environnement. Ces activités sont issues des sociétés Microgen Bioproduct et Myconostica acquises en 2011. Le portefeuille de produits comprend des tests fondés sur des techniques plus matures d'immunologie et de biochimie et des techniques novatrices de biologie moléculaire (PCR).

Lab21 développe également un portefeuille de produits de diagnostic moléculaire en oncologie qui pourrait venir compléter l'offre de cette entité à moyen terme.

4.4.2 Principaux produits

❖ Bactériologie

Cette activité, issue de Microgen Bioproduct, propose à la fois des tests biochimiques (qui visent à mettre en évidence une activité enzymatique bactérienne) et immunologiques (qui reposent sur la détection des antigènes bactériens ou des anticorps dirigés contre ces derniers) pour la mise en évidence des bactéries suivantes : listeria, bacillus, staphylocoque, Streptocoque, E. coli... Ces tests sont destinés aussi bien au milieu médical, qu'industriel ou environnemental.

❖ Kits de biologie moléculaire pour maladies fongiques

Lab21 a débuté la commercialisation fin 2014 d'un nouveau kit de biologie moléculaire détectant les infections fongiques sous la marque Myconostica. Ces tests permettent un diagnostic précoce de la maladie fongique invasive et la prescription d'un traitement médicamenteux approprié.

Myconostica commercialise également des marqueurs utilisés pour la PCR en temps réel dans la détection des champignons Aspergillus et Pneumocystis (problèmes respiratoires).

4.4.3 Une croissance organique voisine de 6%

Le CA 2015 ressort à 3,0m€ en croissance de +13,7% en publié (+2,7% à taux de change constant). Nous anticipons une croissance organique d'environ +6% pour les 3 prochains exercices, en ligne avec le niveau normatif estimé de cette entité. Ce rythme de croissance pourrait même s'accélérer avec l'acquisition de Primer Design puisque l'activité Microbiologie offre d'importantes synergies de revenus avec Primer Design.

Une marge d'EBITDA attendue à 23% en 2018e

Prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA de l'activité Microbiologie

en m€	2014*	2015	2016e	2017e	2018e
CA Microbiologie	1,3	3,0	3,0	3,2	3,4
var.	28,6%	+13,7%	-0,9%	+6,0%	+6,0%
Marge brute	nd	1,83	1,68	1,82	1,97
var.		60,6%	56,4%	57,6%	58,7%
Opex	0,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
var.	nd	-36,9%	-37,4%	-36,6%	-35,7%
EBITDA Microbiologie	nd	0,71	0,57	0,67	0,77
var.		23,8%	19,0%	21,0%	23,0%
		nd	-20,8%	+17,4%	+15,7%

* Consolidé en juillet 2014 (6 mois)

Source : Invest Securities

Cette activité dégage un bon niveau de profitabilité avec une marge d'EBITDA qui devrait être proche de 23% en 2018e, tirée par la montée en gamme des tests de diagnostic moléculaire.

4 – Lab21 : 3 entités au potentiel distinct

4.5 Lab21 : prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA

4.5.1 TMVA 2015-18 du CA de +6%

Le CA est attendu en progression constante à un rythme de +6% (hors effet de change) au cours des prochains exercices pour atteindre 8,55m€ en 2018e. En publié, la croissance 2016e de cette activité, réalisée en grande partie en GBP, sera pénalisée par la hausse de la Livre Sterling (+7,4% depuis le début de l'année) par rapport à l'euro.

L'évolution de la parité €/£ a un impact significatif sur les comptes consolidés du groupe publiés en €

Prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA Lab21

(en m€)	2015	2016e	2017e	2018e
CA Total Lab 21	7,58	7,58	8,05	8,55
<i>var</i>	<i>ns</i>	<i>-0,1%</i>	<i>+6,2%</i>	<i>+6,2%</i>
CA services	0,90	0,91	0,99	1,07
CA hématologie	3,68	3,68	3,90	4,14
CA microbiologie	3,01	2,98	3,16	3,35
Marge brute Lab21	3,6	48,0%	3,6	47,4%
<i>var</i>	<i>ns</i>	<i>-1,3%</i>	<i>+8,7%</i>	<i>+8,9%</i>
Marge Brute services	0,26	0,28	0,33	0,38
Marge Brute hématologie	1,55	1,62	1,76	1,90
Marge Brute microbiologie	1,83	1,68	1,82	1,97
EBITDA Lab21	-0,93	-12%	0,16	2,1%
<i>var.</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>+53%</i>
EBITDA services	-0,01	-0,01	0,02	0,06
EBITDA hématologie	0,87	0,95	1,05	1,17
EBITDA microbiologie	0,71	0,57	0,67	0,77
Frais de holding	-2,50	-1,35	-1,35	-1,41

Source : Invest Securities

4.5.2 Une Marge Brute qui devrait se rapprocher de 50%

Sur 2015-18e, la Marge Brute devrait croître à un rythme un peu plus soutenu que celui du CA avec un TMVA de 9% sous l'effet conjugué de la progression du CA et d'une diminution, en relatif, du coût des achats. Sur la période, le taux de Marge Brute devrait évoluer dans une fourchette de 47/50%.

4.5.3 Des charges de structure qui pénalisent la profitabilité

Pour l'exercice 2015e, les charges de la holding estimées à -2,5m€ (frais administratifs et dépenses R&D), ne seront pas entièrement couvertes par l'exploitation, conduisant à une perte d'EBITDA de 0,93m€. Après une forte réduction attendue en 2016 sur les frais de holding (réduction de coûts + transfert à Novacyt de 0,7m€), Lab21 devrait retrouver le chemin de la profitabilité avec un EBITDA 2016e de 0,16m€ (marge de 2,1%). Cette profitabilité devrait s'améliorer progressivement les années suivantes avec une marge attendue en 2018e de 6,9%.

5 – Primer Design : une acquisition prometteuse

5.1 Principes de la biologie moléculaire	p.32
5.1.1 Principes et technique de la PCR	
5.1.2 Intérêts de la PCR	
5.1.3 Les apports de la PCR en temps réel	
5.1.4 L'importance des biomarqueurs	
5.1.6 Taille et caractéristiques du marché de la biologie moléculaire	
5.2 Primer Design : une offre complète de PCR en temps réel	p.33
5.2.1 Une forte expertise en diagnostic moléculaire	
5.2.2 Principaux produits : consommables et automate	
5.2.3 Primer Design : forte croissance et excellente rentabilité	
5.3 Intérêts, modalités et impacts liés à l'acquisition	p.35
5.3.1 Intérêts stratégiques de l'opération	
5.3.2 Principales synergies attendues du rapprochement	
5.3.3 Modalités financières	
5.3.4 Impact de l'acquisition sur les comptes de Novacyt	

5 – Primer Design : une acquisition prometteuse

Primer Design est une société anglaise de diagnostic moléculaire spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente de kits de PCR en temps réel et d'une plateforme technologique propriétaire Genesis. Le groupe connaît une forte croissance profitable avec un EBITDA 2015 de 1,77m€ (+62%) pour un CA de 5,4m€ (+55%).

Novacyt vient de conclure l'acquisition de la société pour un montant maximum de 18,9m€ (dont 5,9m€ de variable). Ce mouvement stratégique va permettre à Novacyt d'accélérer sa rentabilité (EBITDA 2016e proche de l'équilibre à -0,7m€ vs -1,9m€) et de prendre pied sur le marché dynamique du diagnostic moléculaire, avec à la clé des synergies de revenus importantes entre les différentes entités du groupe.

5.1 Principes de la biologie moléculaire

La PCR en temps réel est devenu la pierre angulaire de la biologie moléculaire moderne.

La biologie moléculaire fait partie des pratiques médicales depuis de nombreuses années mais son développement s'est accéléré au cours de la dernière décennie avec le développement de la PCR (Polymerase Chain Reaction) en temps réel. La PCR en temps réel ou quantitative PCR (qPCR) est devenue la pierre angulaire de la biologie moléculaire moderne.

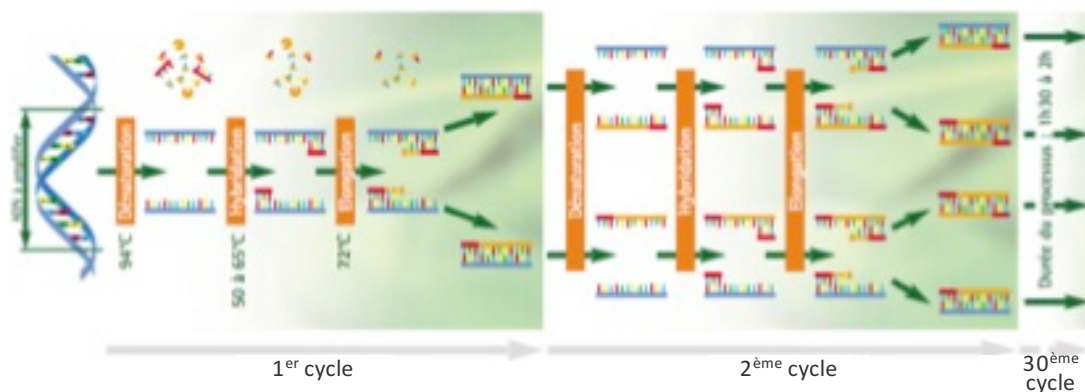
5.1.1 Principes et techniques de la PCR

Un échantillon d'ADN n'est pas directement analysable car il contient une masse trop importante de séquences nucléotidiques. Il convient donc d'isoler les séquences qui présentent un intérêt. La Réaction de Polymérisation en Chaîne (PCR) est une technique *in vitro* d'amplification de l'ADN. À partir d'un extrait d'ADN (ADN matriciel), la PCR peut donc sélectionner une ou plusieurs séquences déterminées et les amplifier par réplication à des dizaines de milliards de copies.

L'amplification par PCR est constituée d'une répétition de cycles comportant trois étapes :

- **Dénaturation** : séparation des deux brins d'ADN.
- **Hybridation** : accrochage des biomarqueurs sur la séquence cible qui seront le point de départ de la synthèse du nouveau fragment.
- **Elongation** : synthèse de la chaîne nucléotidique par une enzyme, la Taq polymérase.

Une trentaine de cycles d'amplification sont suffisants pour détecter l'ADN amplifié.



Source : Monsanto

5.1.2 Intérêts de la PCR

La PCR est employée pour réaliser des empreintes génétiques, qu'il s'agisse de l'identification génétique d'une personne (ex enquête), ou de l'identification de variétés animales ou végétales. La PCR est largement utilisée à des fins de diagnostic pour détecter la présence d'une séquence d'ADN spécifique à l'aide de marqueurs moléculaires ou biomarqueurs (cf 5.1.5).

5 – Primer Design : une acquisition prometteuse

5.1.3 Les apports de la PCR en temps réel

La PCR en temps réel reprend les principes techniques d'amplification de la PCR, mais au lieu de regarder les bandes sur gel à la fin de la réaction, le process est contrôlé en temps réel au moyen d'un détecteur qui surveille la réaction. Les principaux avantages de la PCR en temps réel sont :

- un confort et une rapidité d'utilisation,
- le suivi en temps réel de l'évolution de la réaction et des résultats qui en découlent,
- l'utilisation des données pour effectuer des analyses quantitatives.

5.1.4 L'importance des biomarqueurs

Pour parvenir à amplifier sélectivement des séquences nucléotidiques à partir d'un extrait d'ADN par PCR, il est indispensable de disposer d'un biomarqueur. Celui-ci va servir à la réplication et doit montrer la meilleure complémentarité possible avec les deux extrémités de la séquence d'intérêt que l'on souhaite amplifier.

Dans le domaine médical, outre les applications de R&D, les biomarqueurs peuvent être utilisés à des fins de dépistage ou de diagnostic, dans la gestion des traitements thérapeutiques (efficacité, toxicité) ou encore comme tests compagnons... Ils sont associés à toutes les aires thérapeutiques majeures comme : l'oncologie, les maladies cardiovasculaires, les maladies infectieuses, l'immunologie et la neurologie.

5.1.6 Taille et caractéristiques du marché de la biologie moléculaire

Selon, Research and Markets, le marché de la biologie moléculaire dans son ensemble est estimé à environ 27Mds\$ et connaît une forte croissance tirée par les applications de PCR en temps réel. Le taux de croissance annuel moyen de la PCR en temps réel devrait avoisiner 15%.

L'Amérique du Nord représente le plus grand marché avec une part estimée à 40% (11Mds\$), tandis que l'Europe et l'Asie-Pacifique représentent ensemble plus de 50% du marché mondial.

Un marché de la PCR en temps réel attendu en croissance de 15% de 2015 à 2020e

5.2 Primer Design : une offre complète de PCR en temps réel

5.2.1 Une forte expertise en diagnostic moléculaire

La société a été créée en 2005 dans les locaux de l'Université de Médecine de Southampton. Elle s'est spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente de kits de tests PCR en temps réel, de réactifs et d'instruments.

Primer Design commercialise ses produits, en dehors du marché clinique, dans les secteurs académiques (1/3 des ventes) et industriels / vétérinaire / environnement (2/3 des ventes). La commercialisation s'effectue en direct en Grande Bretagne et par un réseau de plus de 90 distributeurs permettant de couvrir plus de 100 pays. Soulignons également que Primer Design dispose d'un site de e-commerce qui permet au client de passer sa commande directement.

5.2.2 Principaux produits : consommables et automate

❖ Consommables et réactifs de PCR en temps réel

Primer Design dispose d'un catalogue complet de consommables et de réactifs pour la PCR en temps réel. Ces produits sont compatibles avec la plupart des appareils de PCR en temps réel disponibles sur le marché.

❖ Kits de PCR en temps réel

Primer Design détient un portefeuille de plus de 450 Kits de PCR en temps réel pour la détection d'agents pathogènes. Ce portefeuille de produits couvre les tests pour :

- Les maladies infectieuses (R&D seulement) telles que : HCv, HIV, mRSA...

5 – Primer Design : une acquisition prometteuse

- L'industrie alimentaire comme la détection de la salmonellose, la Listeria ou encore l'E.coli.
- Le diagnostic vétérinaire (fièvre aphteuse, tuberculose bovine...).
- La détection de bioterrorisme (anthrax, peste...).

Primer Design a développé un test non-clinique de dépistage moléculaire en temps réel du virus Zika déjà utilisé dans 18 pays à travers le monde, dont le Brésil.

❖ Genesig : un instrument de PCR en temps réel abordable et simple d'utilisation

Primer Design a développé et commercialise depuis 2015 un instrument de PCR en temps réel appelé Genesig Q16. Le Q16 est un système « fermé » qui s'utilise exclusivement avec les kits Primer Design.

Genesig Q16
16 tests simultanés



Consommables
Plus de 450 kits différents



Source : Primer Design

Un automate de PCR en temps réel en rupture par rapport aux matériels existants

Cet automate s'inscrit en rupture par rapport aux matériels existants en termes de prix et d'utilisation. Le Genesig Q16 est proposé à un tarif de 5 952€ alors que les produits les plus comparables sont estimés à 25/40 000€. Il se distingue également par sa simplicité d'utilisation (matériel + logiciel) n'impliquant pas nécessairement un professionnel de laboratoire.

Ce positionnement supprime les 2 principaux freins liés à l'équipement en matière de PCR en temps réel que sont : 1) le coût élevé lié à l'investissement, 2) la complexité d'utilisation. Primer Design démocratise l'accessibilité à la technologie PCR en temps réel en l'ouvrant à une nouvelle frange de clients évoluant dans les secteurs médical (R&D, laboratoires de plus petite taille), vétérinaire, industriel ou environnemental. Ce produit (petit et transportable) s'inscrit dans la tendance de tests « point of care » qui vise à réaliser et interpréter un test au contact direct du patient plutôt que dans un laboratoire central. A titre d'exemple, les résultats d'un test moléculaire HPV peut être obtenu en moins de 2 heures avec l'équipement Genesig alors qu'il faut compter 3 à 4 jours en passant par le laboratoire central.

5.2.3 Primer Design : forte croissance et excellente profitabilité

Primer Design connaît une croissance profitable avec un EBITDA 2015 de 1,77m€ pour un CA de 5,4m€, faisant ressortir une marge d'EBITDA de 33%. La croissance moyenne annuelle du CA 2016-18e devrait avoisiner 15% et celle de l'EBITDA de l'ordre de 19%.

Prévisions de CA, Marge Brute et EBITDA de Primer Design

(en m€)	2014		2015		2016e		2017e		2018e	
CA Primer Design	3,5	76,5%	5,4	60,3%	5,9	43,4%	6,8	38,0%	7,8	38,5%
var.	nd		+54,9%		+10,3%		+15,0%		+15,0%	
Marge brute	2,56	198,3%	3,77	70,4%	4,28	0,16	5,01	73,8%	5,82	74,5%
var.	nd		+47,1%		+13,4%		+17,2%		+16,1%	
Opex	-1,5		-2,0	-37,4%	-2,2	-37,3%	-2,5	-37,0%	-2,9	-37,0%
var.	nd		+36,1%		+10,0%		+14,1%		+15,0%	
EBITDA Primer Design	1,09	31,6%	1,77	33,0%	2,08	35,1%	2,50	36,8%	2,93	37,5%
var.	nd		+62,0%		+17,3%		+20,4%		+17,3%	

Source : Invest Securities

Une marge d'EBITDA bien supérieure à 30%

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

5 – Primer Design : une acquisition prometteuse

5.3 Intérêts, modalités et impacts liés à l'acquisition

5.3.1 Intérêts stratégiques de l'opération

Cette opération présente plusieurs intérêts stratégiques :

- obtenir de fortes positions sur le marché dynamique du diagnostic moléculaire,
- bénéficier de la complémentarité technologique des plateformes Novaprep (Cytologie) et Genesig,
- dégager des synergies de revenus en adressant l'offre produits de Primer Design via le réseau de distribution de Novacyt pour le marché clinique,
- accélérer la rentabilité de Novacyt qui devrait dégager un EBITDA 2016e proche de l'équilibre (-0,7m€) vs perte de -1,6m€ estimée.

5.3.2 Principales synergies attendues du rapprochement

Grace à Novacyt, Primer Design bénéficiera des infrastructures (Laboratoire Lab21) réglementaires permettant de développer et certifier les produits de biologie moléculaire à destination du marché clinique. Jusqu'à présent Primer Design ne pouvait adresser ce marché eu égard aux exigences réglementaires qui sont plus strictes que pour les marchés académiques et industriels. Outre l'adaptation des produits actuels de Primer Design au marché clinique, de nouvelles opportunités de produits seront étudiées afin d'accroître le portefeuille.

La commercialisation des produits de biologie moléculaire de Primer Design pourra s'effectuer au travers du réseau commercial de Novacyt en général et de l'activité microbiologie en particulier. En retour, Novacyt renouvellera son portefeuille avec des produits à forte valeur ajoutée, qui à terme auront vocation à remplacer des produits basés sur des technologies matures.

A plus long terme, des perspectives de développement sont envisageables dans le domaine des automates fondées sur la complémentarité des plateformes détenues par le groupe : Novaprep pour la cytologie et Genesig pour la PCR en temps réel.

Nous n'anticipons pas de synergies de coûts liées au rapprochement dans la mesure où Primer Design restera une entité indépendante au sein du groupe.

5.3.3 Modalités financières

Le prix d'acquisition pour 100% du capital s'élève à 18,9m€ (14,3m£), dont 5,9m€ de variable comprenant : 1) des BSA pour un maximum de 2,56m€, 2) un earnout d'un maximum de 3,3m€ (2,5m£) indexé sur le CA 2016 à 2018. Le financement de la partie fixe de l'opération (13m€) s'est effectué pour partie en échange de titres (6,4m€) et le solde (6,6m€) en numéraire. Pour cette partie cash, Novacyt a levé sur le 1S 2016 7,75m€ : 1) 4m€ d'augmentation de capital, 2) 0,75m€ de titres hybrides (OCABSA), et 3) 3m€ de dette obligataire (maturité 3 ans taux intérêt 12,5%).

De fortes synergies de revenus attendues entre les 2 groupes

Primer Design est valorisé à 18,9m€

Modalités financières de l'acquisition Primer Design

en m	£	€
Cash	5,0	6,6
Titres	4,9	6,4
BSA*	1,9	2,6
earnout 1	1,5	2,0
earnout 2	1,0	1,3
Total	14,3	18,9

* montant maximum

Source : Novacyt

Financement levé sur 1S 2016

en m	€
Augmentation de Capital	4,0
OCABSA*	0,8
Obligation	3,0
Total	7,8

*hors conversion BSA

Source : Novacyt

5 – Primer Design : une acquisition prometteuse

L'opération fait ressortir des multiples EV/CA et EV/EBITDA de respectivement 3,5x-10,7x en 2015 et 3,2x-9,1x en 2016e.

**Multiples
d'acquisition 2016e :**
3,2x EV/CA et
9,1x EV/EBITDA

Multiples d'acquisition		
	2015	2016e
EV/CA	3,5 x	3,2 x
EV/EBITDA	10,7 x	9,1 x

Source : Invest Securities

En intégrant l'ensemble des éléments dilutifs liés à l'opération, la dilution totale est estimée à 44%. Le nombre d'actions passe de 7,2m à 14,2m post opération, soit un nombre de titres multiplié par près de 2. Soulignons que les actionnaires de Primer Design détiennent 15% (hors exercice des BSA) du capital de Novacyt, avec une close de lock-up de 12 mois.

Eléments de dilution				
	Montant m€	Prix est.	Nombre d'actions	% post op.
Aug. capital	4,0	1,40 €	2 857 143	18%
Echange de titres	6,6	2,70 €	2 365 815	15%
OCABSA (bond)	0,8	1,38 €	544 465	3%
OCABSA (BSA)	0,4	1,60 €	235 110	1%
BSA*	2,6	1,16 €	1 000 000	6%
TOTAL	14,3		7 002 532	44%

* montant maximum

Source : Invest Securities

5.3.4 Impact de l'acquisition sur les comptes de Novacyt

L'impact de Primer Design sur les comptes du nouvel ensemble est significatif :

- ❖ Le CA 2016e s'établit à 13,6m€ (+3,9m€ lié à Primer Design), soit un triplement en 3 ans. La croissance organique, similaire aux 2 groupes, avoisine les 15% de 2016 à 2018e.
- ❖ La marge brute 2016e gagne 7,5 points à 55,6% et va continuer à s'améliorer progressivement les 2 années suivantes.
- ❖ L'EBITDA 2016e est attendu proche de l'équilibre à -0,7m€ contre une perte de -1,9m€ sans l'opération avec en ligne de mire une marge d'EBITDA supérieure à 10% en 2018e.

P&L consolidé / Novacyt Group / Primer Design

(en m€)	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e					
CA total Novacyt + PD	4,5	8,9	13,6	17,9	20,3					
var.	ns	+96%	+53%	+31%	+14%					
CA Novacyt Group	4,5	8,9	9,7	11,1	12,5					
var.	ns	+96%	+9%	+15%	+13%					
CA Primer Design	3,5	5,4	3,9	6,8	7,8					
var.	ns	+55%	ns	+72%	+15%					
Marge brute Novacyt + PD	2,0	43,6%	4,3	48,1%	7,6	55,6%	10,6	59,4%	12,4	60,8%
var.	nd	ns	ns	+77%	+40%	+16%				
Marge brute Novacyt Group	2,0	43,6%	4,3	48,1%	4,9	50,5%	5,7	51,4%	6,6	53,1%
var.	nd	ns	ns	+14%	+17%	+16%				
Marge brute Primer Design	2,6	74,1%	3,8	70,4%	2,9	72,4%	5,0	73,8%	5,8	74,5%
var.	nd	ns	ns	ns	+76%	+16%				
EBITDA Novacyt + PD	-2,0	-45,2%	-3,1	-34,6%	-0,7	-5,0%	1,2	6,4%	2,1	10,4%
var.	nd	ns	ns	ns	ns	+83%				
EBITDA Novacyt Group	-1,874	-41,4%	-2,927	-32,9%	-1,9	-19,7%	-1,2	-11,3%	-0,7	-5,8%
var.	ns	ns	ns	ns	ns	ns				
EBITDA Primer Design	1,1	31,6%	1,8	33,0%	1,4	35,1%	2,5	36,8%	2,9	37,5%
var.	nd	ns	+62%	ns	ns	+81%				

* Lab 21 consolidé en juillet 2014

** Primer Design consolidé en mai 2016

Source : Invest Securities

**Le nouveau groupe
enregistre un EBITDA
2016e proche de
l'équilibre vs perte
de -1,7m€**

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

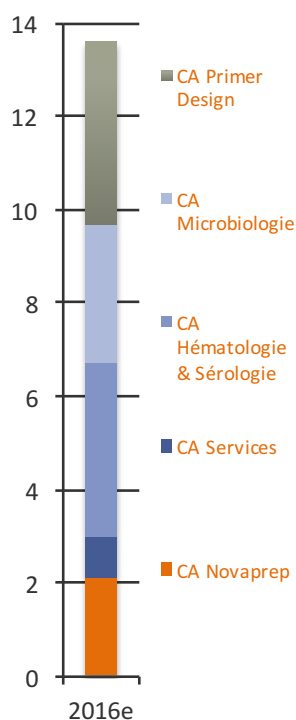
6 – Novacyt Group : croissance forte et profitabilité en hausse

- 6.1 TMVA du CA 2016-18e de +22% en publié et de +14% en organique** **p.38**
- 6.1.1 Un CA 2016e qui dépasse 13,6m€ après l'acquisition de Primer Design
 - 6.1.2 Une croissance organique du CA de +14% sans prise en compte des synergies de revenus
- 6.2 Un nouveau groupe bientôt profitable et rentable** **p.39**
- 6.2.1 Un RN 2015 pénalisé par une dépréciation de goodwill liée à l'acquisition de Lab21
 - 6.2.2 Un EBITDA 2016e qui se rapproche de l'équilibre
 - 6.2.3 Un résultat d'exploitation 2017e bénéficiaire et un résultat net proche de l'équilibre
 - 6.2.4 Un taux d'IS nul pour encore de nombreuses années
- 6.3 Une génération de FCF attendue en hausse et un besoin de financement qui se réduit** **p.40**
- 6.3.1 Une exploitation qui devrait bientôt pouvoir s'autofinancer
 - 6.3.2 Un besoin de financement en forte réduction
 - 6.3.3 Modalités et impacts de l'exercice de l'OCABSA en 2016 et du financement 2017-18e
 - 6.3.4 Bilan et dette nette

6 – Novacyt Group : croissance forte et profitabilité en hausse

Avec Primer Design, Novacyt franchit un cap en termes de taille (CA 2016e de 13,6m€) et de profitabilité (EBITDA 2016e -0,7m€ vs -1,9m€ sans l'opération). Le groupe devrait être en mesure d'afficher un EBIT et un RN proches de l'équilibre en 2017 et positifs en 2018. La croissance organique du CA sera dynamique (TMVA 2016-18e de +14%) alors qu'elle n'intègre pas encore les synergies attendues de l'acquisition.

Pour rappel, Novacyt a levé 7,75m€ sur le 1S 2016 pour financer l'acquisition de la partie cash de Primer Design (6,6m€) et une partie de l'exploitation (1,15m€). Sur 2016, nous estimons que Novacyt aura besoin d'un financement de 1,5m€ qui pourrait être obtenu par l'exercice d'OCABSA. Au-delà, nous estimons que le groupe aura besoin d'un financement additionnel d'environ 7m€ sur la période 2017-18e. Pour faire face à ce besoin, nous retenons l'hypothèse d'une augmentation de capital de 7m€.



6.1 TMVA du CA 2016-18e de +22% en publié et de +14% en organique

6.1.1 Un CA 2016e qui dépasse 13,6m€ après l'acquisition de Primer Design

Le succès de l'acquisition de Primer Design permet au CA du nouvel ensemble de passer un cap en s'établissant à 13,6m€ (vs 8,9m€ en 2015 et 9,7m€ pour Novacyt seul). En 2017e et 2018e le CA ressort à respectivement 17,9m€ et 20,3m€.

CA consolidé / Novacyt Group / Primer Design					
(en m€)	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e
CA total Novacyt + PD	4,5	8,9	13,6	17,9	20,3
var.	ns	+96%	+53%	+31%	+14%
CA Novacyt Group	4,5	8,9	9,7	11,1	12,5
var.	ns	+96%	+9%	+15%	+13%
CA Primer Design	3,5	5,4	3,9	6,8	7,8
var.	ns	+55%	ns	+72%	+15%

* Lab 21 consolidé en juillet 2014

** Primer Design consolidé en mai 2016

Source : Invest Securities

6.1.2 Une croissance organique du CA de +14% sans prise en compte des synergies de revenus

Au niveau organique, Novacyt et Primer Design affichent une croissance du CA très proche avec un TMVA 2016-18e de +14/15%.

Comme nous l'avons vu précédemment, la croissance de Novacyt va être tirée par l'ensemble des activités du groupe. Toutefois, l'activité cytologie (Novaprep) est attendue en très forte hausse sous l'impulsion des ventes réalisées en Chine avec un TMVA 2016-18e de plus de +33%. Lab21 enregistre une croissance plus modérée avec un TMVA 2016-18e de +6%.

A ce stade, nous n'intégrons pas encore les synergies de revenus liées à l'acquisition. Nous attendons tout d'abord les premières publications pour en mesurer l'impact. Toutefois, le CA recèle donc un potentiel de révision à la hausse significatif tiré principalement par :

- A court terme, la commercialisation de l'offre produits de Primer Design via le réseau de distribution de Novacyt (Lab21) pour le marché clinique,
- A plus long terme, la complémentarité technologique des plateformes Novaprep (cytologie) et Genesig (biologie moléculaire).

Un CA en forte hausse tiré par l'acquisition de Primer Design et une croissance organique dynamique de toutes les activités

6 – Novacyt Group : croissance forte et profitabilité en hausse

6.2 Un nouveau groupe bientôt profitable et rentable

6.2.1 Un RN 2015 pénalisé par une dépréciation de goodwill liée à l'acquisition de Lab21

Novacyt a publié pour la 1^{ère} fois des états financiers 2015 en norme IFRS. L'EBITDA 2015 ressort à -2,9m€ (vs -1,9m€ en 2014), pour un CA de 8,9m€ (+14% en comparable). Le groupe a du comptabiliser une charge non-cash de dépréciation du goodwill de 9,8m€ suite à l'acquisition de Lab21 en juillet 2014. Cette acquisition, entièrement financée en titre, a souffert de la baisse du titre Novacyt observé ces derniers mois.

6.2.2 Un EBITDA 2016e qui se rapproche de l'équilibre

Novacyt était jusqu'à présent structurellement déficitaire, pénalisé principalement par l'activité cytologique qui ne dispose pas encore de la taille critique pour couvrir ses charges. L'acquisition de Primer Design, société très profitable (marge d'EBITDA de 35%), permet au nouvel ensemble d'afficher un EBITDA 2016e proche de l'équilibre à -0,7m€ et bénéficiaire en 2017 à 1,2m€. La marge d'EBITDA va continuer de s'améliorer les années suivantes et dépasser 10% en 2018e.

P&L Novacyt + Primer Design

(en m€)	2014*		2015		2016e**		2017e		2018e	
CA	4,5	100%	8,9	100%	13,6	100%	17,9	100%	20,3	100%
<i>var.</i>	<i>ns</i>		<i>+96%</i>		<i>+53%</i>		<i>+31%</i>		<i>+14%</i>	
Autres produits d'exploitation	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Achats consommés	-2,6	-56%	-4,6	-52%	-6,0	-44%	-7,3	-41%	-8,0	-39%
Marge brute	1,9	42,8%	4,275	48,1%	7,6	55,6%	10,6	59,4%	12,4	60,8%
<i>var.</i>	<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>+40%</i>		<i>+16%</i>	
Autres charges	-3,8	-84,3%	-7,2	-81,0%	-8,3	-60,6%	-9,5	-52,9%	-10,2	-50,4%
EBITDA	-1,9	-41,4%	-2,9	-32,9%	-0,7	-5,0%	1,2	6,4%	2,1	10,4%
<i>var.</i>	<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>+83%</i>	
Amortissements et provisions	-0,2	-4,9%	-0,3	-3,5%	-0,7	-5,1%	-1,0	-5,4%	-1,1	-5,5%
EBITA	-2,0	-45,0%	-3,2	-36,4%	-1,4	-10,1%	0,2	1,1%	1,0	4,9%
<i>var.</i>	<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>	
Charges exceptionnelles	-0,5	-11,8%	-0,294	-3,3%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Amort./dépréciation GW	-1,0	-21,9%	-9,8	-110%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Provisions pour litiges	0,1	2,7%	0,0	0,3%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Autres	-0,2	-4,5%	0,1	0,7%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Total coûts non récurrents	-1,6	-35,5%	-10,0	-111,9%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
EBIT publié	-3,6	-80,5%	-13,2	-148%	-1,4	-10,1%	0,2	1,1%	1,0	4,9%
<i>var.</i>	<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>	
Cout dette financière nette	-0,1	<i>ns</i>	-0,9	-41,2%	-0,7	-12,5%	-0,8	-12,5%	-0,6	-12,5%
Autres charges financières	-0,1		0,2		-0,2		0,0		0,0	
Résultat financier	-0,2		-0,7		-0,9		-0,8		-0,6	
RCAIS	-3,8	-84,9%	-13,9	-156,4%	-2,3	-16,7%	-0,6	-3,4%	0,4	1,8%
<i>var.</i>	<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>	
IS / Tx IS / RCAIS	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
RN pdg	-3,8	-84,9%	-13,9	-156,4%	-2,3	-16,7%	-0,6	-3,4%	0,4	1,8%
<i>var.</i>	<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>	
Correction GW	1,0	21,9%	9,8	110%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,000	0,0%
Correction non récurrents	0,7	14,8%	-0,1	-0,7%	0,2	1,5%	0,0	0,0%	0,000	0,0%
RN pdg corrigé	-2,2	-48,1%	-4,2	-47,0%	-2,1	-15,3%	-0,6	-3,4%	0,4	1,8%
<i>var.</i>	<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>		<i>ns</i>	

* Lab 21 consolidé en juillet 2014

** Primer Design consolidé en mai 2016

Source : Invest Securities

6 – Novacyt Group : croissance forte et profitabilité en hausse

6.2.3 Un résultat d'exploitation 2017e bénéficiaire et un résultat net proche de l'équilibre

L'amélioration continue de la profitabilité sera particulièrement visible sur le résultat d'exploitation (EBIT) 2017e attendu légèrement bénéficiaire à 0,2m€. Rappelons aussi que la prise en compte des synergies liées à l'acquisition de Primer Design aurait un double impact sur la profitabilité avec : d'une part des revenus révisés en hausse, et d'autre part un taux de marge significativement supérieur pour les activités centrées sur la biologie moléculaire.

Le résultat net sera encore légèrement déficitaire en 2017e (-0,6m€) et bénéficiaire l'année suivante à 0,4m€.

6.2.4 Un taux d'IS nul pour encore de nombreuses années

Le groupe dispose d'importants reports déficitaires (aussi bien en France qu'au UK), que nous évaluons autour de 40m€ à fin 2015. Dès lors, Novacyt ne devrait pas payer d'impôt sur les bénéfices avant de nombreuses années. Une fois que le groupe aura épuisé ses reports déficitaires, nous évaluons le taux d'imposition normatif entre 15 et 20% étant donné que l'essentiel de l'activité est réalisé en Grande-Bretagne (taux d'IS de 20% - crédits impôt recherche).

6.3 Une génération de FCF attendue en hausse et un besoin de financement qui se réduit

6.3.1 Une exploitation qui devrait bientôt pouvoir s'autofinancer

Le développement de Novacyt a été financé au travers d'augmentations de capital, de dettes et de titres hybrides. Avec l'acquisition de Primer Design, la génération de FCF se trouve renforcée et nous estimons qu'au cours de l'exercice 2017e, le groupe sera en mesure de financer son exploitation avec un FCF opérationnel avant BFR positif de 0,1m€ et un FCF opérationnel après BFR de 0,6m€ en 2018e.

FCF Novacyt + Primer Design

(en m€)	2014*		2015		2016e**		2017e		2018e	
EBITDA retraité	-1,9	-41,4%	-2,9	-32,9%	-0,7	-5,0%	1,2	6,4%	2,1	10,4%
IS théorique / EBITA	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Total capex	-0,6	-13,3%	-0,8	-9,3%	-1,0	-7,1%	-1,1	-5,9%	-1,2	-5,8%
FCF opérationnel net IS avt BFR	-2,5	-54,8%	-3,8	-42,2%	-1,6	-12,0%	0,1	0,5%	0,9	4,6%
Variation BFR	1,5	34,1%	-1,8	-20,4%	-1,0	-7,4%	-0,4	-2,1%	-0,3	-1,5%
FCF opérationnel net IS après BFR	-0,9	-20,6%	-5,6	-62,6%	-2,6	-19,4%	-0,3	-1,6%	0,6	3,0%
Acquisitions/cessions	-1,2	-27,1%	0,0	0,3%	-6,6	-48,5%	-2,0	-11,1%	-1,3	-6,5%
Variation de capital	3,2	69,6%	4,1	46,1%	8,5	62,7%	7,0	39,2%	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 IS	-0,8	-17,7%	-1,4	-15,2%	-0,9	-6,7%	-0,8	-4,5%	-0,6	-3,1%
Free cash-flow publié	0,2	4,1%	-2,8	-31,5%	-1,6	-11,9%	3,9	22,0%	-1,3	-6,5%

* Lab 21 consolidé en juillet 2014

** Primer Design consolidé en mai 2016

Source : Invest Securities

6.3.2 Un besoin de financement en forte réduction

❖ Financement 2015

Sur l'exercice 2015, le groupe a : 1) levé 3,7m€ au travers de deux augmentations de capital, 2) contracté une obligation de 3,5m€ (ayant notamment servi au remboursement d'une dette bancaire de 1,6m€), et 3) sécurisé un financement potentiel de 7,5m€ (5m€ via obligations convertibles et 2,5m€ via BSA) auprès de Yorkville au travers d'une OBCASA (Obligation Convertible à Bon de Souscription d'Actions) dont 1 tranche de 0,25m€ a été exercée.

6 – Novacyt Group : croissance forte et profitabilité en hausse

❖ Financement de 7,75m€ lié à l'acquisition de Primer Design

Au S1 2016, Novacyt s'est financé à hauteur de 7,75m€ au travers de : 1) 4m€ d'augmentation de capital, 2) 0,75m€ de titres hybrides (OCABSA), et 3) 3m€ de dette obligataire (maturité 3 ans taux intérêt 12,5%). Ce montant a vocation à financer l'acquisition de la partie cash de Primer Design (6,6m€) et une partie de l'exploitation (1,15m€).

Novacyt a indiqué disposer d'une trésorerie suffisante pour assurer son exploitation jusqu'en septembre 2016. Nous estimons que le groupe devrait avoir besoin d'un financement additionnel pour le reste de l'année de 1,5m€. Ce financement pourrait être obtenu par l'exercice de 6 bons d'émission d'OCABSA permettant d'obtenir un financement de 1,5m€ (hors exercice des BSA).

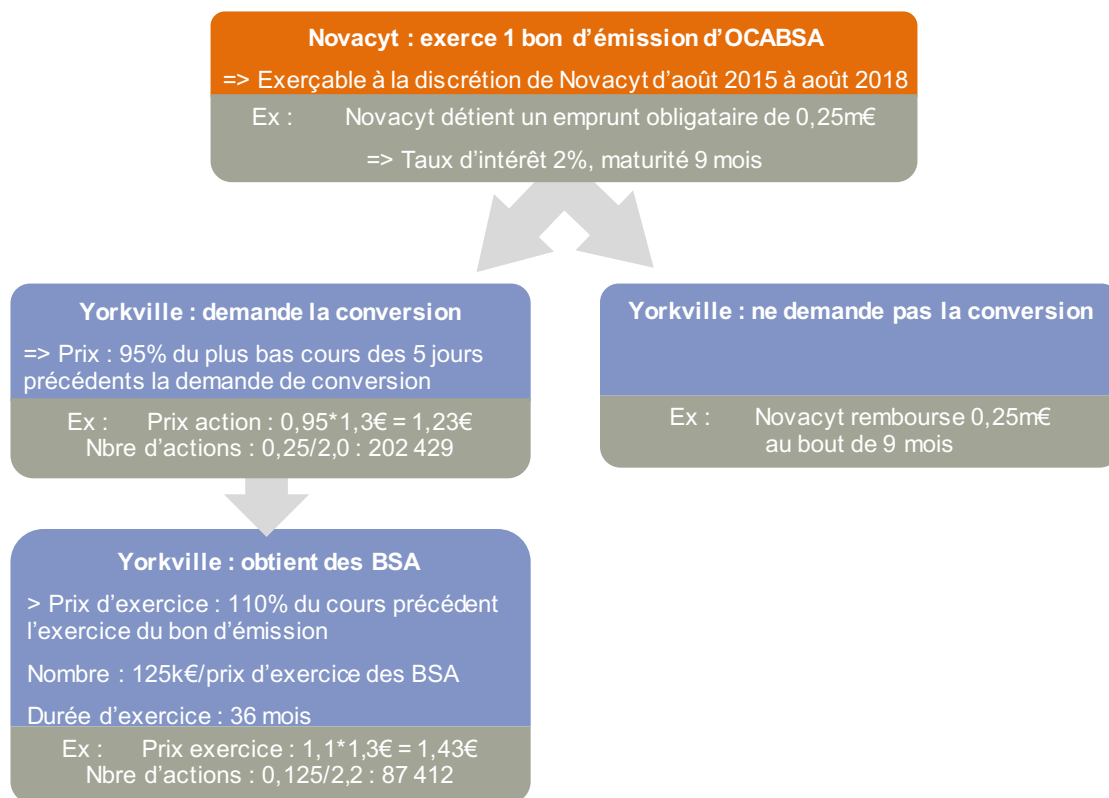
❖ Besoin de financement estimé à 7m€ sur la période 2017-18e

Bien qu'à l'horizon 2017e, l'exploitation devrait être en partie couverte par la génération de FCF d'exploitation, nous estimons que le groupe aura besoin d'un financement additionnel d'environ 7m€ sur la période 2017-18e. Ce financement servira principalement à honorer l'earnout lié à l'acquisition de Primer Design estimé à 2,0m€ et 1,3m€ pour 2017e et 2018e auquel devra s'ajouter le remboursement de la dette obligataire contracté au S1 2016 (2,9m€) et des frais financiers (1,4m€).

Un besoin de financement en forte diminution, estimé à 7m€ de 2017 à 2018

6.3.3 Modalités et impacts de l'exercice de l'OCABSA en 2016 et du financement 2017-18e

❖ Exemple d'exercice d'un bon d'émission d'OCABSA par Novacyt



Un financement flexible mais relativement dilutif compte tenu de la valorisation actuelle du groupe

6 – Novacyt Group : croissance forte et profitabilité en hausse

❖ Impact de l'exercice des OCABSA sur le financement de 2016e

En retenant, l'exercice de 9 bons d'émission (3 effectués au S1 2016 et 6 attendus au S2 2016) en d'OCABSA en 2016, le groupe obtiendra un financement total de 2,25m€ (hors exercice des BSA). En intégrant la conversion de l'obligation et l'exercice des BSA sur la base d'un cours de 1,45 pour la partie exercée sur le 1S 2016 et le cours actuel (1,3€) pour celle exercée au S2 2016, le nombre d'actions créées s'élève à 2,53m.

❖ Hypothèses retenues pour le financement de 2017-18e

Pour faire face à son besoin de financement sur la période 2017-18e, nous estimons que Novacyt pourrait faire appel au marché au travers d'une augmentation de capital. En retenant l'hypothèse que cette opération s'effectue sur le dernier cours de bourse (soit 1,3€), l'augmentation de capital engendrerait la création de 5,4m de titres, soit 25% de titres supplémentaires post opération.

6.3.4 Bilan et dette nette

Bilan Novacyt + Primer Design

(en m€)	2014*	2015	2016e**	2017e	2018e					
Goodwill	18,8	9,3	22,1	24,1	25,4					
Immobilisations incorporelles	1,1	1,3	1,6	1,7	1,7					
Immobilisations corporelles	0,5	0,7	0,9	0,9	0,9					
Actif immo	20,5	11,5	24,8	26,9	28,3					
Stocks	1,3	1,5	2,8	3,8	4,3					
Clients & cptes rattachés	1,3	1,9	3,9	5,0	5,7					
Autres actifs courants	1,1	0,6	1,0	1,3	1,4					
Cash dispo	2,3	1,7	1,8	3,5	0,2					
Total Actif	26,6	17,105	34,3	40,4	39,9					
Capitaux Propres groupe	20,5	10,5	23,2	29,6	30,0					
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Total capit. propres	20,5	10,5	23,2	29,6	30,0					
Dettes financières	1,2	3,4	5,1	2,9	0,9					
Total provisions	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2					
Fournisseurs	3,7	2,5	4,3	5,7	6,5					
Dettes sociales	0,3	0,4	1,0	1,4	1,6					
Etat - impôts, taxes et assimilés	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2					
Dettes sur immobilisation	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0					
Autres dettes	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3					
Avances et acomptes reçus	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1					
Total Actif	26,6	17,1	34,3	40,4	39,9					
Dette Nette/gearing (%)	-1,1	-5%	1,7	16%	3,3	14%	-0,6	-2%	0,7	2%
Variation DN	-0,3	2,8	1,6	-3,9	1,3					
Ratio DN/EBITDA	0,6x	-0,6x	-4,9x	-0,5x	0,3x					

* Lab 21 consolidé en juillet 2014

** Primer Design consolidé en mai 2016

Source : Invest Securities

A fin 2015, la dette nette du groupe ressort à 1,7m€ et devrait atteindre 3,3m€ à fin 2016. La prise en compte d'une levée de fonds de 7m€ en 2017e permettra au groupe d'être en situation de trésorerie nette (-0,6m€) à la fin de cet exercice.

7 – Valorisation : un potentiel significatif estimé à +79%

7.1 Retraitement de la VE et calcul du nombre d'actions en circulation	p.44
7.2 Comparables Medtech : une valorisation de 2,2€	p.45
7.3 Comparables blue chips : une valorisation indicative de 2,6€	p.45
7.4 DCF : une valorisation de 2,5€	p.46

7 – Valorisation : un potentiel significatif estimé à +79%

Novacyt présente selon nous un profil désormais attractif avec l'acquisition de Primer Design et au regard de la forte croissance attendue de l'activité (TMVA du CA 2016-18 de 14% en organique). L'objectif de cours de 2,4€ (+79%) obtenu par la moyenne de la méthode de comparables d'un échantillon Medtech (2,2€) et de la méthode DCF (2,5€) fait ressortir des multiples d'EV/CA 2016-17e de respectivement 1,9x et 2,1x. Soulignons que cet objectif de cours intègre l'ensemble des besoins de financement du groupe avant que celui-ci soit en mesure d'autofinancer son développement. Nous initions donc le titre à l'ACHAT.

7.1 Retraitement de la VE et calcul du nombre d'actions en circulation

Concernant le calcul de la VE et le nombre d'actions en circulation, nous présentons une double approche.

❖ 1 - Prise en compte du financement 2016 et de la dilution théorique estimée

En plus des éléments habituels (Dette nette et autres provisions), le retraitement de la VE intègre :

- Le prix d'acquisition total de Primer Design (VE de 18,9m€)
- Les fonds effectivement levés en 2016 (OPE, OCABSA, BSA, AK) pour 14,3m€ et le financement additionnel estimé de 2,3m€ au travers de l'exercice d'OCABSA

Le nombre d'actions retenu (15,9m) intègre les actions en circulation fin 2015 (7,19m) au S1 et la dilution (8,76m) afférente aux différentes sources de financement utilisées par le groupe en 2016.

❖ 2 - Prise en compte du besoin de financement 2017-18e au travers d'une AK de 7m€

Afin d'apprécier la valeur de Novacyt en intégrant son besoin de financement jusqu'à ce qu'il puisse s'autofinancer, nous avons émis l'hypothèse d'une augmentation de capital de 7m€ pour couvrir la période 2017-18e. Cette augmentation de capital, basée sur le cours actuel de 1,39€ par titre, induit la création de 5,43m d'actions supplémentaires. Au regard de la faible valorisation actuelle et de la capacité de Novacyt de pouvoir lever de la dette à cette échéance, cette approche semble être la plus pénalisante en terme de dilution. Un financement par dette pour tout ou partie du besoin de financement et/ou une hausse du titre auront un impact relatif significatif sur notre objectif de cours.

Nous intégrons une dilution maximum fondée sur nos hypothèses de besoin de financement du groupe sur la base du cours actuel

Synthèse des éléments intégrés dans la VE et du nombre de titres en circulation

	Montant m€	Prix est.	nbre d'actions	% post op.	
Financement réalisé au S1 2016	Levée de fonds 2016	4,0	1,40 €	2 857 143	18%
	Echange de titres	6,6	2,70 €	2 365 815	15%
	OCABSA (bond)	0,8	1,38 €	544 465	3%
	OCABSA (BSA)	0,4	1,60 €	235 110	1%
	BSA*	2,6	1,16 €	1 000 000	6%
	Sous total S1 2016	14,3		7 002 532	44%
Financement anticipé au S2 2016	OCABSA (bond) S2 2016e	1,5	1,27 €	1 178 319	7%
	OCABSA (BSA) S2 2016e	0,8	1,47 €	508 820	3%
	TOTAL 2016	16,5		8 689 671	55%
Financement anticipé en 2017-18	Levée de fonds 2017-18e	7,0	1,34 €	5 223 881	25%
	TOTAL 2017-18	7,0		5 223 881	25%

* montant maximum

Source : Factset, Invest Securities

7 – Valorisation : un potentiel significatif estimé à +79%

7.2 Comparables Medtech : une valorisation de 2,2€

En l'absence d'échantillon significatif de sociétés comparables en termes de taille dans le domaine du diagnostic in vitro, nous retenons un échantillon de 18 sociétés du secteur Medtech. Nous utilisons le critère du multiple EV/CA dans la mesure où ces sociétés, en forte croissance, ne sont pour l'essentiel pas encore profitables pour envisager un multiple EV/EBITDA. Bien qu'hétérogène, la moyenne des multiples EV/CA semble selon nous bien caractériser le profil de ce type de sociétés.

En retenant les multiples d'EV/CA 2016-17e, Novacyt affiche pour ces 2 années une décote de plus de 50% par rapport à notre échantillon.

Sur la base de notre approche « diluée », intégrant l'ensemble du financement 2016, notre objectif moyen s'élève à 2,5€. En intégrant la dilution engendrée par l'augmentation de capital de 7m€ sur la base du cours actuel (« approche fully diluted »), notre valorisation moyenne ressort à 2,2€.

Valorisation par la méthode des comparables : échantillon Medtech

	Capi (m€)	Cours (€)	var.		EV/CA	
			1 mois	ytd	16e	17e
Amplitude Surgical	163,8	3,5	+6%	-27%	2,3x	1,8x
Crossject SA	53,6	8,1	-18%	-22%	ns	3,6x
Diagnostic Medical System	30,6	0,2	-5%	-26%	0,7x	0,8x
EOS Imaging SA	65,7	3,3	-15%	-34%	2,3x	1,9x
Genomic Vision SA	33,4	7,5	-10%	-15%	ns	3,9x
I.CERAM		4,3	-13%	-29%	7,7x	6,9x
Intrasense SA	7,5	0,9	-12%	-26%	3,2x	3,1x
Mauna Kea	34,1	2,1	-6%	-31%	2,7x	2,2x
Medicrea	46,9	5,2	-8%	-23%	1,8x	1,6x
Medtech SAS	71,6	30,0	+4%	+18%	4,0x	2,4x
Safe Orthopaedics	30,3	2,2	+14%	-15%	5,2x	2,9x
SpineGuard SA	25,6	5,1	+6%	+2%	2,9x	2,0x
Spineway SA	10,4	2,9	+1%	-4%	1,8x	1,4x
Stentys SA	46,1	2,6	-8%	-47%	3,7x	3,1x
SuperSonic	46,2	2,9	-25%	+24%	1,5x	1,6x
Theraclion SA	30,0	6,2	+18%	-6%	4,4x	3,2x
Theradiag SA	16,9	2,8	+2%	-20%	1,9x	1,5x
Vexim SA	68,5	9,0	+7%	-11%	3,1x	2,7x
Moyenne			-4%	-16%	3,1x	2,6x
Novacyt	12,6	1,3	-19%	-58%	1,2x	1,3x

Source : Factset, Invest Securities

	CA 16e	CA 17e
Agrégats Novacyt	13,6	17,9
VE implicite vs comparables Medtech	41,8	46,4
Dette financière nette 2015	-1,7	-1,7
Prix acquisition Primer Design	-18,9	-18,9
Levée de fonds 2016	16,5	16,5
Provisions, immo fi, autres	0,1	0,1
Valeur Capitaux propres dilués	37,9	42,4
/ nombre d'actions ap dilution 2016*	15,9	15,9
= Valeur théorique de l'action diluée	2,4	2,7
Valeur Capitaux propres dil	37,9	42,4
Levée de fonds 2017-18e	7,0	7,0
Valeur Capitaux propres fully diluted	44,9	49,4
/ nombre d'actions ap dilution AK 2017**	21,4	21,4
= Valeur fully diluted de l'action	2,1	2,3

*15,94m d'actions après dilution liée au financement 2016 (OPE, AK, OCABSA, BSA)
**21,37m d'actions après dilution liée au besoin de financement 2017-18e (AK)

7.3 Comparables blue chips : une valorisation indicative de 2,6€

Bien que de taille significativement plus petite que les blue chips du secteur du DIV, il nous apparaît intéressant d'estimer la valorisation de Novacyt au travers de cet échantillon. Au préalable, soulignons que Novacyt génère une croissance de son CA bien plus importante que les leaders du secteur avec un TMVA 2016-18e de +22% en publié vs +3,4% pour l'échantillon.

Sur la base de notre approche « diluée » notre objectif de cours moyen atteint 3,6€ vs 2,6€ dans le cadre de notre approche « fully diluted ».

Toutefois, nous ne retenons pas cette approche dans la valorisation finale de Novacyt compte tenu du profil différent de la société (faible capi/croissance forte) par rapport aux blue chips (grosse capi/faible croissance).

7 – Valorisation : un potentiel significatif estimé à +79%

Valorisation par la méthode des comparables : échantillon blue chips

	Capi (m€)	Cours (€)	var. ytd	EV/CA		TMVA CA 16-18e
				16e	17e	
Roche	188 549	221,5	-13%	4,4x	4,1x	+4,1%
Abbott Laboratories	49 594	33,8	-18%	2,8x	2,7x	+3,7%
Johnson & Johnson	277 807	101,0	+7%	4,1x	3,8x	+2,8%
Danaher Corporation	59 959	87,1	+2%	3,4x	3,1x	+3,1%
bioMerieux SA	4 489	113,8	+4%	2,3x	2,1x	+4,2%
QIAGEN NV	4 464	19,2	-25%	4,1x	3,7x	+4,2%
Moyenne			-4%	3,5x	3,3x	+3,4%
Novacyt	12,6	1,3	-58%	1,2x	1,3x	+22,2%

Source : Factset, Invest Securities

	CA 16e	CA 17e
Agrégats Novacyt	13,6	17,9
VE implicite vs comparables blue chips	48	58
Dette financière nette 2015	-1,7	-1,7
Prix acquisition Primer Design	-18,9	-18,9
Levée de fonds 2016	16,5	16,5
Provisions, immo fi, autres	0,1	0,1
Valeur Capitaux propres dilués	44	54
/ nombre d'actions ap dilution 2016*	15,9	15,9
= Valeur théorique de l'action diluée	2,7	3,4
Valeur Capitaux propres dilués	43,7	54,2
Levée de fonds 2017-18e	7,0	7,0
Valeur Capitaux propres fully diluted	50,7	61,2
/ nombre d'actions ap dilution AK 2017**	21,4	21,4
= Valeur fully diluted de l'action	2,4	2,9

*15,94m d'actions après dilution liée au financement 2016 (OPE, AK, OCABSA, BSA)

**21,37m d'actions après dilution liée au besoin de financement 2017-18e (AK)

7.3 DCF : une valorisation de 2,5€

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

- Une croissance organique annuelle moyenne des ventes de +15% sur la période 2016-24e, de +8% sur la dernière année (2025e), suivie d'une croissance à l'infini de +1,5%.
- Une amélioration progressive de la marge d'EBITDA jusqu'à atteindre un top de 25% en 2023e et une marge de long terme plus prudente fixée à 20% en 2025e (vs marge d'EBITDA 2016e de 30% pour notre échantillon blue chips). Une marge d'EBITDA de long terme à 25% est envisageable mais nous attendons pour cela la confirmation de l'amélioration de la profitabilité lors des prochaines publications. Cette amélioration de la marge sera alimentée par l'obtention d'une taille critique tirée par la progression de l'activité permettant de mieux amortir les coûts fixes et par la montée en puissance de l'activité de biologie moléculaire à plus forte marge.
- Un taux d'IS nul sur la période 2016-2024e eu égard au montant des reports déficitaires et un taux normatif de 20% (taux IS au UK) au-delà.

Afin d'actualiser nos FCF, nous retenons un WACC de 8,69% basé sur :

- Un taux de l'OAT 10 ans français de 0,48%.
- Une prime de risque des marchés actions de 6,57%.
- Un bêta de 1,25x.
- Un levier financier nul puisque Novacyt a jusque là eu recours à la dette de manière limitée.

7 – Valorisation : un potentiel significatif estimé à +79%

Valorisation par la méthode du DCF

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CA	8,9	13,6	17,9	20,3	23,4	26,9	30,9	35,5	40,2	45,0	48,6
var.	ns	+53%	+31%	+14%	+15%	+15%	+15%	+15%	+13%	+12%	+8%
EBITDA	-2,9	-0,7	1,2	2,1	3,0	4,3	6,2	8,0	10,1	10,1	9,7
marge EBITDA	-32,9%	-5,0%	6,4%	10,4%	13,0%	16,0%	20,0%	22,5%	25,0%	22,5%	20,0%
Capex	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	-2,1	-2,4	-2,7	-2,9
en % du CA	-9,3%	-7,1%	-5,9%	-5,8%	-5,9%	-5,9%	-5,9%	-5,9%	-6,0%	-6,0%	-6,0%
Amortissements	-0,3	-0,7	-1,0	-1,1	-1,3	-1,5	-1,8	-2,1	-2,4	-2,7	-2,9
en % du CA	-3,5%	-5,1%	-5,4%	-5,5%	-5,6%	-5,7%	-5,7%	-5,8%	-5,9%	-5,9%	-6,0%
BFR	0,9	1,9	2,3	2,6	1,8	2,0	2,3	2,7	3,0	3,4	3,6
BFR / CA (%)	10,3%	14,1%	12,9%	12,9%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Taux IS	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-20,0%
Synthèse											
EBITDA	-2,9	-0,7	1,2	2,1	3,0	4,3	6,2	8,0	10,1	10,1	9,7
Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4
Capex	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,6	-1,8	-2,1	-2,4	-2,7	-2,9
Variation BFR	-1,8	-1,0	-0,4	-0,3	0,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3
FCF opérationnel après BFR	-5,6	-2,6	-0,3	0,6	2,5	2,5	4,1	5,5	7,3	7,1	5,2
FCF op. actualisé		-2,5	-0,3	0,5	1,9	1,7	2,6	3,2	3,9	3,5	2,3

Source : Invest Securities

Détail de notre valorisation par DCF

Coût moyen pondéré du capital	
OAT 10 ans	0,48%
Prime de risque	6,57%
Beta	1,25
Coût du capital	8,7%
Coût de la dette	8,5%
Levier financier	0%
Taux d'imposition	20,0%
WACC	8,69%

Source : Invest Securities

Valorisation	dilué		Fully diluted	
	en m€	€/titre*	en m€	€/titre**
Flux 2016-25e	16,8	1,1	16,8	0,8
Valeur terminale	33,1	2,1	33,1	1,5
Valeur entreprise Totale	49,9	3,1	49,9	2,3
Dette financière nette 2015	-1,7	-0,1	-1,7	-0,1
Prix acquisition Primer Design	-18,9	-1,2	-18,9	-0,9
Levée de fonds 2016	16,5	1,0	16,5	0,8
Levée de fonds 2017-18e	0,0	0,0	7,0	0,3
Provisions, immo fi, autres	0,1	0,0	0,1	0,0
Valeur Capitaux propres	46,0	2,9	53,0	2,5

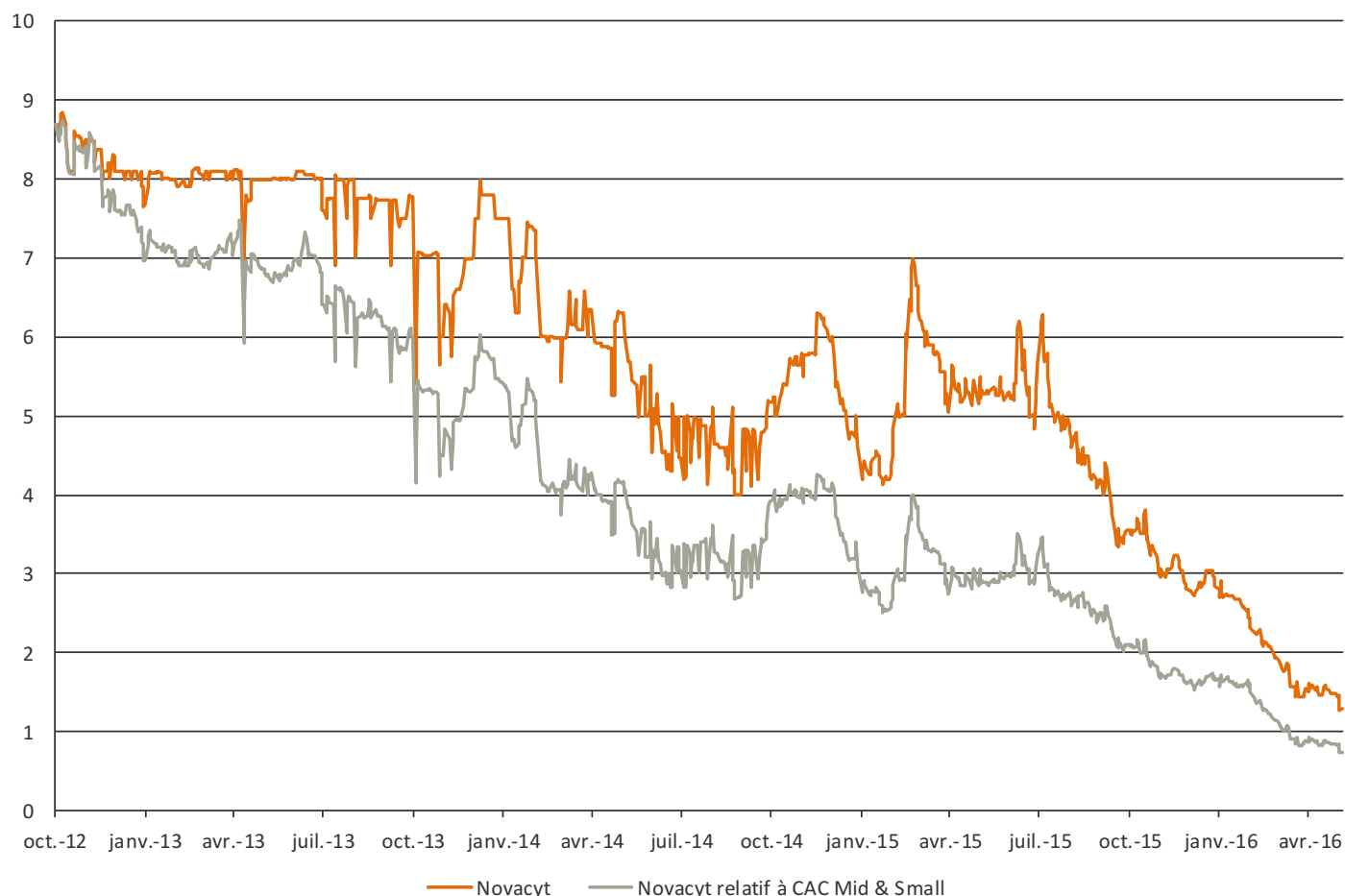
*15,94m d'actions après dilution liée au financement 2016 (OPE, AK, OCABSA, BSA)

**21,37m d'actions après dilution liée au besoin de financement 2017-18e (AK)

		WACC						
		7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
croissance à l'infini	+0,5%	2,9	2,7	2,5	2,3	2,1	2,0	1,8
	+1,0%	3,1	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9
	+1,5%	3,3	3,0	2,7	2,5	2,3	2,1	2,0
	+2,0%	3,5	3,1	2,8	2,6	2,4	2,2	2,1
	+2,5%	3,8	3,4	3,0	2,7	2,5	2,3	2,1

Source : Invest Securities

Evolution du cours en absolu et en relatif depuis l'IPO



DETECTION DES CONFLITS D'INTERETS

	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
Novacyt	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 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 articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

Invest Securities, 73 boulevard Haussmann 75008 PARIS, France

Tel : + 33 (0) 1 44 88 77 88

ANALYSE FINANCIERE

Claire Barbaret, Média / Stock-Picking

+33 1 44 88 77 73 cbarbaret@invest-securities.com

Johann Carrier, Stock-Picking

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

Martial Descoutures, Santé / Biotechs

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

Maxime Dubreil, Valeurs Technologiques

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

Benoit Faure-Jarrosson, Immobilier

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

Peter Farren, Biens de Consommation

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

Matthieu Lavillunière, Valeurs Technologiques

+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 jlsempe@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli, 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 DES MARCHES

Eric d'Aillières

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

Claude Bouyer

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

Jean-Philippe Coulon

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

François Habrias

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

Pascal Hadjedj

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

Dominique Humbert

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

Bertrand Le Mollé-Montanguon

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

Nicolas Michaux

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

Sylvain Navarro

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

Ralph Olmos

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

René Reymond

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

Thierry Roussilhe

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

Kaspar Stuart

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

Renaud Vallette Viallard

+33 6 29 48 42 32 rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals

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