

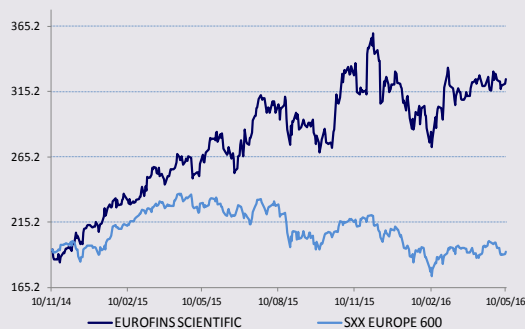
INDEPENDENT RESEARCH

30 mai 2016

Services aux entreprises

Bloomberg	ERF FP
Reuters	EUFI.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	359,8 / 253,0
Capitalisation Boursière (MEUR)	5 317
Valeur d'Entreprise	6 526
Volume moyen 6 mois (000 actions)	17,40
Flottant	58,3%
TMVA BPA (3 ans)	14,4%
Gearing (12/15)	85%
Rendement (12/16e)	0,44%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	1 950	2 482	2 808	3 149
EBIT (MEUR)	264,33	324,05	364,79	409,13
BPA Publié (EUR)	3,69	NM	NM	NM
BPA dilué (EUR)	8,77	9,29	11,30	13,14
EV/CA	3,20x	2,63x	2,40x	2,19x
EV/EBITDA	17,3x	14,3x	13,0x	11,8x
EV/EBIT	23,6x	20,1x	18,5x	16,9x
P/E	39,4x	37,2x	30,6x	26,3x
ROCE	7,2	8,3	8,3	8,4



# Eurofins Scientific

Trop chère

Fair Value 340EUR (cours 345,65EUR)

VENTE

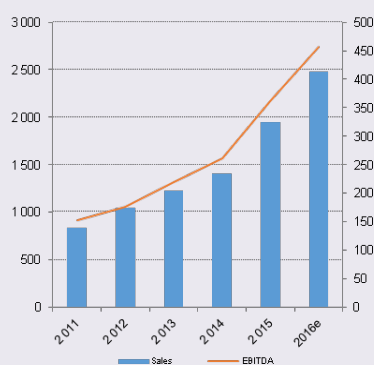
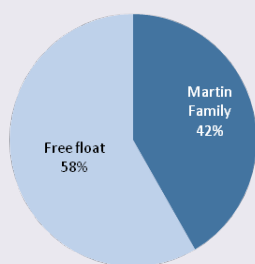
Au sein du secteur des Tests, de l'Inspection et de la Certification (TIC), Eurofins s'est spécialisé dans les tests et n'est pas présent sur les segments de l'inspection et de la certification, contrairement aux autres valeurs que nous suivons. Numéro 6 mondial en termes de chiffre d'affaires, le groupe occupe une place importante dans les analyses alimentaires et désormais également en diagnostic pharmaceutique et clinique. En revanche, il est absent du secteur des matières premières. À l'instar de ses concurrents, le groupe a adopté une stratégie de développement alliant croissance interne et externe tout en se montrant particulièrement actif en matière de croissance externe. La valorisation actuelle, qui laisse apparaître des multiples élevés, reflète un solide parcours boursier et les ambitions de la direction, mais elle sera automatiquement affectée par la moindre déception (croissance à données comparables, stratégie de croissance externe en fonction des contraintes financières du groupe, croissance de la marge brute d'exploitation).

- **Un acteur important concentré sur des marchés de niche.** En se dédiant uniquement aux tests, Eurofins a développé une quadruple expertise dans les domaines de la pharmacie, des diagnostics cliniques, des aliments et de l'environnement. Avec un chiffre d'affaires de près de 2 Mds EUR en 2015, Eurofins se place en 6ème position au sein du secteur des TIC et en 4ème position parmi les groupes cotés.
- **Une stratégie de développement alliant croissance interne et externe.** En plus d'une forte croissance interne (7 % par an en moyenne sur les 5 dernières années) soutenue par le lancement de ses propres start-ups, Eurofins a recours à des opérations de croissance externe pour gagner des parts de marché et développer de nouvelles compétences. Sur les 5 dernières années, son chiffre d'affaires consolidé a augmenté de 23 % par an en moyenne.
- **Une stratégie gourmande en trésorerie.** Le modèle économique d'Eurofins demande d'importants apports de liquidités car il ne génère pas un flux de trésorerie disponible suffisant pour alimenter la croissance interne ainsi que la croissance externe. Après une année 2015 de refinancement actif (instruments hybrides, obligations de premier rang non-garanties en euros), la croissance à court terme est assurée. À fin 2015, l'endettement net dépassait 900 MEUR, représentant un taux d'endettement net de 2,54x (covenant bancaire de 3,5x). Il convient de souligner qu'en incluant les titres hybrides (600 MEUR), ce taux aurait atteint 4,4x.
- **Une valorisation qui ne tolérera aucune déception.** En continuant de considérer que les opérations de croissance externe et le développement de start-ups font partie intégrante du modèle économique du groupe, notre "scénario de base" tablant sur une croissance organique de 8 % en 2016 et 5 % au cours des 2 années suivantes fait ressortir une FV de 340 EUR (en utilisant comme multiple de sortie à l'année N+3 la moyenne entre une valorisation DCF et une médiane historique). Au cours actuel, selon notre FV, le titre est valorisé à 20,1x son EBIT pour 2016e et 18,6x pour 2017e, à comparer à une moyenne historique de 19,6x. (full report [HERE](#))



**Analyst:**  
**Bruno de La Rochebrochard**  
 33(0) 1 56 68 75 88  
 bdelarochebrochard@bryangarnier.com

**Research assistant**  
 Clément Genelot



### Activités

Eurofins Scientific a été fondée en 1987 avec 10 employés pour commercialiser la technologie SNIF-NMR, une méthode d'analyse brevetée utilisée pour vérifier l'origine et la pureté de plusieurs types d'aliments et de boissons et d'identifier la fraude sophistiquée non détectable par d'autres méthodes. Aujourd'hui, le Groupe Eurofins occupe une position de leader en services d'analyse avec un réseau international de plus de 225 laboratoires dans 39 pays en Europe, Amérique du Nord et du Sud et en Asie-Pacifique, plus de 23.000 employés, un portefeuille de plus de 130.000 méthodes d'analyse et plus de 150 millions d'analyses réalisées chaque année pour établir la sécurité, l'identité, la composition, l'authenticité, l'origine, la traçabilité et la pureté des substances et des produits biologiques, ainsi que procéder à des services de diagnostic humains. L'introduction en bourse a été réalisé en 1997.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	1 226	1 410	1 950	2 482	2 808	3 149
Change (%)	17,4%	15,1%	38,3%	27,3%	13,2%	12,1%
Reported EBITDA	189	230	345	442	503	570
Adjusted EBITDA	219	260	361	457	518	585
Reported EBIT	112	132	198	299	340	384
Adjusted EBIT	162	190	264	324	365	409
Change (%)	23,5%	17,2%	39,3%	22,6%	12,6%	12,2%
Financial results	-23,4	-30,8	-66,1	-66,3	-58,0	-55,8
Pre-Tax profits	139	159	227	258	307	353
Tax	-22,1	-31,1	-59,6	-67,0	-82,8	-98,9
Profits from associates	0,30	0,20	0,37	0,0	0,0	0,0
Minority interests	-0,10	0,0	3,1	4,0	4,5	5,0
Net profit	71,9	79,0	90,1	NM	NM	NM
Restated net profit	117	128	167	191	224	254
Change (%)	82,6%	9,8%	30,4%	14,2%	17,4%	13,6%

Cash Flow Statement (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flows	156	195	294	365	410	461
Change in working capital	13,8	17,1	-3,0	-81,8	-6,9	12,0
Capex, net	-98,7	-131	-164	-199	-225	-252
Financial investments, net	-87,4	-292	-627	-240	-240	-240
Dividends	-15,5	-18,3	-20,4	-22,2	-23,5	-28,6
Other	-9,7	-5,7	-21,0	-35,6	-35,6	-35,6
Net debt	387	494	916	1 208	1 431	1 585
Free Cash flow	50,3	52,7	101	10,4	143	186

Balance Sheet (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	251	324	428	444	459	473
Intangibles assets	543	873	1 763	2 053	2 349	2 652
Cash & equivalents	297	217	794	288	6,7	-237
current assets	347	404	631	802	908	1 018
Other assets	54,2	52,5	83,0	73,5	408	669
Total assets	1 497	1 873	3 700	3 661	4 131	4 575
L & ST Debt	684	710	1 710	1 497	1 438	1 348
Others liabilities	408	480	887	869	1 170	1 444
Shareholders' funds	395	664	1 080	1 267	1 486	1 736
Total Liabilities	1 102	1 209	2 620	2 394	2 645	2 839
Capital employed	794	1 422	2 491	2 878	3 197	3 501

Ratios	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating margin	17,89	18,47	18,50	18,40	18,43	18,58
Income tax	19,30	21,94	31,91	26,00	27,00	28,00
Net margin	9,52	9,08	8,57	7,68	7,97	8,08
ROE (after tax)	29,57	19,29	15,46	15,05	15,06	14,66
ROCE (after tax)	16,46	10,42	7,23	8,33	8,33	8,41
Gearing	98,00	74,32	84,82	95,38	96,28	91,32
Pay out ratio	19,64	16,67	16,53	16,53	16,53	16,53
Number of shares, diluted (000)	15 994	16 060	16 266	16 266	16 266	16 266

Data per Share (EUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	3,54	5,16	3,69	NM	NM	NM
Restated EPS	6,11	7,92	8,77	9,29	11,30	13,14
% change	21,7%	29,6%	10,7%	5,9%	21,6%	16,3%
BVPS	24,68	41,36	66,42	77,90	91,39	107
Operating cash flows	9,72	12,15	18,08	22,42	25,20	28,34
FCF	3,14	3,28	6,21	0,64	8,79	11,42
Net dividend	1,20	1,32	1,45	1,54	1,87	2,17

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

# 1. Eurofins SWOT

**Fig. 1: Eurofins SWOT**

Forces	Faiblesses
<p>Société spécialisée dans des activités peu sensibles aux cycles économiques.</p> <p>Eurofins compte parmi sa clientèle plusieurs grands comptes internationaux (le Top 5 des compagnies pharmaceutiques représentent 5 % de son activité dans ce secteur) et n'est pas excessivement dépendant de certains clients.</p> <p>De puissants moteurs de croissance structurels et conjoncturels dans chacun de ses trois sous-secteurs d'activité.</p> <p>Un large éventail de tests commercialisés par un réseau mondial de laboratoires.</p>	<p>Exposition limitée aux pays émergents.</p> <p>Endettement en augmentation (ratio endettement net/EBITDA = 2,54x).</p> <p>Position renforcée sur le marché français des tests cliniques de routine.</p> <p>Forte dépendance aux tests médicaux destinés au diagnostic pharmaceutique et clinique (55 % du chiffre d'affaires).</p> <p>Structure caractérisée par une plus forte intensité capitalistique que celle d'autres leaders du marché des Tests, de l'Inspection et de la Certification (TIC).</p> <p>Faible capacité d'adaptation des structures de coûts en cas de ralentissement économique : les plans sociaux et les fermetures de sites ne font pas partie de la culture d'Eurofins.</p>
Opportunités	Menaces
<p>Faible taux d'externalisation dans le secteur des TIC (40 %), notamment dans l'industrie pharmaceutique (24 %).</p> <p>Acquisition d'acteurs de petite taille ayant développé une clientèle et de nouvelles expertises.</p> <p>Les scandales sanitaires, environnementaux ou médicaux tendent à augmenter l'inquiétude des consommateurs et conduisent à un durcissement de la réglementation.</p> <p>Les entreprises cherchent à protéger leur image de marque face à de possibles incidents de contamination.</p> <p>Le secteur est connu pour ses importantes barrières à l'entrée : la notoriété exigée conduit nécessairement à une consolidation.</p>	<p>Un boom économique serait moins favorable aux secteurs d'activité dans lesquels Eurofins est présent.</p> <p>Risque de réputation en cas d'erreurs d'analyse.</p> <p>Intégration ratée ou médiocre d'une acquisition.</p> <p>Abondance de nouveaux entrants dans le secteur des sciences de la vie.</p> <p>Appétit récent des principaux leaders pour les analyses alimentaires.</p> <p>Le taux de fidélisation élevé du secteur limite la croissance des parts de marché et, par conséquent, les opportunités de croissance organique.</p>

Source: Bryan, Garnier & Co ests

## 2. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



### Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Nous élargissons notre couverture du secteur des Tests, de l'Inspection et de la Certification (TIC) à Eurofins qui, à la différence des autres acteurs, n'est présent que sur le marché des tests. Le groupe est très présent non seulement dans les analyses alimentaires mais aussi plus récemment dans le diagnostic pharmaceutique et clinique, des segments en forte croissance offrant de bonnes perspectives.

*Attractif ou non?*



### Valorisation

Un solide parcours boursier accompagné de résultats globalement conformes aux attentes. La valorisation actuelle reflète parfaitement cette situation mais laisse peu de place à d'éventuelles améliorations.

*Horizon d'investissement?*



### Catalyseurs

Grâce à son activité exclusivement dédiée au domaine des tests et à son absence de celui des matières premières, les résultats d'Eurofins surperforment de loin ceux des principaux leaders. Eurofins s'est montré particulièrement actif en matière de croissance externe et a effectué des opérations sur des multiples nettement inférieurs à ceux que laisse apparaître la valorisation du groupe.

*Valeur ajoutée?*



### Différentiation face au consensus :

Nos estimations pour 2016-2018 intègrent les contributions des opérations de croissance externe prévues par le plan stratégique de la direction. C'est notamment pour cela que notre EBITDA ajusté pour 2017e et 2018e se situe au-dessus du consensus (environ 3% et 8% respectivement). En revanche, nous sommes en ligne avec le consensus en ce qui concerne 2016e.

*Quels risques?*



### Risques

Nous avons identifié quatre risques : 1/ une stratégie de croissance externe qui pourrait peser sur les marges ; 2/ une stratégie de croissance gourmande en liquidités qui exigerait de nouvelles ressources à long terme pour faire face aux contraintes financières ; 3/ une concurrence renforcée par les ambitions des deux principaux leaders dans le segment des analyses alimentaires ; et 4/ une valorisation ne tolérant aucune désillusion.

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

## Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

### Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

### Distribution of stock ratings

BUY ratings 56.3%

NEUTRAL ratings 34.5%

SELL ratings 9.2%

## Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available [www.bryangarnier.com](http://www.bryangarnier.com)



## BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	Widenmayerstrasse 29 80538 Munich Germany +49 89 2422 62 11	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062 <b>Geneva</b> rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax +4122731 3243 Regulated by the FINMA

### Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.