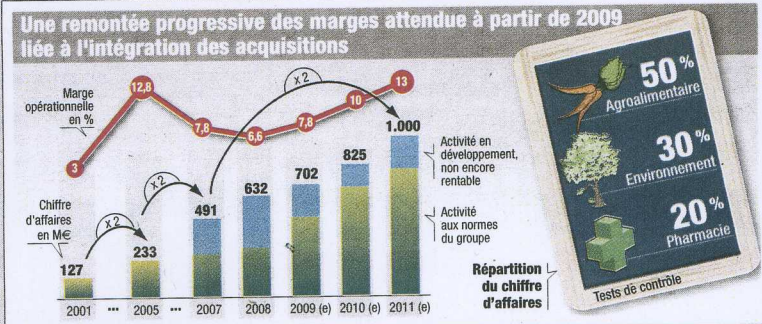


ÉTUDE. Le secteur de la bioanalyse a de beaux jours devant lui. L'objectif d'Eurofins Scientifique d'en devenir une des références mondiales passe par des phases de consolidation qui correspondent à des périodes de doutes pour les investisseurs. Ce qui peut conduire à un retour à des cours d'achat à condition d'investir sur la valeur avec une vision à moyen terme.

EUROFINS SCIENTIFIC RÉSISTE À LA CRISE MAIS DOIT ENCORE CONVAINCRE

Les résultats du premier trimestre du spécialiste de la bioanalyse (contrôle de la qualité des produits alimentaires, pharmaceutiques et analyse des contaminants dans l'environnement) ont été mal accueillis par les investisseurs. Le titre a cédé près de 6 %, le 14 mai, dans des volumes de transactions inhabituels (220.000 titres ont été échangés contre une moyenne de 50.000 en 2008). Alors que les facturations ont progressé de 7,9 %, à 148 millions d'euros, l'excédent brut d'exploitation est resté stable, à 10,7 millions d'euros, un niveau inférieur au consensus des analystes qui tablait sur un chiffre de 12 à 15 millions d'euros.



Redressement. La montée en puissance des sociétés mises aux normes du groupe devrait favoriser la restauration des marges.

Digestion des acquisitions

Après un quasi-triplement de taille entre 2005 et 2008, pour atteindre 632 millions d'euros, Eurofins Scientific est, en effet, entré dans une nouvelle phase de digestion pénalisante pour ses résultats. Le groupe supporte les pertes et les coûts d'intégration de sociétés récemment rachetées. Il est coutumier du fait. Depuis son introduction en Bourse en novembre 1997, la petite société, qui générait alors 7 millions d'euros de chiffre d'affaires (100 fois moins qu'aujourd'hui), est passée par des périodes successives de croissance agressive puis de consolidation, entraînant des variations en dents de scie de la rentabilité qui a chuté à 3 % en 2000 pour rebondir à un niveau proche de 13 % en 2005. Cette année, le « périmètre en développement », non rentable, va représenter 20 % des ventes contre 50 % en 2008, ce qui devrait assurer une amélioration mécanique des marges dans un contexte de pause de la croissance externe.

Reste qu'avec la déception du premier trimestre certains investisseurs doutent de la vigueur de la remontée des marges en 2009. Le ralentissement de la croissance interne, qui s'est limitée, sur cette période, à 6 %, un rythme inférieur aux 10 % auxquels la société

est habituée, constitue une source d'inquiétude. Des éléments ponctuels - effets de change défavorables, conditions climatiques rigoureuses qui ont limité les prélèvements d'échantillons en Scandinavie et des retards pour certains molécules en développement chez ses grands clients de la pharmacie - expliquent cette moindre croissance.

Cap sur le milliard en 2011

« 5 % de notre résultat annuel est traditionnellement réalisé au premier trimestre, ce qui rend difficilement extrapolable ces chiffres sur l'année », précise le directeur financier, Hugues Vaussy, qui ajoute que « n'est en aucun cas remis en cause l'objectif 2011 de franchir le cap du milliard d'euros avec une rentabilité

opérationnelle de 15 % correspondant à la marge actuelle du périmètre des activités arrivées à maturité après deux à trois ans de mise aux normes ». Pour le réaliser, Eurofins devra acquérir environ 180 millions d'euros de chiffre d'affaires. Toutefois, la direction a déclaré préférer différer à 2010 la reprise de la croissance externe dans le but de tirer parti de la baisse des prix des acquisitions. D'autant que la priorité est au redressement des marges.

Le groupe affiche un ratio d'endettement net de 0,8 fois ses fonds propres et dispose d'une trésorerie disponible de 100 millions d'euros. Fort d'un réseau de 150 laboratoires, Eurofins a donc les moyens de conforter sa position de numéro un mondial du con-

trôle alimentaire et de leader européen de l'analyse environnementale.

Un marché très porteur

Selon la société, « l'activité a été bonne en avril et début mai ». Le marché de la bioanalyse, qui représente près de 10 milliards d'euros, connaît en effet une croissance moyenne régulière de 5 % à 7 % par an. Les besoins de contrôle augmentent, portés par le renforcement des réglementations et la multiplication des crises alimentaires (listeria, pesticides...). Dernière en date, l'épidémie de grippe A a d'ailleurs profité à l'action, fin avril. Eurofins a confirmé pouvoir mettre à la disposition des industriels un test de détection du H1N1 sur la chaîne alimentaire. « Dans cette éventualité, nous ne prévoyons que des ventes marginales pour ce test, mais cet événement met en lumière la nécessité de disposer d'un réseau international fédéré pour répondre aux besoins de filières alimentaires au niveau mondial », conclut Hugues Vaussy.

A moyen terme, la tendance de fond la plus prometteuse reste l'externalisation de l'activité d'analyse réalisée aux deux tiers par les grands industriels en interne. Un phénomène en cours d'accélération avec la récession économique. **Anne Barloutaud**

Le bénéfice par action devrait fortement progresser

	2008	2009 (est.)	2010 (est.)
Chiffre d'affaires (en M€)	632	702	825
Résultat opérationnel courant (en M€)	42	55	82
Marge opérationnelle (%)	6,6	7,8	10
Résultat net part du groupe (en M€)	17,7	23	36
Bénéfice par action (en €)	1,25	1,65	2,58
Ratio cours/bénéfice (en nombre de fois)	27,4	20,8	13,3

Cours le 21 mai : 34,34 € ; CB : 480,7 M€ ; FP : 218 M€ ; dette nette : 172 M€ ; ratio d'endettement : 80 % ; dividende 2008 : 10 centimes ; rendement : 0,3 % ; mémo : ERF.

Points forts

Positions clés. Numéro un mondial de l'analyse alimentaire avec 15 % du marché, leader européen du contrôle environnemental et parmi les trois premiers acteurs de l'analyse pour la pharmacie en Europe.

Présence internationale. Le groupe est implanté dans 29 pays. Il réalise encore 70 % de ses ventes en Europe.

Marché atomisé. Un grand nombre de petits laboratoires d'analyse indépendants et de sociétés de biotechnologie détiennent des méthodes d'analyse innovantes, ce qui crée des opportunités.

Points faibles

Concurrence forte. Elle provient de l'existence de grands acteurs généralistes comme Veritas ou SGS, qui réalisent 20 % de leur activité dans la bioanalyse. D'autres, comme Siliker (famille Mérieux), ne sont positionnés que sur un segment du marché.

Structure financière lourde. Même si elle reste maîtrisée, la dette est importante (0,8 fois les fonds propres) hors intégration de l'obligation perpétuelle de 100 millions d'euros.

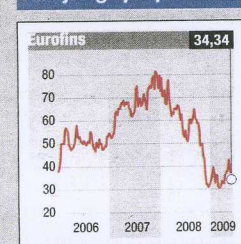
Sensibilité aux devises. Les variations défavorables de la livre sterling et de la couronne suédoise face à l'euro ont coupé plus d'un point de croissance au groupe au premier trimestre.

A-coups. rentabilité et parcours boursiers sont très fluctuants.

Savoir-faire en matière d'intégration

Les laboratoires et sociétés rachetés ont permis à Eurofins de disposer d'un portefeuille de 25.000 tests qui vont des méthodes physico-chimiques classiques aux tests à haute valeur ajoutée en génomique ou immunologie. Le groupe a mis au point une stratégie d'intégration fondée sur le développement de centres d'excellence permettant une meilleure régionalisation de ses coûts. Près de trois ans sont nécessaires pour que les sociétés acquises atteignent la rentabilité moyenne du groupe.

Analyse graphique



Tendance graphique	Baissière
Résistances	38 €-43 €
Supports	32 €-27 €

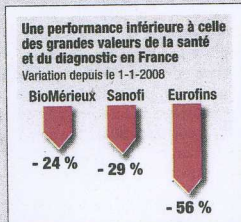
Après avoir atteint un plus-bas en mars dernier, le titre s'est nettement repris. Mais cet important rebond a été stoppé par la résistance à 43 € et le titre replonge fortement depuis. Les indicateurs techniques naviguent désormais en territoire négatif militant pour la formation d'une nouvelle jambe de baisse. A présent, la voie est ouverte pour un retour vers 32 €, puis vers 27 €.

Un pari raisonnable dans un secteur porteur

► Le titre, pourtant jugé défensif, qui avait atteint un sommet de 77 € en décembre 2007, a perdu la moitié depuis cette date, faisant moins bien que les grandes valeurs françaises du secteur de la santé ou du diagnostic. Il évolue historiquement de manière brutale au gré des périodes de croissance agressive et de consolidation de la société. Le prix élevé de l'action, qui se paie près de 21 fois nos estimations de bénéfice pour 2009, soit près de 2 fois le PER moyen du marché, et son caractère défensif expliquent sa

sensibilité à la moindre déception. Toutefois, ce ratio redescend à 13,5 fois en 2010. Nous anticipons en effet une progression de 32 % du bénéfice par action en 2009 qui devrait s'accroître en 2010 (+55 %).

Pour bon nombre de boursiers, la problématique n'est pas la dette qui reste maîtrisée (le ratio d'endettement net de 0,8 est bien inférieur à la limite de 1,5 imposée par les banques) mais la faible visibilité sur la vitesse de remontée des marges. « Les niveaux de PEG [PER rapporté à la croissance



attendue du bénéfice par action] de 0,72 et 0,26 pour 2009 et 2010, très attrayants, prouvent une certaine

défiance des investisseurs à court terme à l'encontre des perspectives de forte croissance du groupe », explique Alexandre Sanchini, analyste chez Moneta Asset Management, qui considère la valeur comme un bon investissement de fond de portefeuille. **A. B.**

ACHETER

L'action a retrouvé son cours de 2005 alors que la dimension du groupe est trois fois plus importante. Malgré une analyse graphique défavorable nous restons positifs dans une optique de moyen terme pour viser 45 €.