

## En fase de creixement

## Eurofins Scientific (ERF:FP)

**Eurofins Scientific ha crescut imparablement des de principis del nou mil·lenni. Quasi cada exercici ha estat el millor de la seva història. En el 2015 va assolir diverses fites; els ingressos van arribar als 1.950 milions € (+38% YoY) i va generar 100 milions € de Free Cash Flow, doblant la xifra de l'any anterior.**

**El management manté un outlook positiu a curt i mig termini. Pel 2020 s'espera que es doblin les xifres de facturació i EBITDA del 2015.**

### Creixement orgànic i operacions corporatives

En els darrers vuit anys ERF s'ha introduït en quinze països, estratègia que ha combinat amb un programa d'adquisicions per a incrementar la gamma de serveis oferts. Les adquisicions s'han modulats en funció de la situació de mercat, destacant la prudència en el 2009 i 2010. El que més ens agrada és que el creixement orgànic subjacent ha estat més estable que el dels seus comparables, fluctuant només entre el 5% i el 8% durant els darrers cinc anys.

### Adquisicions acretives

Hem analitzat moltes companyies que creixen via adquisicions i el resultat acostuma a ser ROCEs caient i deterioraments del fons de comerç. Per la seva banda, ERF ha mantingut el ROCE estable, però sobretot ha destacat el flux de caixa operatiu, que ha crescut molt més que el capital empleat des del 2007, demostrant que les adquisicions han estat acretives.

### Increment d'eficiència i de les economies d'escala

Des del 2010, el programa d'inversions s'ha enfocat en grans laboratoris d'última generació, més eficients i amb majors economies d'escala. ERF està tancant els laboratoris més petits i traslladant els assajos especialitzats a grans laboratoris. Aquesta estratègia d'incrementar l'eficiència serà la nota dominant fins el 2020.

### Alineació total d'interessos

Gilles Martin és el CEO i President d'ERF. Va fundar la companyia l'any 1987 i a més n'és el màxim accionista amb una posició dominant. El seu *track record* és inqüestionable i al ser relativament jove, 52 anys, no es planteja cap qüestió successòria.

### Catalitzadors

L'increment de l'esperança de vida, la innovació tecnològica, la protecció del consumidor o la protecció de la marca han estat algunes de les gran tendències que han ajudat a ERF a créixer imparablement des de principis del nou mil·lenni. Actualment aquests valors són absolutament vigents i tenen molt potencial als països emergents.

Els creixements orgànics de l'assaig bio-analític s'espera que es situïn en el ~5% fins el 2020.

La consolidació de la indústria, fruit de que més d'un terç de la indústria són petites companyies i els clients prefereixen proveïdors integrals.

### Riscos

ERF afronta riscos comercials, tecnològics i industrials; com variacions en la regulació, la protecció de les patents, etcètera. Però els riscos més significatius estan en el pla financer, al tenir deute. Les 2,7x DN /EBITDA són raonables, sempre i quan no estressi en excés el mercat de crèdit.

### Dades principals

Últim preu <sup>1</sup>	318,00
Preu Objectiu	n/a
Potencial	n/a
Divisa	EUR
Capitalització (Mn €)	5.172,6
Volum diari <sup>2</sup> (Mn €)	5,7
Màxim 1 any	359,80
Mínim 1 any	248,90
YTD	-1,2%
1 any	18,9%
ISIN	FR0000038259
País	França

<sup>1</sup> 1a 12 d'abril del 2016

<sup>2</sup> Mitjana de les últimes 20 sessions

### Fonamentals '16e

ROE	26,1%
ROCE	8,3%
ROA	3,6%
DN / EBITDA	2,5x
Marge EBITDA	17,8%
Marge net	5,7%
CapEx / Vendes	8,2%
FCF / benefici net	81,6%

### Valoració '16e

EV / EBITDA	14,4x
P / E	51,6x
P / VC	8,9x
FCF yield	1,8%
Dividend	0,5%
Payout	27,0%

### Descripció del negoci

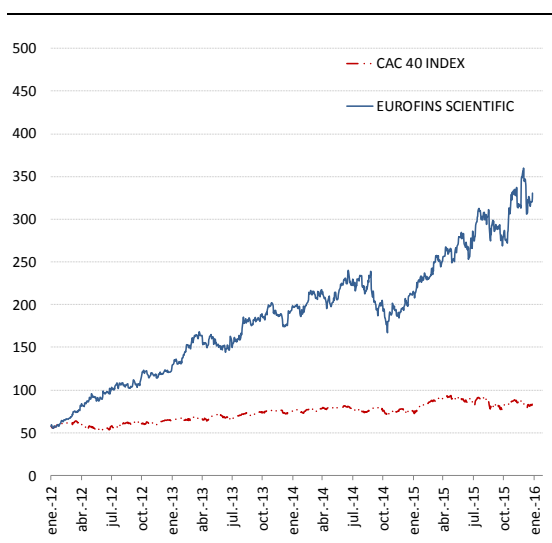
Companyia global d'assaig, inspecció i certificació amb exposició a alimentació, farmacologia, biotecnologia i medi ambient.

Guillem Bienert  
gbienert@fimarge.com  
+376 805 110

Javier Tomé  
jtome@fimarge.com  
+376 805 104

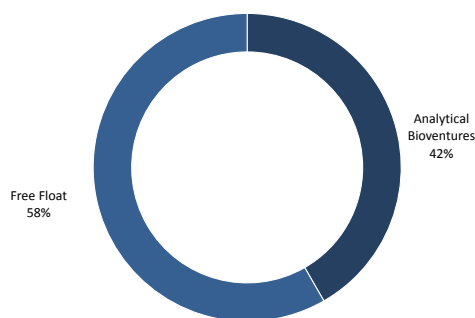
Borja Costa, CFA  
bcosta@fimarge.com  
+376 805 100

## Eurofins Scientific vs. CAC 40 Index



Font: Bloomberg

## Principals accionistes



Font: Eurofins Scientific

## Resum financer

Balanç (Mn €)	2014	2015	2016e	2017e
Actius no corrents	1.249	2.274	2.528	2.778
Actius corrents	624	1.426	1.375	1.330
Total actiu	1.873	3.700	3.902	4.108
Passius no corrents	757	1.845	1.831	1.818
Passius corrents	452	775	890	974
Total patrimoni net i passiu	1.873	3.700	3.902	4.108

Deute total	710	1.710	1.697	1.683
Deute net	494	916	1.065	1.196
Capitalització (Mn €)	3.334	4.530	5.173	5.173

## Pèrdues i Guanys (Mn €)

Ingressos	1.410	1.950	2.438	2.803
EBITDA Ajustat	260	361	n/a	n/a
EBITAS	149	234	295	342
EBIT	132	198	271	314
Resultat net	79	90	139	167
Atribuïble als accionistes	79	87	136	164
BPA diluït total	4,93	5,37	8,35	10,08

## Marges

EBITAS	10,5%	12,0%	12,1%	12,2%
EBIT	9,3%	10,2%	11,1%	11,2%
BAI	7,2%	6,8%	8,2%	8,6%
Net	5,6%	4,6%	5,7%	6,0%

## Creixements

Ingressos	15,1%	38,3%	25,0%	15,0%
EBITAS	21,7%	57,3%	n/a	16,0%
EBIT	17,5%	50,3%	36,6%	16,0%
BAI	13,8%	30,6%	n/a	20,7%
Atribuïble als accionistes	9,6%	10,4%	n/a	20,7%

## Flux de caixa (Mn €)

Flux de caixa operatiu	184	265	306	340
FCF	53	101	113	130
Flux de caixa d'inversions	-425	-867	-393	-410
Flux de caixa financer	160	1.173	-73	-74

## Ratis

P / VC	9,2x	9,4x	8,9x	7,2x
EV / Vendes	2,7x	2,8x	2,6x	2,3x
EV / EBITDA	16,6x	15,8x	14,4x	12,7x
EV / EBITAS	25,7x	23,3x	21,1x	18,6x
EV / EBIT	29,0x	27,5x	23,1x	20,3x
FCF / EV	1,4%	1,9%	1,8%	2,0%
P / E	42,7x	80,5x	51,6x	40,3x
ROE	26,0%	21,3%	26,1%	25,8%
Capital Empleat	1.341	2.385	2.642	2.912
ROCE	9,7%	8,4%	8,3%	8,6%

Fimarge, Societat Financera d'Inversió S.A.  
Bonaventura Armengol 10, Bloc 1, Pl. 5  
AD500 Andorra la Vella – Principat d'Andorra  
© Copyright 2015

# Índex de contingut

---

<b>Anàlisi Qualitativa</b>	<b>4</b>
Història	4
Descripció del model de negoci	4
Ingressos	5
Despeses	6
Marges	8
Inversions	8
Resultats 2015	9
Resultats reportats vs. ajustats	9
<b>Situació del sector i variables claus</b>	<b>10</b>
Indústria TIC en general	10
Assaig bio-analític en particular	10
Assaig de diagnòstic clínic en particular	10
<b>Posició competitiva</b>	<b>12</b>
Eurofins Scientific respecte els tres jugadors globals	12
Accionistes	14
L'equip de gestió	15
Estratègia de creixement	15
Estratègia financera	15
<b>Anàlisi Financera</b>	<b>16</b>
Balanç de Situació	16
PIG	17
Flux de Caixa	18
<b>Anàlisi del Deute</b>	<b>20</b>
<b>Valoració</b>	<b>22</b>
Comparables	22
Conclusió	23
<b>Anàlisi DAFO</b>	<b>24</b>
<b>Altres riscos</b>	<b>25</b>

## Anàlisi qualitativa

---

### Història

L'any 1981 el professor Gerard Martin, la seva dona Maryvonne Martin i el seu equip van desenvolupar l'anàlisi isotòpic per ressonància magnètica nuclear (SNIF-NMR®). El mètode es va desenvolupar en resposta a una petició del Govern francès, amb la finalitat de detectar la sobre-addició de sacarosa al vi i l'enriquiment dels mosts de raïm.

L'any 1987, el fill dels Martin, Gilles, va comprar els drets de les patents del SNIF-NMR® i va fundar Eurofins Nantes Laboratories, que va iniciar la seva activitat amb deu treballadors. Entre 1987 i 1997, Eurofins es va consolidar estenent l'ús del mètode SNIF-NMR® a una gamma més àmplia de productes, com els sucres de fruites i altres begudes no alcohòliques. Paral·lelament va registrar la patent del mètode als EUA.

L'any 1997 va sortir a borsa com Eurofins Scientific (ERF), amb l'objectiu d'obtenir finançament per a construir millors laboratoris i desenvolupar el *know how* en el segment del bio-anàlisi. A partir de l'any 2000 va assolir posicions de lideratge en els segments de l'alimentació, la farmacologia i el medi ambient.

A partir del 2002 el grup va veure la necessitat de desenvolupar noves infraestructures per a donar suport al negoci i operar d'una forma molt més eficient. Es van construir majors laboratoris (més eficients i amb majors economies d'escala), es van aplicar mesures per retallar les despeses i es va unificar la plataforma de IT.

### Descripció del model de negoci

Avui en dia Eurofins Scientific (ERF) és una companyia global de bio-anàlisi. És líder mundial en assaig d'aliments, medi ambient i productes farmacèutics. Adicionalment ocupa posicions de lideratge en agro-ciència, genòmica, investigació farmacològica i serveis de laboratoris. Finalment destacar que ERF és un dels *players* emergents en l'assaig de diagnòstic clínic a Europa i als EUA.

Amb prop de 22.000 empleats i 225 laboratoris repartits en 39 països, ERF ofereix una cartera de més de 130.000 mètodes analítics fiables per a l'avaluació de la seguretat, la identitat, la composició, l'autenticitat, l'origen, la traçabilitat i la puresa de substàncies i productes biològics, així com per a l'assaig en diagnòstic clínic.

ERF es posiciona en dos verticals: 1) l'assaig bio-analític, que és la seva principal activitat i 2) de forma emergent en l'assaig de diagnòstic clínic. Dins de l'assaig bio-analític, el posicionament per activitats és:

- **Assaig d'aliments i pinsos:** ERF és líder mundial amb posicions dominants a Europa i el Brasil. Al Regne Unit i als EUA també és líder, amb l'excepció dels assajos en bacteriologia.
- **Assaig de Farma i biotecnologia:** ERF està entre els tres primers *players* mundials i ostenta posicions de lideratge en bio-farma i farmacologia. En genòmica i agro-ciència està entre els tres primers del món.
- **Assaig del medi ambient:** ERF és líder mundial; domina àmpliament els mercats europeu i és el tercer *player* als EUA.

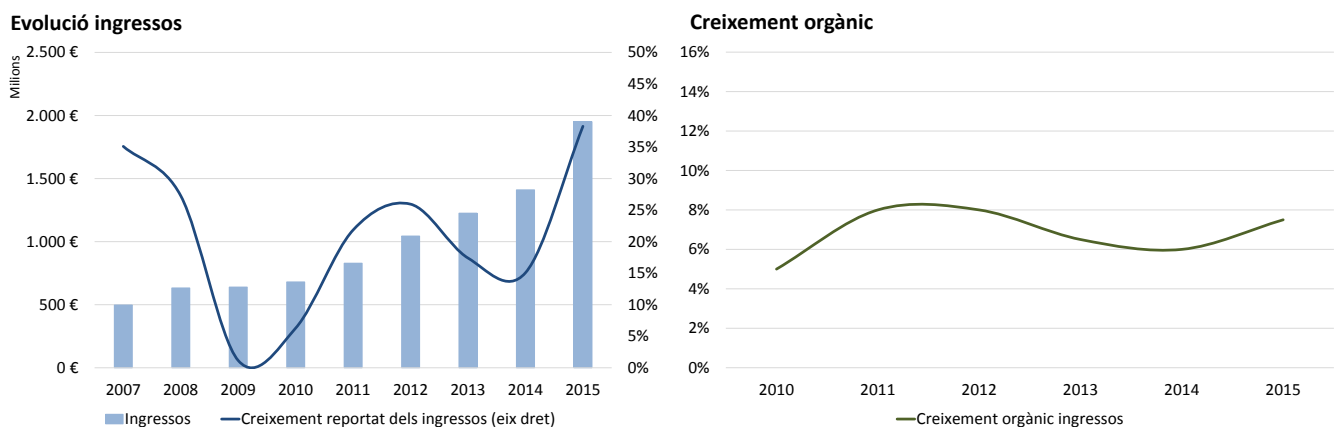
## Ingressos

Des de principis del nou mil·lenni fins el 2012, la indústria de l'assaig, la inspecció i la certificació ha viscut la seva "dècada prodigiosa". A partir del 2013 els creixements es van moderar, fet que es va veure agreujat per la caiguda del preu del petroli i d'altres matèries primeres. Al estar especialitzada en el segment bio-analític, ERF no ha patit la frenada d'altres activitats *T/C* i ha gaudit d'uns creixements orgànics molt constants.

Com es pot apreciar al gràfic 1 esquerre, el creixement dels ingressos ha estat molt variable, sobretot per les adquisicions, que s'han modulats en funció de la situació del mercat. Cal explicar l'any 2009, quan els ingressos només van créixer un 1,2%, el que és una sotragada si ho comparem amb la resta dels anys. Si bé la crisi va afectar a certes activitats, també se'n van discontinuar d'altres -com el test per detectar la malaltia de les vaques boges-. També va afectar la caiguda del GBP i el SEK i la major prudència en adquisicions. En resum, la frenada subjacent del 2009 va ser menor del que indica el gràfic.

El punt més positiu és la consistència en el creixement orgànic dels ingressos (gràfic 1 dret). Només es reporta des del 2010, però des de llavors ha fluctuat molt lleugerament, entre el 5% i el 8%.

Gràfic 1: Ingressos



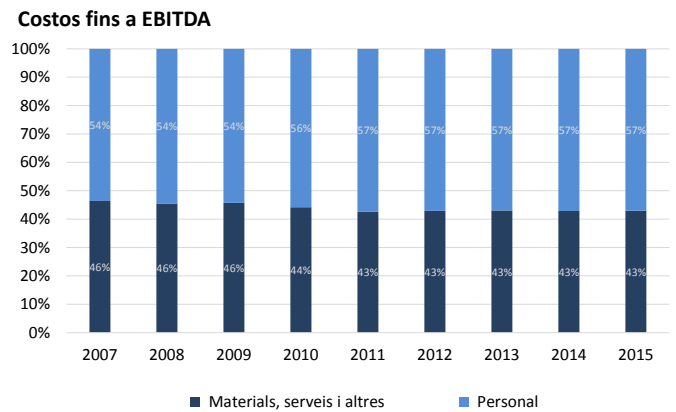
Font: Eurofins Scientific

## Despeses

Al oferir serveis, les companyies *TIC* tenen un 'Cost de les vendes' difícilment diferenciable dels '*Selling, general & administration*'. És per això que reporten directament l'EBITDA o resultat operatiu, sense passar pel resultat brut.

Les companyies *TIC* són molt intensives en capital humà i ERF no n'és una excepció. Al gràfic 2 es poden apreciar els costos fins a l'EBITDA, dels que fins a un ~57% són despeses de personal. La resta de costos són els consumibles, serveis i altres.

Gràfic 2: Costos



Font: Eurofins Scientific

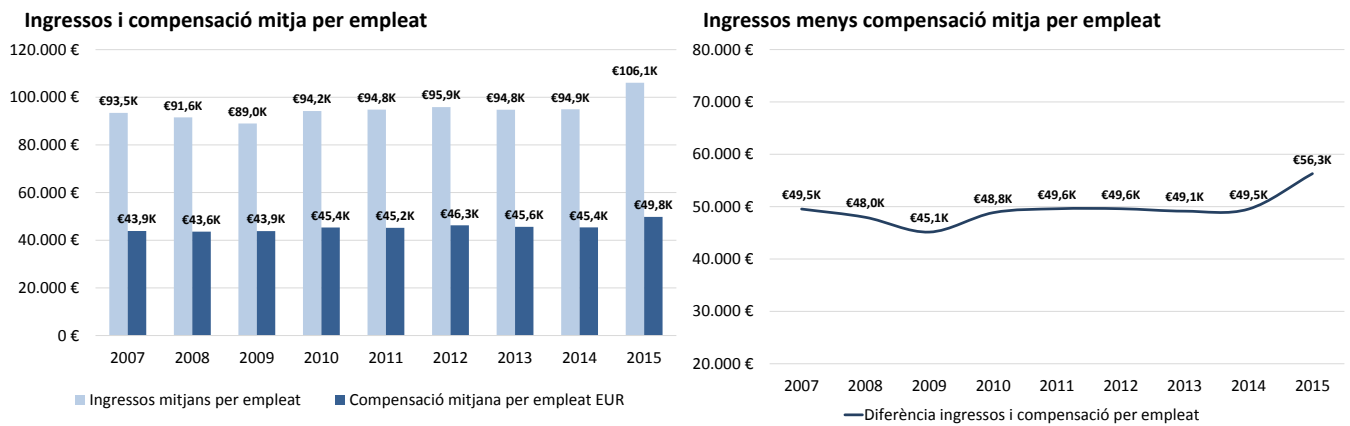
### Ratis per empleat

Com acabem d'explicar, la indústria TIC es caracteritza per ser molt intensiva en capital humà, les despeses d'empleats sovint representen més d'un 50% dels costos totals. Això ho hem de combinar amb el fet que la indústria gaudeix d'elevats creixements orgànics, que precisament "fan palanca" sobre els costos fixos, fonamentalment les despeses d'empleats esmentades. En conclusió estem davant d'una indústria on la mida importa i les companyies estan incentivades a créixer mitjançant adquisicions per a palanquejar els creixements orgànics.

Menció especial mereix la compensació mitja per empleat, que va ser de quasi 50K € a tancament del 2015 (gràfic 3 esquerre). Com veurem a l'apartat de posició competitiva, aquesta xifra és molt superior a la resta de companyies TIC, fonamentalment perquè els assajos que realitza ERF són sobretot químics i biològics, i requereixen d'un personal molt més format.

En el gràfic 3 dret, es pot apreciar la millora en la productivitat del personal, que actualment estaria en màxims històrics. Entenem la productivitat del personal, com els ingressos mitjos per empleat menys la compensació mitja per empleat.

Gràfic 3: Ratis per empleat

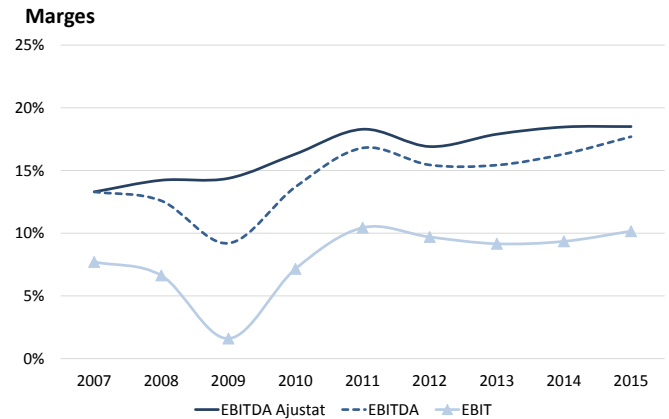


Font: Eurofins Scientific

## Marges

El que més ens interessa del gràfic 4 és la tendència ascendent dels marges, en línia amb la millora de l'eficiència per empleat que hem vist, pròpia d'una companyia que cada cop es beneficia més de les economies d'escala. Com hem explicat a l'apartat d'Ingressos, la caiguda de marges del 2009 no es deu únicament a factors orgànics, sinó a la discontinuació de certes activitats i a la divisa també.

Gràfic 4: Marges



Font: Eurofins Scientific

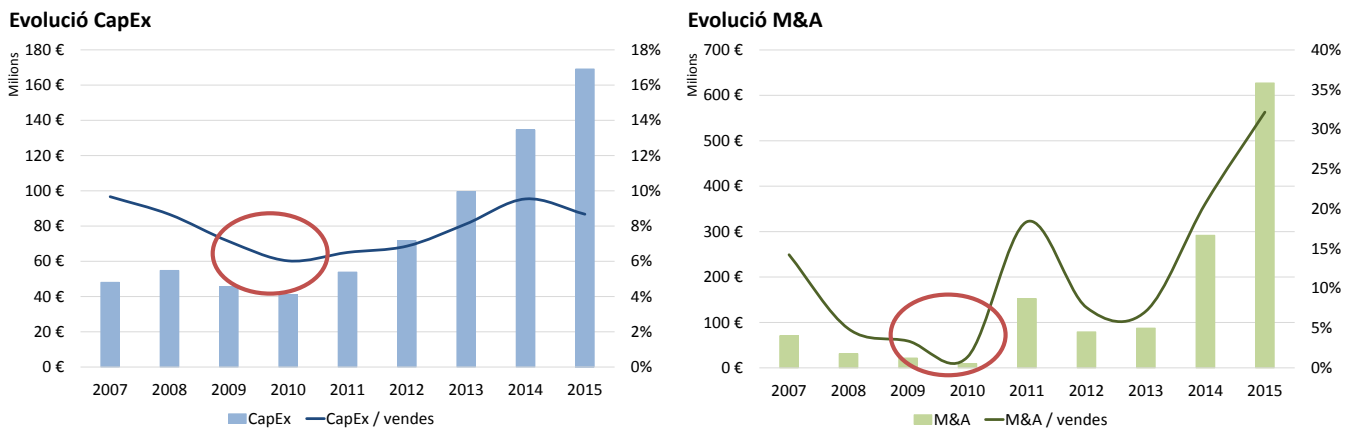
## Inversions

Com es pot apreciar al gràfic 5 esquerre i veurem a l'apartat de posició competitiva, el percentatge de CapEx sobre vendes d'ERF és superior al dels seus comparables. Tal com indiquen a la seva estratègia operativa, ERF està en fase d'invertir en majors laboratoris per guanyar en economies d'escala i eficiència.

Al gràfic 5 dret es pot apreciar l'elevat percentatge d'operacions corporatives sobre els ingressos, com explica la pròpia companyia, la consolidació de la indústria és una de les seves fonts de creixement.

Els cercles vermells als dos gràfics recalquen la **prudència** amb la que ERF va actuar després de la Gran Recessió, reduint el CapEx sobre vendes del 10% al 7%. Aquesta racionalització va ser encara major en el M&A, que es va reduir quasi a zero. La prudència és conseqüència directa d'una companyia familiar en la que el *management* és el màxim accionista.

Gràfic 5: CapEx i M&A



Font: Eurofins Scientific



## Resultats 2015

Eurofins va presentar uns bons resultats per l'exercici 2015. Els ingressos van ascendir als 1.950 milions €, el que representa un increment del 38% YoY. El creixement orgànic dels ingressos va ser del 7,5%, el que és un 50% superior al seu objectiu recurrent del 5%. L'EBITDA es va incrementar un 50% fins els 345 milions € i el marge EBITDA es va expansionar en 140 pb.

Un dels punts més positius va ser que el *Free Cash Flow* es va incrementar en un 95% fins els 100 milions €, tot i les despeses financeres extraordinàries i un major CapEx en termes absoluts.

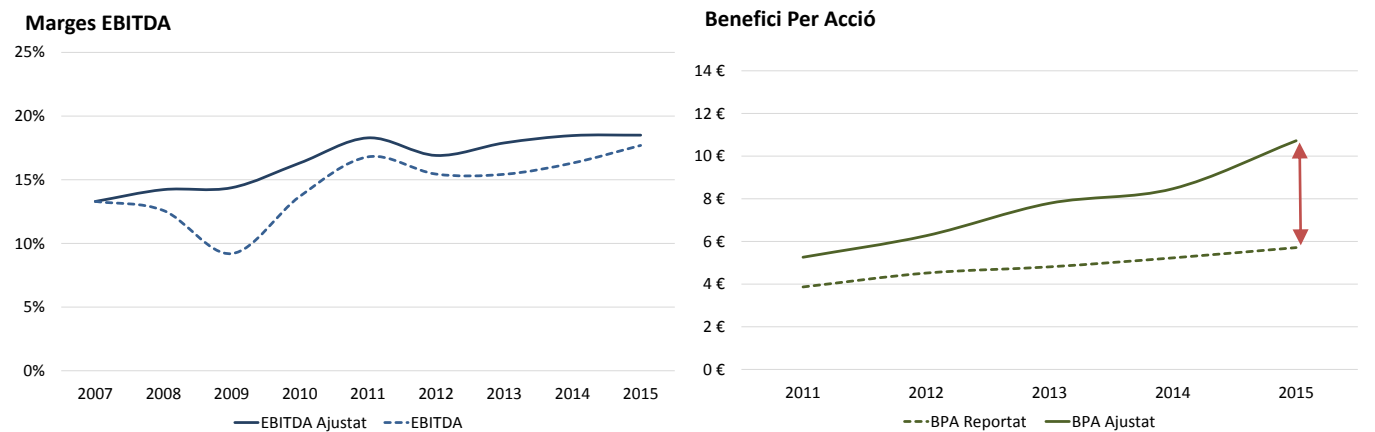
El 2015 va ser un any històric en adquisicions. Les vint-i-una compres que es van completar durant l'exercici van contribuir en 570 milions € als ingressos, el que representa un 29,2%.

El *management* és positiu en l'*outlook* a curt i mig termini. Els objectius d'ingressos i EBITDA ajustat pel 2016 són de 2,5 bilions € i 460 milions €, respectivament. A mig termini (any 2020), el *management* espera doblar les xifres del 2015, arribant a 4 bilions € en ingressos i a un EBITDA ajustat de 800 milions €.

## Resultats reportats vs. ajustats

L'estratègia d'adquisicions fa que la diferència entre els resultats reportats i els ajustats sigui molt significativa. Aquesta diferència s'incrementa a mesura que baixem pel compte de pèrdues i guanys. Com es pot apreciar al gràfic 6 dret, el BPA ajustat del 2015 va doblar el reportat. Els ajustos inclouen *one-offs* de les integracions, reorganitzacions, discontinuació d'operacions, deteriorament de fons de comerç i altres no recurrents. Per tot això el PER és, actualment, un rati poc rellevant i ens fixarem en la generació de caixa.

Gràfic 6: CapEx i M&A



Font: Eurofins Scientific

## Situació del sector i variables claus

---

### Indústria TIC en general

La globalització ha canviat la naturalesa de la manufactura i el comerç; s'ha incrementat la complexitat de les cadenes de producció i cada cop més els clients requereixen de certificació independent. Gràcies a això i a una gamma de serveis cada cop més àmplia, les companyies "TIC" (*Testing Inspection and Certification*) han reportat durant els darrers anys creixements orgànics consistentment per sobre dels creixements del PIB.

### Barreres d'entrada

Estem davant d'una indústria amb importants barreres d'entrada caracteritzades per l'*expertise* tècnica, la tecnologia pròpia patentada, les acreditacions i concessions, les instal·lacions a nivell mundial, una xarxa mundial eficient i les relacions a llarg termini amb els clients. Una indústria on les economies d'escala són importants.

### Variables clau del sector

1. **PIB:** Comparant el creixement orgànic d'ingressos de les principals companyies del sector vs. PIB veiem que la correlació és significativa, tot i que amb un decalatge d'aproximadament un any. En els darrers sis anys el creixement orgànic del sector ha estat un ~3% superior al de PIB mundial, però en el període 2013 el creixement orgànic del sector es va alentir sensiblement reduint el *gap* amb el PIB.
2. **Divisa:** Fins a un ~50% dels ingressos d'ERF es realitzen en divises diferents de l'euro.
3. **Externalització:** El ~60% del mercat encara es realitza pels propis clients, que progressivament van eliminant les activitats *TIC in-house* al ser activitats *non-core*.
4. **Globalització:** L'harmonització de la regulació, sobretot en els països emergents, amb uns estàndards que van convergint cap als dels desenvolupats. Destacar la globalització de les normes ISO.
5. **Proveïdor integral:** En una indústria on les economies d'escala són rellevants, ser un proveïdor el més integral possible és un clar avantatge.
6. **Consolidació:** Les petites companyies representen un ~34% del mercat, amb el que hi ha marge per a operacions corporatives.

### Assaig bio-analític en particular

L'assaig bio-analític, que inclou tots els productes i substàncies que mengem, bevem, ingerim o inhem, és un mercat relativament nou, particularment quan l'assaig és realitzat per tercers. Es tracta d'una de les activitats *TIC* on el mercat està més fragmentat, en la que un gran nombre de petits laboratoris regionals tenen una oferta limitada. En aquest terreny de joc on ERF està sent un *player* clau, al oferir als clients suport global i serveis d'anàlisi integrals.

### Variables clau de l'assaig bio-analític

Les grans tendències que suporten el creixement d'aquest segment a llarg termini es troben encara en les seves etapes inicials.

1. **Riquesa i esperança de vida:** La tecnologia, l'assistència sanitària i la cobertura mèdica dels països industrialitzats han incrementat de l'esperança de vida de forma significativa en els darrers cent anys. A mesura que la riquesa per càpita augmenta, també ho fa la demanda de fàrmacs costosos i en paral·lel s'incrementa l'aversion a un cert tipus d'alimentació menys saludable.
2. **Innovació tecnològica:** En els darrers anys la indústria alimentació ha evolucionat, amb nous productes, però sobretot amb nous processos. En aquest entorn l'assaig és cada cop més necessari.

3. **Protecció del consumidor:** Amb un millor del nivell de vida als països desenvolupats, els consumidors són cada cop més conscients de la seguretat i qualitat del producte, així com dels riscos relacionats amb els aliments, fàrmacs i el medi ambient.
4. **Protecció de la marca:** En un temps on la qualitat i la seguretat són claus, les marques són actius molt valuosos, que estan exposades als mitjans internacionals i han de ser protegides constantment.

### Assaig de diagnòstic clínic en particular

ERF també està present en el mercat de diagnòstics clínics, que compren assajos dels instruments i serveis que ajuden en el diagnòstic i tractament de malalties.

#### Variables clau d'ERF

1. **Demografia:** A mesura que la població mundial creix i envelleix, s'incrementarà indubtablement la necessitat dels serveis de diagnòstic. ERF espera que els serveis clínics de laboratori creixin a una taxa aproximada del 5,8% entre 2013 i 2019.
2. **Innovacions mèdiques i científiques:** Les innovacions tecnològiques d'interès per a la medicina poden conduir a un diagnòstic més precoç o més precís i al tractament de malalties. Els avenços en genòmica s'espera que conduixin a diagnòstics més precoços. Totes aquestes innovacions han d'anar acompanyades dels assajos, inspeccions i certificacions corresponents.
3. **Prevenició i benestar:** L'increment dels costos sanitaris en els pressupostos governamentals ha fet que els proveïdors d'atenció mèdica (Governs i asseguradores) es centrin en el diagnòstic precoç i en la prevenició, ja que són molt més eficaços i menys costosos.

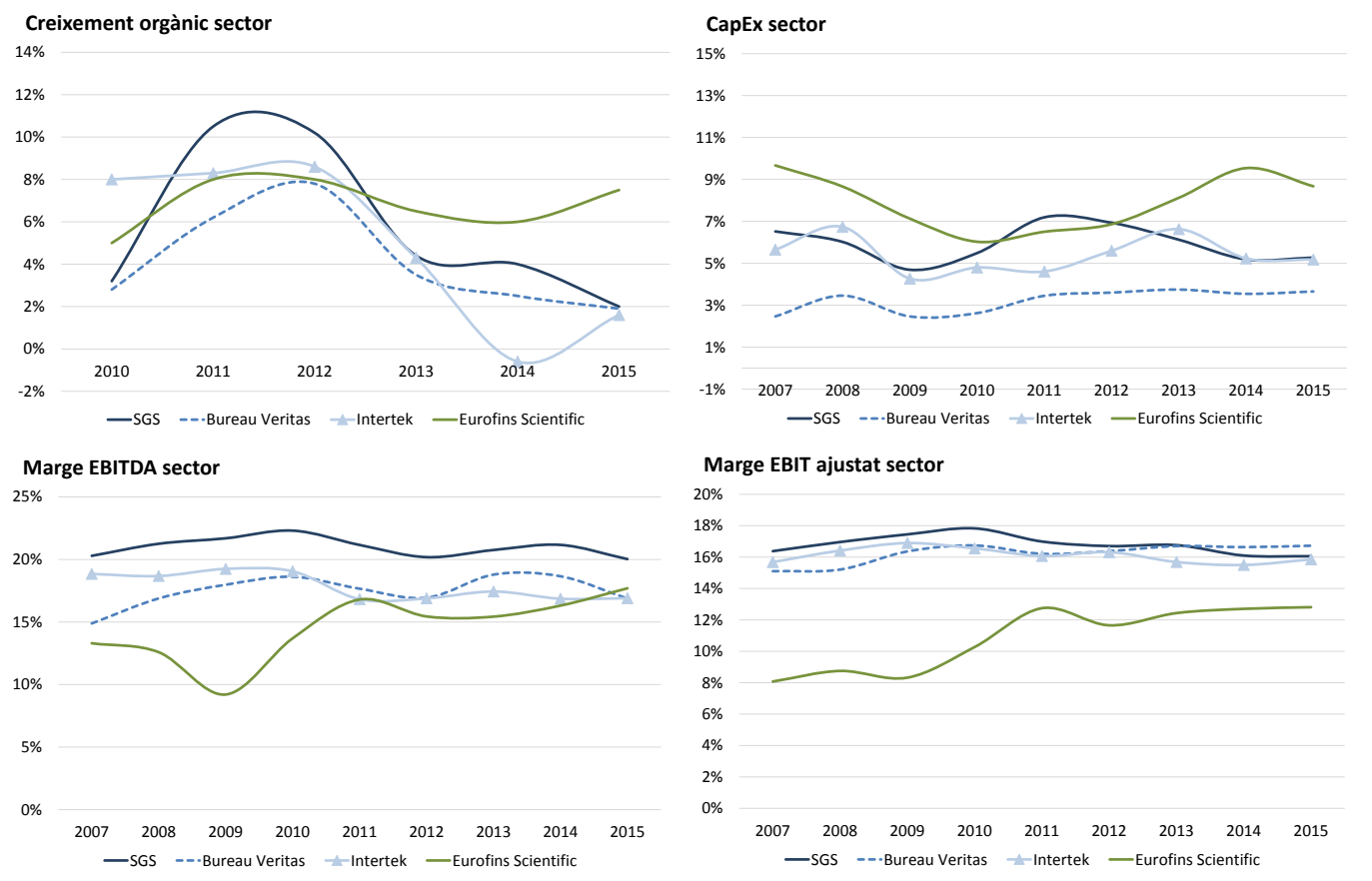
## Posició competitiva

El segment *TIC* es caracteritza per un elevat nivell de fragmentació, amb centenars de jugadors oferint una àmplia gamma de serveis sobre una base local o regional. Hi ha pocs jugadors veritablement globals, els quals en agregat tenen una proporció relativament petita del conjunt del mercat. Gràcies a les barreres d'entrada, els operadors globals continuen guanyant quota de mercat consolidant petits operadors locals.

### Eurofins Scientific respecte els tres jugadors globals

Els principals *players* cotitzats i veritablement globals, tant geogràficament com sectorialment, són SGS, Bureau Veritas i Intertek. Com es pot apreciar en els gràfics inferiors, totes tres companyies són força similars en creixements orgànics, marges i inversions. Però, com es situa ERF respecte aquestes tres jugadors? (en verd als gràfics). En primer lloc ERF ha demostrat ser **menys cíclica**, amb un creixement orgànic dels ingressos més constant. Recordem que ERF està exposada a segments de consum estable, mentre que els *players* globals tenen exposició parcial a petroli i/o mineres. En segon lloc ERF té un **CapEx sobre les vendes superior** al dels seus competidors. Tal com indica en la seva estratègia, ERF encara pot millorar l'eficiència, mentre que els tres *players* globals són més madurs. Finalment destacar que **històricament ERF ha tingut pitjors marges**, però aquest *gap* s'està tancant a mesura que ERF incrementa les economies d'escala. De fet en termes d'EBITDA el *gap* del marge ja estaria tancat, però com hem vist, ERF inverteix més, amb el que també deprecia més i per això el seu marge EBIT ajustat encara és inferior al dels seus competidors.

Gràfic 7: Dades sector



Font: Eurofins Scientific

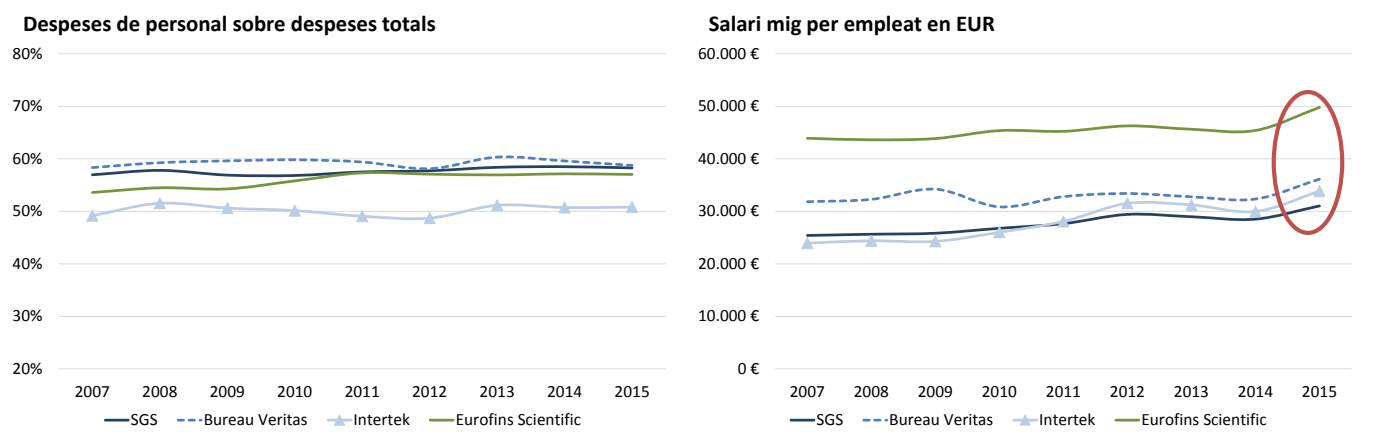


**Capital humà**

L'estructura de costos dels quatre *players* també és força similar. Només cal que ens fixem en les despeses d'empleats, que per a totes les companyies es situen entre un 50% i un 60% de les despeses totals (gràfic 8 esquerre).

Un dels punts més diferencials d'ERF és la compensació dels empleats. ERF paga un salari mig que és quasi un 50% superior al de la resta de companyies. Cal recordar que els assajos que realitza ERF són sobretot químics i biològics, amb el que requereixen d'un personal científic, molt format. Això és sens dubte una barrera d'entrada per a possibles competidors.

Gràfic 8: Dades per empleat



Font: Eurofins Scientific

## Accionistes

La societat Analytical Bioventures ostenta una participació del 41,7% i controla ERF amb un 58,5% dels drets de vot. La resta del accionariat és *Free Float*, en la seva majoria fons d'inversió. Només destaca Fidelity, amb una posició de més del 5%.

Analytical Bioventures pertany al fundador, President i CEO de la companyia, Gilles Martin, i al seu germà Yves-Loïc, que ha estat el CTO entre 1998 i 2015, i actualment coordina la cooperació entre IT i operacions. De forma indirecta Gilles posseeix el 29% de les accions d'ERF i el seu germà Yves-Loïc un 13%.

El Consell d'Administració està format per cinc membres; els germans Martin, dos independents i Valérie Hanote, responsable de la gestió del sistema d'informació dels laboratoris comercials. Hanote ha estat vinculada a ERF des del 1991.

ERF és una companyia familiar, dirigida i controlada pel fundador, que a més coneix perfectament les dinàmiques de la indústria, ja que la va revolucionar ell mateix, gràcies a un mètode inventat pels seus pares.

Com es pot apreciar al gràfic 9, no hi ha hagut operacions d'*insiders* des del 2013, quan alguns directius van fer vendes i Analytical Bioventures va ajustar la seva posició de forma irrellevant.

Gràfic 9: Operacions d'*insiders*



Font: Bloomberg

## L'equip de gestió

Com hem explicat, els germans Martin presideixen i dirigeixen ERF. Com a més posseeixen un 41,7% de les accions, l'alineació d'interessos del *management* i els accionistes és total. El *track record* és inqüestionable, ja que Gilles Martin va fundar una *start-up* de bio-anàlisi i l'ha convertit en una multinacional amb una facturació de ~2 bilions € en el 2015.

Laurent Lebras és CFO des de maig del 2015. Lebras va ser CFO de l'Oréal Àsia-Pacífic durant 5 anys, dins d'una carrera de 13 anys al grup de cosmètics. L'anterior CFO va ocupar la posició al 2013, però no va encaixar. Anteriorment ERF havia tingut un CFO durant un llarg període de temps.

## Estratègia de creixement

Com hem vist ERF ha passat de ser una empresa de deu empleats, amb un únic mètode d'anàlisi, a una multinacional present en 39 països, amb una xarxa de 225 laboratoris d'última generació i que dona feina a més 22.000 empleats. Actualment té una cartera de més de 130.000 mètodes analítics fiables.

En els darrers vuit anys ERF s'ha introduït en quinze països, estratègia que ha combinat amb adquisicions per a incrementar la gamma de serveis oferts. Des del 2010, el programa d'inversions s'ha enfocat en grans laboratoris d'última generació, més eficients i amb majors economies d'escala. ERF està tancant els laboratoris més petits i traslladant els assajos especialitzats a grans laboratoris. Aquesta estratègia d'incrementar l'eficiència i les economies d'escala serà la nota dominant fins el 2020.

ERF empra de forma total o parcial els següents factors per a construir posicions fortes i barreres d'entrada defensables:

- Utilitza tecnologies avançades, recolzades per un alt nivell en I+D i telecomunicacions.
- Presta serveis estandarditzats d'alta qualitat.
- Palanqueja la xarxa global de laboratoris i el *portfolio* de serveis i productes per a ser la primera elecció com a proveïdor.
- S'esforça per a seguir sent el primer o segon proveïdor en cada mercat on està present.

## Estratègia financera

Segons el CEO, podem esperar que ERF mantingui un palanquejament Deute Net / EBITDA entre les dues i les tres vegades. Hem de tenir en compte que els *covenants* del deute es situen en les 3,5x.

ERF no té política de dividendes. En paga per recomanació d'alguns accionistes institucionals; per a ésser "*investor friendly*". Té un *payout* del 25% aproximadament, però no estableix una política determinada per a no perdre la flexibilitat.

Com ja hem explicat, ERF estableix objectius concrets a curt (1 any) i a mig termini (5 anys). Pel 2016 ERF espera arribar a la xifra de 2,5 bilions € d'ingressos (+28%) i d'EBITDA ajustat de 460 milions € (+27%). Els objectius pel 2020 inclouen uns ingressos de 4 bilions € i un EBITDA ajustat de 800 milions €. Mirant enrere, ERF ha acostumat a complir els objectius a mig termini amb un o dos anys d'anticipació. Òbviament, es poden modular les adquisicions per assolir més fàcilment aquests objectius, però es improbable que un *management* que a més a més és el màxim accionista de la companyia, faci adquisicions no acretives per assolir objectius d'ingressos o EBITDA.

## Anàlisi financera

Creixement és la paraula que millor defineix Eurofins Scientific. El seu balanç s'ha multiplicat per quatre en els darrers cinc anys. La partida que més s'ha incrementat ha estat la de fons de comerç, com a conseqüència de la seva estratègia d'adquisicions. En segon lloc destacar l'increment de l'immobilitzat material, com a conseqüència de les inversions en nous laboratoris. Altres línies que també s'han incrementat de forma proporcional són les del capital circulant.

En la part del passiu veiem com ERF s'ha finançat amb deute, fons propis i capital híbrid. El finançament mitjançant capital híbrid s'explica perquè permet diferir el pagament dels interessos i això aporta tranquil·litat al *management*, en l'eventualitat d'una nova crisi.

Balanç (Mn €)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Immobilitzat material	107	129	135	137	163	209	251	324	428	542	648
Fons de comerç	227	242	239	246	379	403	456	679	1.412	1.512	1.612
Altres actius intangibles	23	27	30	30	59	69	86	194	351	391	435
Inversions en associades	2	2	2	3	4	7	5	3	15	15	15
Actius financers	9	6	5	7	8	11	17	23	32	32	32
Actius fiscals	12	16	16	17	19	26	33	26	36	36	36
<b>Actius no corrents</b>	<b>379</b>	<b>422</b>	<b>428</b>	<b>440</b>	<b>633</b>	<b>725</b>	<b>848</b>	<b>1.249</b>	<b>2.274</b>	<b>2.528</b>	<b>2.778</b>
Inventaris	8	8	8	8	10	14	20	25	38	43	51
Clients	136	150	145	154	215	248	273	321	443	536	617
Despeses pre-pagades	19	17	21	22	29	31	34	44	60	73	83
Actius fiscals	5	6	3	4	9	6	20	15	31	31	31
Derivats i altres financers	0	0	0	0	0	3	4	3	60	60	60
Efectiu i equivalents	65	132	54	108	179	134	297	217	794	632	487
<b>Actius corrents</b>	<b>233</b>	<b>312</b>	<b>232</b>	<b>296</b>	<b>442</b>	<b>436</b>	<b>649</b>	<b>624</b>	<b>1.426</b>	<b>1.375</b>	<b>1.330</b>
<b>Total actiu</b>	<b>612</b>	<b>734</b>	<b>659</b>	<b>736</b>	<b>1.075</b>	<b>1.161</b>	<b>1.497</b>	<b>1.873</b>	<b>3.700</b>	<b>3.902</b>	<b>4.108</b>
Deute a llarg termini	155	264	215	239	401	383	667	638	1.497	1.483	1.470
Derivats	0	3	4	3	13	20	15	12	7	7	7
Impostos diferits	8	8	7	11	21	25	29	42	94	94	94
Pendent per adquisicions	29	31	21	11	15	11	17	25	193	193	193
Pla de pensions	12	12	12	14	19	27	31	35	47	47	47
Provisions	11	8	18	18	4	5	5	5	7	7	7
<b>Passius no corrents</b>	<b>216</b>	<b>325</b>	<b>278</b>	<b>297</b>	<b>471</b>	<b>472</b>	<b>764</b>	<b>757</b>	<b>1.845</b>	<b>1.831</b>	<b>1.818</b>
Deute a curt termini	18	26	23	38	38	52	17	72	213	213	213
Interessos i beneficis del capital híbrid	0	0	0	0	0	4	14	24	52	52	52
Obligacions fiscals	6	8	8	8	12	18	21	11	19	19	19
Ingressos diferits	0	0	0	0	0	6	17	19	24	32	36
Pagaments rebuts per avançat	20	18	17	14	21	17	14	19	20	24	28
Proveïdors	55	57	51	55	75	78	101	127	197	246	283
Provisions	0	0	0	0	16	12	11	8	15	15	15
Pendent per adquisicions	18	8	1	6	8	13	10	19	23	23	23
Altres obligacions	64	72	79	87	113	117	134	152	213	266	306
<b>Passius corrents</b>	<b>181</b>	<b>190</b>	<b>178</b>	<b>209</b>	<b>283</b>	<b>317</b>	<b>339</b>	<b>452</b>	<b>775</b>	<b>890</b>	<b>974</b>
<b>Total passiu</b>	<b>396</b>	<b>515</b>	<b>456</b>	<b>505</b>	<b>754</b>	<b>789</b>	<b>1.102</b>	<b>1.209</b>	<b>2.620</b>	<b>2.721</b>	<b>2.792</b>
Fons propis	116	119	103	131	170	222	245	364	480	581	716
Capital híbrid	100	100	100	100	150	150	150	300	600	600	600
<b>Total patrimoni net i passiu</b>	<b>612</b>	<b>734</b>	<b>659</b>	<b>736</b>	<b>1.075</b>	<b>1.161</b>	<b>1.497</b>	<b>1.873</b>	<b>3.700</b>	<b>3.902</b>	<b>4.108</b>
Deute total	173	290	238	277	439	435	684	710	1.710	1.697	1.683
Deute net	109	158	184	169	259	301	387	494	916	1.065	1.196

Font: Eurofins Scientific i Fimarge



El creixement també és la nota dominant en el compte de pèrdues i guanys, amb uns ingressos que s'han triplicat en els darrers cinc anys.

Com hem explicat els marges han anat millorant, sobretot en termes ajustats.

Pèrdues i Guanys (Mn €)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Ingressos</b>	<b>497</b>	<b>633</b>	<b>640</b>	<b>680</b>	<b>829</b>	<b>1.044</b>	<b>1.226</b>	<b>1.410</b>	<b>1.950</b>	<b>2.438</b>	<b>2.803</b>
Personal	-234	-301	-315	-328	-395	-504	-590	-674	-915	-1.143	-1.315
Altres ingressos i despeses operatius	5	0	-15	-6	0	-7	-9	-12	-5	-5	-6
Depreciació i amortització	-26	-35	-39	-41	-46	-55	-67	-81	-111	-139	-160
<b>EBITAS</b>	<b>40</b>	<b>45</b>	<b>20</b>	<b>52</b>	<b>93</b>	<b>106</b>	<b>122</b>	<b>149</b>	<b>234</b>	<b>295</b>	<b>342</b>
Non-cash stock option & acquisition costs	-2	-3	-10	-3	-7	-5	-10	-17	-36	-24	-28
<b>EBIT</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	<b>10</b>	<b>49</b>	<b>87</b>	<b>101</b>	<b>112</b>	<b>132</b>	<b>198</b>	<b>271</b>	<b>314</b>
Ingressos financers	3	3	2	1	1	1	1	2	4	12	9
Despeses financeres	-12	-17	-15	-14	-18	-21	-25	-33	-70	-82	-81
<b>BAI</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>-2</b>	<b>36</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>101</b>	<b>132</b>	<b>201</b>	<b>242</b>
Impostos	-9	-9	-9	-11	-14	-18	-17	-22	-42	-62	-75
<b>Resultat net</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>-11</b>	<b>25</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>90</b>	<b>139</b>	<b>167</b>
Minoritaris	2	0	0	2	1	-2	0	0	3	3	3
<b>Resultat atribuïble als accionistes</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>-11</b>	<b>23</b>	<b>55</b>	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>87</b>	<b>136</b>	<b>164</b>
Accions en circulació	15	15	15	15	16	16	16	16	16	16	16
<b>BPA diluït total</b>	<b>1,17</b>	<b>1,17</b>	<b>-0,73</b>	<b>1,57</b>	<b>3,53</b>	<b>4,17</b>	<b>4,51</b>	<b>4,93</b>	<b>5,37</b>	<b>8,35</b>	<b>10,08</b>
BPA dels inversors del capital híbrid	0,33	0,53	0,53	0,54	0,74	0,77	1,19	0,07	1,90	2,18	2,18
<b>BPA dels accionistes</b>	<b>0,84</b>	<b>0,63</b>	<b>-1,26</b>	<b>1,03</b>	<b>2,79</b>	<b>3,40</b>	<b>3,32</b>	<b>4,86</b>	<b>3,46</b>	<b>6,16</b>	<b>7,89</b>
<b>EBITDA Ajustat</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>92,0</b>	<b>111,0</b>	<b>151,6</b>	<b>176,5</b>	<b>219,3</b>	<b>260,4</b>	<b>360,8</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
<b>Marges</b>											
EBITDA	13,3%	12,6%	9,2%	13,7%	16,8%	15,4%	15,4%	16,3%	17,7%	17,8%	17,9%
EBITDA Ajustat	13,3%	14,2%	14,4%	16,3%	18,3%	16,9%	17,9%	18,5%	18,5%	0,0%	0,0%
EBITAS	8,1%	7,1%	3,2%	7,7%	11,3%	10,2%	10,0%	10,5%	12,0%	12,1%	12,2%
EBIT	7,7%	6,6%	1,6%	7,2%	10,4%	9,7%	9,2%	9,3%	10,2%	11,1%	11,2%
BAI	5,9%	4,4%	-0,3%	5,3%	8,5%	7,8%	7,3%	7,2%	6,8%	8,2%	8,6%
Net	4,0%	2,9%	-1,8%	3,7%	6,8%	6,1%	5,9%	5,6%	4,6%	5,7%	6,0%
<b>Creixements</b>											
Ingressos		27%	1%	6%	22%	26%	17%	15%	38%	25%	15%
EBITAS		12%	-55%	158%	79%	14%	15%	22%	57%	26%	16%
EBIT		9%	-76%	376%	78%	17%	11%	17%	50%	37%	16%
BAI		-5%	-108%	-1838%	95%	16%	9%	14%	31%	52%	21%
Resultat net		-8%	-163%	-325%	124%	13%	13%	10%	14%	54%	21%
Resultat atribuïble als accionistes		0%	-163%	-308%	137%	19%	9%	10%	10%	56%	21%
BPA diluït total		0%	-163%	-315%	124%	18%	8%	9%	9%	56%	21%

Font: Eurofins Scientific i Fimarge

ERF genera *Free Cash Flow* positiu tot i estar en fase de creixement. Addicionalment té un grau de conversió de caixa elevat, que conforme inverteixi menys s'hauria d'aproximar de forma sostinguda al 100% del benefici net. Un dels punts més importants per a la generació de caixa, és que té un capital circulant molt baix en relació a les vendes, d'aproximadament el 4%. Per tant, en un entorn de ingressos creixents, l'increment de circulant quasi no perjudica la generació de caixa.

Un punt a tenir en compte és que el capital híbrid és deute subordinat, tot i que els interessos es comptabilitzen com a dividends dins del flux de caixa financer. En l'apartat de la valoració ajustem el *FCF* a aquests dividends. La qüestió és que amb el *FCF* es puguin pagar folgadamente els dividends de les accions ordinàries i del capital híbrid.

Flux de caixa (Mn €)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Caixa inicial</b>	<b>79</b>	<b>61</b>	<b>128</b>	<b>52</b>	<b>96</b>	<b>174</b>	<b>122</b>	<b>293</b>	<b>215</b>	<b>791</b>	<b>632</b>
BAI	29	28	-2	36	70	82	89	101	132	201	242
Depreciació i amortització	27	36	46	42	48	55	67	81	111	139	160
Non-cash stock option & acquisition costs	1	2	2	2	3	5	10	17	36	24	28
Financers	1	3	1	2	3	1	2	2	39	0	0
Impostos	-17	-12	-10	-10	-15	-13	-30	-32	-43	-62	-75
Variació de provisions i plans de pensions	-3	-6	11	0	-5	-1	-1	-4	-3	0	0
Variacions de capital circulant	-4	0	-2	2	-7	-11	14	17	-3	4	-15
Altres	-2	0	5	0	0	-2	-2	1	-5	0	0
<b>Flux de caixa operatiu</b>	<b>32</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>74</b>	<b>98</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>184</b>	<b>265</b>	<b>306</b>	<b>340</b>
CapEx	-48	-55	-46	-41	-54	-72	-100	-135	-169	-200	-219
Vendes d'immobilitzat	8	2	2	1	0	7	1	3	5	7	9
<b>FCF</b>	<b>-8</b>	<b>-4</b>	<b>9</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>101</b>	<b>113</b>	<b>130</b>
Actius financers	1	0	0	0	1	-2	-4	-2	-76	0	0
M&A	-71	-31	-22	-9	-152	-79	-87	-292	-627	-200	-200
Altres	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
<b>Flux de caixa d'inversions</b>	<b>-111</b>	<b>-84</b>	<b>-66</b>	<b>-49</b>	<b>-204</b>	<b>-146</b>	<b>-190</b>	<b>-425</b>	<b>-867</b>	<b>-393</b>	<b>-410</b>
Emissió i recompra d'accions	1	1	0	2	1	24	8	7	9	0	0
Dividends a accionistes	-2	-3	-3	-4	-4	-12	-15	-18	-20	-24	-25
Dividends pagats al capital híbrid	0	-8	-8	-8	-9	-12	-10	-6	-21	-36	-36
Variacions de capital híbrid	99	0	0	0	48	0	-9	163	299	0	0
Emissió de deute	6	131	12	175	176	12	325	-27	1.001	200	200
Amortització de deute	-41	-20	-66	-147	-30	-33	-84	41	-95	-213	-213
Altres	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flux de caixa financer</b>	<b>62</b>	<b>102</b>	<b>-65</b>	<b>18</b>	<b>183</b>	<b>-21</b>	<b>215</b>	<b>160</b>	<b>1.173</b>	<b>-73</b>	<b>-74</b>
Divisa	-1	-1	2	1	1	-1	-3	2	5	0	0
<b>Flux de caixa net</b>	<b>-18</b>	<b>67</b>	<b>-76</b>	<b>44</b>	<b>77</b>	<b>-52</b>	<b>171</b>	<b>-78</b>	<b>576</b>	<b>-160</b>	<b>-144</b>
<b>Caixa final</b>	<b>61</b>	<b>128</b>	<b>52</b>	<b>96</b>	<b>174</b>	<b>122</b>	<b>293</b>	<b>215</b>	<b>791</b>	<b>632</b>	<b>487</b>
CapEx / vendes	9,7%	8,7%	7,1%	6,0%	6,5%	6,9%	8,1%	9,5%	8,7%	8,2%	7,8%
D&A / vendes	5,2%	5,5%	6,1%	6,0%	5,5%	5,3%	5,5%	5,8%	5,7%	5,7%	5,7%
FCF / benefici net	-42,9%	-20,2%	-80,2%	136,6%	78,4%	80,2%	70,1%	66,6%	112,1%	81,6%	77,9%

Font: Eurofins Scientific i Fimarge

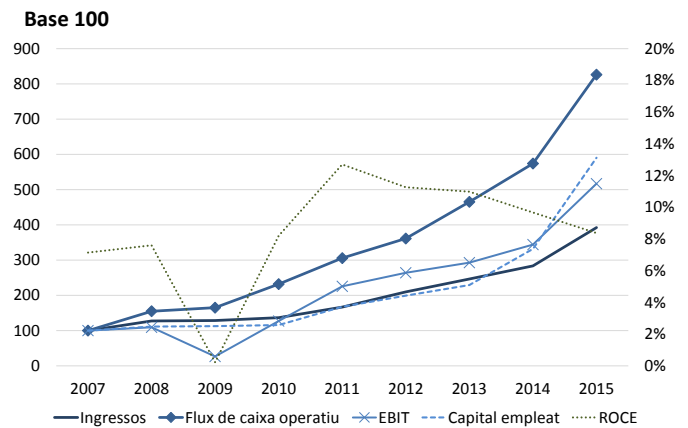
A continuació analitzarem perquè el capital circulant només pesa un 4% de les vendes i de quines partides es compona. Com es pot apreciar en el quadre inferior, a més dels tres elements habituals (l'inventari, els clients i els proveïdors), tenim altres partides: les despeses pre-pagades, que incrementen el circulant per una banda i els ingressos diferits i els pagaments rebuts per avançat que el redueixen. Però hi ha una darrera partida que redueix el circulant de forma dràstica i quasi el neutralitza; són les altres obligacions a curt termini, és tracta d'un calaix de sastre que aglutina diversos elements resultants de ser una companyia de serveis. Aquest circulant tan baix és el que ha afavorit històricament la generació de FCF.

Fons de maniobra	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Inventari	8	8	8	8	10	14	20	25	38	43	51
Clients	136	150	145	154	215	248	273	321	443	536	617
Despeses pre-pagades	19	17	21	22	29	31	34	44	60	73	83
Proveïdors	55	57	51	55	75	78	101	127	197	246	283
Ingressos diferits	0	0	0	0	0	6	17	19	24	32	36
Pagaments rebuts per avançat	20	18	17	14	21	17	14	19	20	24	28
Altres obligacions a curt termini	64	72	79	87	113	117	134	152	213	266	306
Fons de maniobra	25	28	28	28	45	74	61	73	87	83	98
Canvis en Fons de maniobra	-2	-1	0	0	-17	-29	12	-12	-14	4	-15
Canvis en Fons de maniobra (cash flow)	-4	0	-2	2	-7	-11	14	17	-3	4	-15
WC / Ingressos	5%	4%	4%	4%	5%	7%	5%	5%	4%	3%	3%
Inventari / Materials i serveis	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Clients / Ingressos	27%	24%	23%	23%	26%	24%	22%	23%	23%	22%	22%
Despeses pre-pagades / Materials i serveis	-10%	-7%	-8%	-9%	-10%	-8%	-8%	-9%	-9%	-9%	-9%
Proveïdors / Materials i serveis	-27%	-23%	-20%	-22%	-25%	-21%	-23%	-26%	-29%	-29%	-29%
Ingressos diferits / Ingressos	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Pagaments rebuts per avançat / Ingressos	4%	3%	3%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Altres obligacions a curt termini / Costos	15%	13%	14%	15%	16%	13%	13%	13%	13%	13%	13%

Font: Eurofins Scientific i Fimarge

Segons el gràfic base 100, l'EBIT i el capital empleat s'han incrementat de forma similar en els darrers vuit anys, el que ha provocat que el ROCE s'hagi mantingut "relativament estable". Com que les mesures comptables estan força impactades per les adquisicions, hem volgut afegir al gràfic l'evolució del flux de caixa operatiu, en aquest cas mesura més fidedigna del resultat operatiu i que s'incrementa molt per sobre del capital empleat, indicant-nos que les adquisicions han estat acretives.

Gràfic 10: Base 100



Font: Eurofins Scientific

## Anàlisi del deute

Com hem explicat en l'informe, ERF ha operat de forma prudent en moments d'estrès de mercat. Aquesta prudència és extrapolable al seu endeutament, tot i ser una companyia de ràpid creixement. Segons el seu CEO, podem esperar que ERF mantingui un rati de palanquejament Deute Net / EBITDA entre les dues i les tres vegades. Hem de tenir en compte que els *covenants* del deute es situen en 3,5x DN / EBITDA.

Palanquejament	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
DN / EBIT	2,8x	3,8x	17,9x	3,5x	3,0x	3,0x	3,4x	3,7x	4,6x	3,9x	3,8x
DN / EBITDA	1,6x	2,0x	3,1x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x	2,1x	2,7x	2,5x	2,4x
DN / Fons propis	94%	133%	178%	129%	152%	136%	158%	136%	191%	183%	167%
Loan to value	64,8%	70,1%	69,2%	68,7%	70,2%	67,9%	73,6%	64,5%	70,8%	69,7%	68,0%
Fons propis / Total actiu	18,9%	16,2%	15,6%	17,8%	15,8%	19,1%	16,3%	19,4%	13,0%	14,9%	17,4%
<b>Liquiditat</b>											
Rati de liquiditat	1,3x	1,6x	1,3x	1,4x	1,6x	1,4x	1,9x	1,4x	1,8x	1,5x	1,4x
Clients / Total actiu	22,3%	20,4%	22,0%	20,9%	20,0%	21,4%	18,2%	17,2%	12,0%	13,7%	15,0%
Deute de curt / Deute total	10,4%	9,0%	9,5%	13,8%	8,7%	12,0%	2,5%	10,2%	12,5%	12,6%	12,7%
Fons de maniobra / ingressos	4,9%	4,4%	4,3%	4,1%	5,4%	7,1%	5,0%	5,2%	4,5%	3,4%	3,5%
D&A / CapEx	0,5x	0,6x	0,8x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x

Font: Eurofins Scientific i Fimarge

### Tipus de deute

ERF té diferents tipus de deute, però bàsicament es pot classificar en subordinat i senior. El deute subordinat són els 600 milions € de capital híbrid i el deute senior és tota la resta.

#### Capital híbrid

Al gener del 2013, ERF va emetre 150 milions € en capital híbrid, que va ampliar al juliol del 2014 fins els 300 milions €. Aquest instrument és perpetu tot i que es pot amortitzar a partir del 2020. Té un cupó anual del 7%, diferible. A l'abril del 2015 la companyia va fer una nova emissió de capital híbrid per 300 milions € més, amortitzable a partir del 2023. Per aquesta nova emissió es pagarà un cupó, diferible, del 4,875% durant els primers vuit anys.

Està comptabilitzat al 100% com fons propis i els pagaments dels cupons es comptabilitzen com a dividendes en el flux de caixa del finançament.

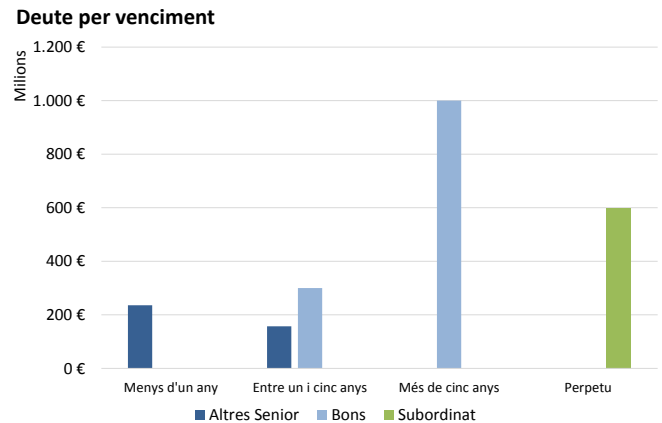
#### Deute senior

La companyia té altres deutes no subordinats que són *pari-passu* entre ells. A destacar sobretot els tres bons en euros per un total de 1.500 milions €. La resta són préstecs molt específics.

ERF els classifica els venciments del deute segons si és a menys d'un any, entre un i cinc anys i a més de cinc anys. Finalment està el deute perpetu subordinat, que és el capital híbrid.

Els 1.000 milions € a més de cinc anys són dos bons amb venciments 2022 i 2023 que detallem més endavant.

Gràfic 11: Distribució del deute segons venciment



Font: Eurofins Scientific i Fimarge

En el quadre inferior detallem tot el deute que es pot comprar a mercat; que són els tres bons senior i les dues emissions subordinades de capital híbrid.

Les emissions que ofereixen una relació rendibilitat-risc-venciment interessant són els bons amb venciments 2022 i 2023. Tot i que els venciments només difereixen en un any, la diferència en TIR és significativa. El motiu és que el venciment 2022 limita substancialment el re-pagament del venciment 2023. Això és cert amb els números actuals, però si en el 2020 ERF s'ha duplicat en EBITDA, el *gap* de les TIRs entre tots dos bons s'hauria de reduir, això si, quan ens aproximem al 2020. Mentrestant, el bo 2023 ofereix un interessant cupó del 3,375%.

Adicionalment el bo 2023 és més líquid i es pot amortitzar a l'octubre del 2022 amb una TIR molt semblant de la TIR a venciment.

EMISSOR	ISIN	DIVISA	VENCIMENT	CUPÓ	TIPUS CUPÓ	TIPUS DEUTE	TIPUS VENCIMENT	TIR	SPREAD	INVERSIÓ MÍNIMA	EMISSIÓ VIVA
EUROFINS SCIENTIFIC SE	XS0996772876	EUR	nov.-18	3,125	FIXE	SENIOR	AVENCIMENT	1,27%	178	100K	300 M
EUROFINS SCIENTIFIC SE	XS1174211471	EUR	ene.-22	2,25	FIXE	SENIOR	AVENCIMENT	2,75%	313	100K	500 M
EUROFINS SCIENTIFIC SE	XS1268496640	EUR	ene.-23	3,375	FIXE	SENIOR	CALLABLE	3,25%	354	100K	500 M
EUROFINS SCIENTIFIC SE	XS0881803646	EUR	PERPETU	7	VARIABLE	SUBORDINAT	PERP/CALL	7,16%	645	100K	300 M
EUROFINS SCIENTIFIC SE	XS1224953882	EUR	PERPETU	4,875	VARIABLE	SUBORDINAT	PERP/CALL	6,22%	551	100K	300 M

## Valoració

### Comparables

Com hem vist a l'apartat de 'Posició competitiva', les companyies TIC tenen creixements, marges i estructura de costos molt similars. Com era d'esperar SGS, Bureau Veritas i Intertek també tenen valoracions molt similars, tant per EV/EBITDA com per *Free Cash Flow Yield*. SGS té un PER superior al estar menys palanquejada. El fet que Intertek tingui una ROE superior "és artificial", ja que respon al deteriorament d'intangibles del 2015, que en el passiu s'ha traduït en una reducció dels fons propis.

Eurofins Scientific és comparable per mida, però està en fase de creixement, més palanquejada i més cara en termes de *FCF yield*. Té els múltiples d'una companyia d'elevat creixement.

Company	Divisa	MC (€)	DN / EBITDA 15e	Equity / Assets 15e	ROE 16e	P / E 16e	P / VC 16e	EV / EBITDA 2016e	FCF yield 16e	FCF / NP 16e	EBITDA margin '16e	Net margin '16e	YTD (%)	1YR (%)
<b>EUROFINS SCIENTIFIC</b>	<b>EUR</b>	<b>4.904</b>	<b>2,7x</b>	<b>14,8%</b>	<b>25,7%</b>	<b>51,6x</b>	<b>8,9x</b>	<b>14,6x</b>	<b>1,7%</b>	<b>81,3%</b>	<b>17,8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>18,9%</b>
INTERTEK GROUP PLC	GBp	6.267	1,8x	17,6%	61,3%	20,1x	12,3x	11,9x	4,1%	93,8%	19,5%	10,2%	11,4%	18,3%
SGS SA-REG	CHF	14.941	0,8x	32,3%	33,7%	24,1x	8,1x	13,4x	3,7%	97,1%	21,2%	10,8%	8,7%	8,8%
BUREAU VERITAS SA	EUR	8.978	2,0x	21,2%	34,8%	20,3x	7,1x	11,6x	4,7%	116,5%	19,6%	9,3%	10,5%	-1,3%

Font: Bloomberg i Fimarge

Els ajustos comptables de les adquisicions fan que valorem ERF en termes de *FCF yield*. Com hem explicat hem d'ajustar el *Free Cash Flow* als dividends del capital híbrid, que no deixen de ser interessos del deute. Amb l'ajust obtenim un *Free Cash Flow yield* 2016e del 1,2%. A aquests nivells no es pot justificar la compra de l'acció. Inclús si tal com estima la companyia, doblen ingressos i EBITDA en el 2020, encara ens semblaria cara. Per tant descartem l'acció com a inversió, ja que el preu actual descompta massa el futur.

Evolució de l'acció	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Accions	15	15	15	15	16	16	16	16	16	16	16
Cotització	66,92	57,17	35,96	37,79	60,08	95,28	165,60	207,60	278,50	318,00	318,00
Capitalització (Mn €)	1.009	868	552	561	942	1.506	2.649	3.334	4.530	5.173	5.173

Dividends	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
DPA	0,10	0,10	0,10	0,10	0,20	0,80	1,00	1,20	1,32	1,45	1,55
Payout	0%	9%	9%	-14%	13%	23%	24%	27%	27%	27%	19%
RPD	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%

Ratis	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
P / VC	8,7x	7,3x	5,4x	4,3x	5,5x	6,8x	10,8x	9,2x	9,4x	8,9x	7,2x
EV / Vendes	2,2x	1,6x	1,1x	1,1x	1,4x	1,7x	2,5x	2,7x	2,8x	2,6x	2,3x
EV / EBITDA	16,9x	12,9x	12,5x	7,8x	8,6x	11,2x	16,1x	16,6x	15,8x	14,4x	12,7x
EV / EBITAS	27,8x	22,8x	36,5x	14,0x	12,9x	17,0x	24,8x	25,7x	23,3x	21,1x	18,6x
EV / EBIT	29,2x	24,5x	71,9x	15,0x	13,9x	17,9x	27,0x	29,0x	27,5x	23,1x	20,3x
FCF / EV	-0,8%	-0,4%	1,2%	4,7%	3,7%	2,8%	1,7%	1,4%	1,9%	1,8%	2,0%
FCF / EV ajustat	-0,8%	-1,1%	0,1%	3,6%	2,9%	2,2%	1,3%	1,2%	1,5%	1,2%	1,5%
P / E	79,7x	90,7x	-28,5x	36,7x	21,5x	28,0x	49,9x	42,7x	80,5x	51,6x	40,3x
P / CF	31,5x	17,5x	10,4x	7,6x	9,6x	13,0x	17,8x	18,1x	17,1x	16,9x	15,2x
ROE	17,0%	15,4%	-10,2%	21,7%	37,6%	32,6%	30,8%	26,0%	21,3%	26,1%	25,8%
Capital Empleat	404	450	455	468	678	805	926	1.341	2.385	2.642	2.912
ROCE	7,1%	7,6%	0,2%	8,2%	12,7%	11,3%	11,0%	9,7%	8,4%	8,3%	8,6%
ROA	3,2%	2,7%	-1,6%	3,6%	6,3%	5,7%	5,4%	4,7%	3,2%	3,6%	4,2%

Font: Eurofins Scientific i Fimarge

## Conclusió

ERF té molts dels ingredients que ens agraden: 1) pertany a la interessantíssima indústria d'assaig, inspecció i certificació que gaudeix d'importants barreres d'entrada, 2) addicionalment està centrada en les activitats de bio-anàlisi, molt recurrents, 3) la formació del personal i la complexitat dels seus anàlisis són barreres d'entrada addicionals, fins i tot dins de la pròpia indústria TIC i 4) l'alineació d'interessos és total, amb un *management* que és el màxim accionista de la companyia i un dels precursors d'aquest segment TIC.

El problema és que aquests ingredients i els creixements esperats es paguen cars, i el seu preu és un *Free Cash Flow Yield* per sota del 2%. Amb tot, no hi ha forma de justificar la compra de l'acció.

El que sí que ens interessa són els bons, especialment el venciment 2023 que ofereix una TIR del 3,25% a 7 anys, a través d'una companyia exposada a indústries finals molt recurrents i amb un palanquejament raonable. En recomanem la COMPRA. De moment no podem parlar de catalitzadors per a la reducció del *spread*. Ja que fins el 2020 la companyia seguirà invertint i mantindrà aquests nivells de palanquejament. En qualsevol cas a partir del 2020 esperem que sigui una companyia més madura, menys intensiva en CapEx i amb majors marges, el que justificaria una reducció del *spread*.

## Anàlisi DAFO

---

### Debilitats

---

ERF opera palanquejada financerament. Tot i la prudència i les mesures que pren el management, un tancament dels mercats de crèdit els afectaria.

### Amenaces

---

Els competidors globals de la indústria (SGS, Bureau Veritas i Intertek) tenen el múscul financer per introduir-se en els assajos bio-analítics i incrementar la competència d'aquest segment TIC.

### Fortaleses

---

Si bé la indústria TIC ja té grans barreres d'entrada, ERF està construint barreres addicionals, ja que desenvolupa assajos molt complexos i té personal molt qualificat.

La recurrència de les indústries finals a les que està exposada.

El fet de tenir un accionista familiar de referència, que addicionalment va fundar la companyia i coneix perfectament el negoci.

### Oportunitats

---

Les grans tendències que beneficien a ERF (l'increment de l'esperança de vida, la innovació tecnològica o la protecció del consumidor) són valors en alça i amb molt potencial als països emergents.





## Altres riscos

---

Guillem Bienert  
gbienert@fimarge.com  
+376 805 110

Javier Tomé  
jtome@fimarge.com  
+376 805 104

Borja Costa, CFA  
bcosta@fimarge.com  
+376 805 100

Fimarge, Societat Financera d'Inversió S.A.  
Bonaventura Armengol 10, Bloc 1, Pl. 5  
AD500 Andorra la Vella – Principat d'Andorra  
© Copyright 2015

#### AVÍS

Les dades contingudes en aquest document, així com les estimacions, opinions, previsions i recomanacions han sigut elaborades per Fimarge, i es facilita sense que constitueixi cap oferiment contractual. Totes les valoracions i estimacions que figuren han estat elaborades pel departament d'anàlisis en la data d'emissió i poden ser modificades sense previ avís. Aquest document ha estat elaborat amb la finalitat de proporcionar als clients de Fimarge informació general a la data d'emissió. L'inversor ha de tenir en compte que la evolució passada dels valors i els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o resultats futurs. Fimarge no assumeix responsabilitat alguna per qualsevol pèrdua, directa o indirecta, que pugui ocasionar la informació continguda en el present document. La informació que s'adjunta en aquest document s'ha obtingut de fonts considerades com fiables i, tot i que s'ha sotmès a un exhaustiu procés d'anàlisi per garantir la certesa del informe, pot incórrer en errors derivats de la pròpia incertesa de l'evolució futura dels valors analitzats. L'inversor que accedeix a aquest informe ha de tenir en compte que els valors o instruments als que es refereix poden no ser adequats als seus objectius d'inversió o a la seva aversió al risc. Qualsevol decisió d'inversió ha d'adoptar-se sota el propi criteri del inversor. El present informe no s'ha d'entendre com una oferta de compra, venda, subscripció o negociació de valors o d'altres instruments. Qualsevol decisió de compra o venda per part del receptor sobre el valor objecte del present document s'ha d'adoptar tenint en compte la informació pública existent sobre tal valors en el fullet registrat a l'organisme regulador corresponent. Els assessors de patrimonis o qualsevol altra persona de Fimarge pot proporcionar comentaris de mercat, de forma verbal o escrita, o estratègies d'inversió als clients que reflecteixin opinions contràries a les expressades en el present document. Cap part del present document pot ser copiada, fotocopiada o duplicada de cap manera, redistribuïda o citada sense el permís previ i per escrit de Fimarge.