



Résultats 2021, recommandation ACHAT sur l'OC 2028

Diasorin publie des résultats supérieurs aux attentes. Le chiffre d'affaires est en forte hausse et la marge est globalement stable. La génération de cash est solide. Les guidances pointent vers une normalisation des performances en 2022 (notamment les ventes Covid qui baisseront) et un rebond dès 2023. Plus généralement, les marges de manœuvre financière sont confortables avec une capacité de désendettement forte (le FCF est conséquent, y compris dans un scénario stressé). Nous évaluons le profil crédit du groupe à « low-to-mid BBB » en 2022 puis « high BBB » en 2023. S'agissant de l'OC 2028, nous notons qu'elle a corrigé avec le reflux de la pandémie et traite désormais sous le pair. Or, nous pensons que son rendement positif (0,8%) et son delta élevé (47%) lui confèrent un profil attractif (option rémunérée), et que l'equity story reste intéressante (perspectives favorables ex-Covid, synergies avec Luminex, risque inflationniste limité). Techniquement, la souche est mispricée de plusieurs points. Nous nous plaçons à l'ACHAT.

Profil de la société

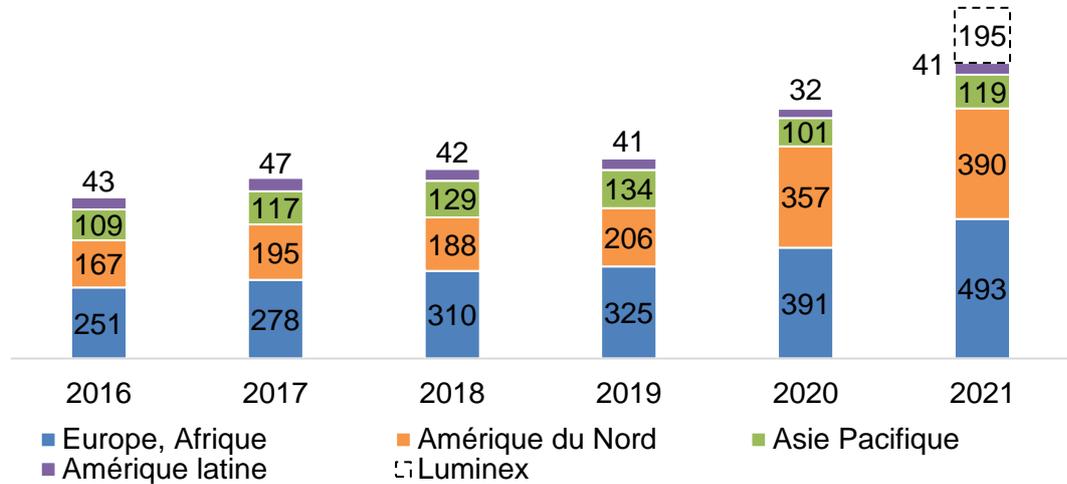
Diasorin est une société italienne spécialisée dans la conception et la fabrication de solutions pour les diagnostics in vitro (kits et réactifs de laboratoire, instruments et machines pour le traitement et l'analyse des échantillons, etc.). Diasorin compte dix sites de fabrication et neuf centres de R&D (Allemagne, Etats-Unis, Italie, Royaume-Uni). Le groupe emploie 2 100 salariés (juin 2021, avant l'acquisition de Luminex). Diasorin est domicilié à Saluggia (Italie) et coté à la bourse de Milan (capitalisation de 7,3Md€). Ses principaux actionnaires incluent le fonds IP Investimenti e Partecipazioni (holding de la famille Denegri, fondé par le président du conseil d'administration de Diasorin Gustavo Denegri ; 45% du capital et 57% des droits de vote), le directeur général Carlo Rosa (8% du capital, 11% des droits de vote) et le directeur commercial Chen Even (4% du capital, 5% des droits de vote).

Détail des résultats annuels

Diasorin affiche une augmentation de 40% de son chiffre d'affaires à 1,24Md€ (+41% à taux de change constant, consensus 1,23Md€), un record. Cette performance reflète la bonne dynamique des ventes (tests Covid +29% à 342M€, ex-Covid +14% à 700M€) et la consolidation de la société américaine Luminex à partir de juillet (contribution de 195M€). En organique, la croissance du CA s'élève à 18%. Par région : Europe & Afrique +26%, Etats-Unis & Canada +12%, Asie Pacifique +16% et Amérique Latine +31%. Par technologie, Diasorin tire la moitié de son CA de tests CLIA (tests immunologiques par chimioluminescence – *chemiluminescence immunoassay* – utilisés pour les infections tuberculeuses, les troubles gastro-intestinaux, les hépatites, etc.) et 27% de tests moléculaires. Au

total, en incluant Luminex, les tests immunologiques (CLIA et ELISA : *Enzyme-Linked Immuno Sorbent Assay* ou immuno-enzymatiques) constituent 56% du CA vs 36% pour les tests moléculaires et 8% pour les licences. La croissance du CA était de 7% en moyenne sur 2017-2019 et de 25% en 2020 (effet Covid).

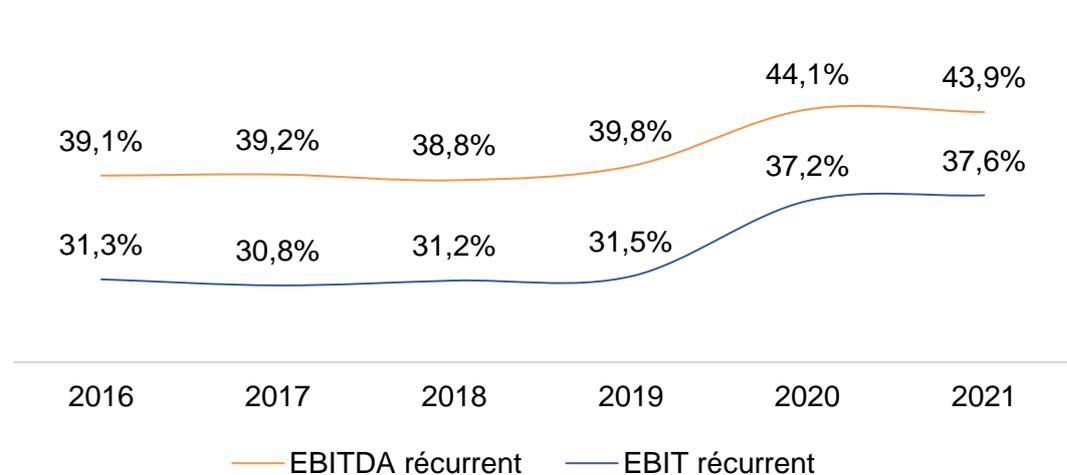
Chiffre d'affaires (M€)



Source : Octo Finances

L'EBITDA récurrent progresse de 40% à 544M€, i.e. une marge de 43,9% (-0,2pp). Le consensus visait 504M€. A tcc, la hausse de l'EBITDA atteint 42%. Diasorin souligne que l'acquisition de Luminex a un effet dilutif temporaire sur la rentabilité, qui devrait s'estomper dans les prochains trimestres avec l'intégration et les synergies (celles-ci sont estimées à 90M\$ d'ici 2025 dont 60M\$ sur les coûts et 30M\$ sur le CA). En moyenne, la marge était de 39-40% avant la pandémie. La hausse des volumes portée par les tests Covid, le levier opérationnel et la maîtrise des coûts, ont contribué à la forte hausse de la rentabilité pendant la crise sanitaire. L'EBITDA 2021 (non ajusté) s'élève à 516M€ (+34%, marge de 41,6%). L'EBIT s'élève à 420M€ (+29%, consensus 417M€). Le bénéfice net est de 311M€ (+25%, consensus 298M€).

Marges opérationnelles

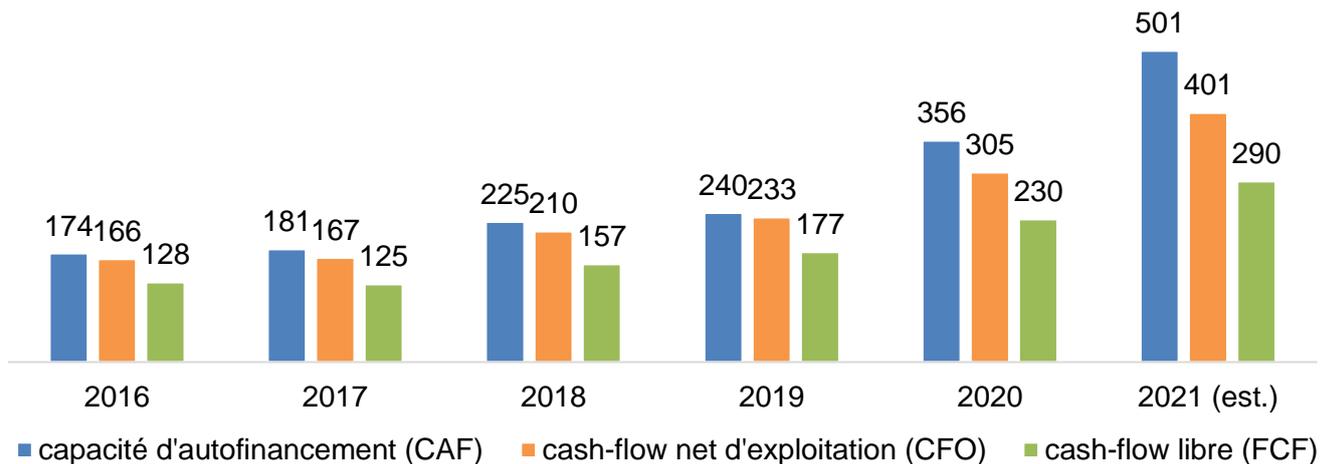


Source : Octo Finances

Génération de cash et dette

La rentabilité élevée et la consolidation de Luminex soutiennent le cash-flow net d'exploitation qui atteint 401M€ en 2021 (+32%). Nous estimons font ressortir une capacité d'autofinancement de 501M€ (+41%) et un cash-flow libre de 290M€ (+26%). Les dividendes sont de 55M€ et le cash-flow disponible ressort à 236M€ (+33%).

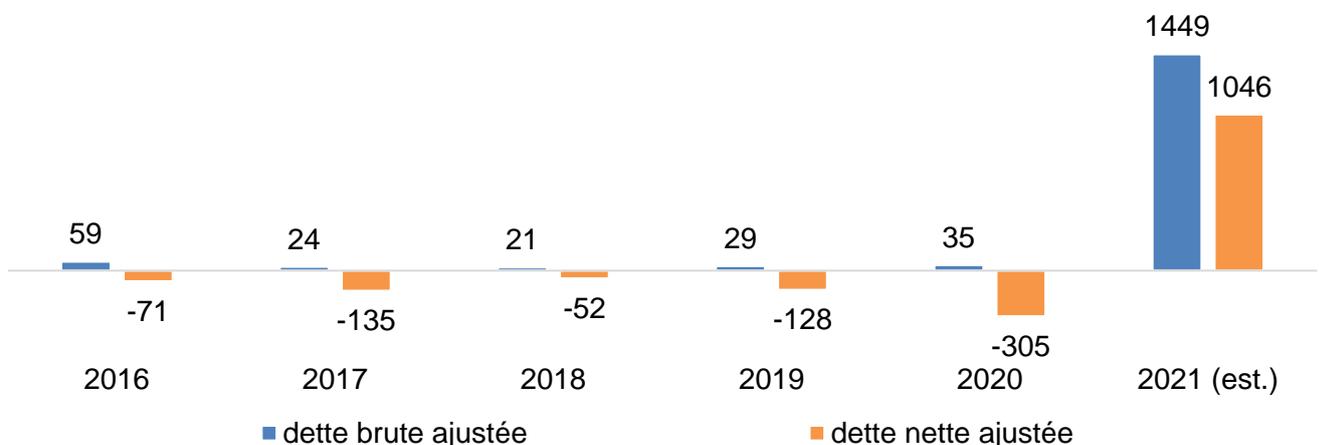
Flux de trésorerie (M€)



Source : Octo Finances

L'endettement de Diasorin est historiquement très limité (< 35M€ en moyenne sur 2016-2020) voire négatif en tenant compte du cash (position de trésorerie nette). Avec l'acquisition de Luminex (EV de 1,8bn\$), la dette ajustée bondit à 1,45Md€ ou 1,05Md€ nette du cash. Nous calculons un levier financier ajusté de 1,9x, un ratio CAF/dette nette de 47,9% et un ratio FCF/dette nette de 27,8%. La liquidité du groupe est très confortable : la dette est constituée d'un term loan de maturité 2026 (1,1Md\$) et de l'OC maturité 2028 (500M€) émis en vue de l'acquisition de Luminex. En comparaison, la trésorerie au bilan s'élève à 403M€ et, surtout, le FCF est structurellement positif. Le term loan comporte des covenants qui ne sont pas communiqués.

Endettement (M€)



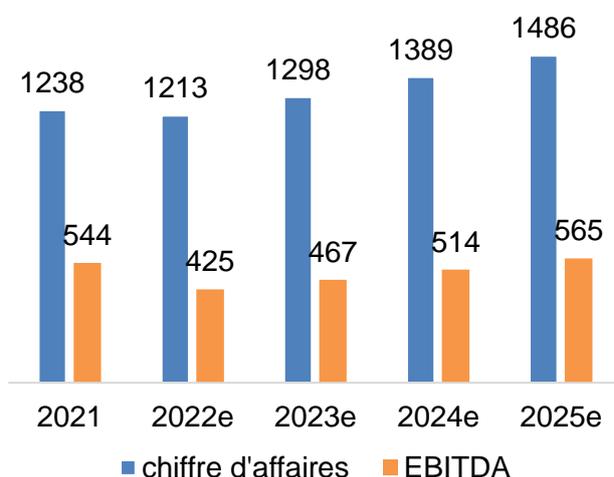
Source : Octo Finances

Perspectives 2022-2025

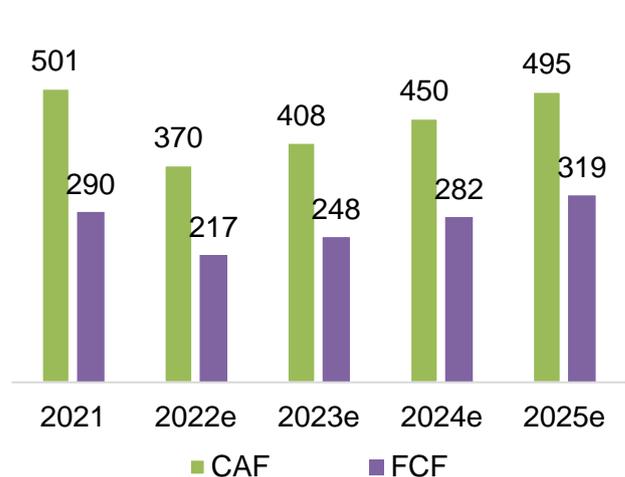
Pour 2022, Diasorin anticipe un recul de ~2% de son chiffre d'affaires sous l'effet d'une normalisation rapide des ventes de tests Covid (attendue à 150M€, i.e. -56% sur un an) compensée par la hausse des ventes ex-Covid (le groupe vise +24%). La marge d'EBITDA récurrent devrait quant à elle retomber à 35% (annulation de l'effet pandémie sur les volumes et le levier opérationnel, dilution liée à Luminex). Sur 2023-2025, Diasorin vise un taux de croissance annuel moyen de son CA de 7% porté par les ventes ex-Covid (tests immunologiques +7%, tests moléculaires +23% et licences +7%). Les ventes Covid devraient tomber à 50M€ en 2025. La marge d'EBITDA récurrent devrait quant à elle rebondir vers 38%. A plus court terme, le groupe estime que le risque inflationniste est limité, notamment pour la facture énergétique (impact indirect via les achats de plastique qui sont un poste de dépense relativement faible). De plus, un certain niveau d'inflation, notamment sur les coûts salariaux, est déjà intégré dans les perspectives 2025 (par exemple, +3,5% à 4% aux Etats-Unis en 2022). Diasorin anticipe des capex totaux de 450M€ sur 2022-2025. L'exposition à la Russie et à l'Ukraine est quasi inexistante (ventes < 10M€).

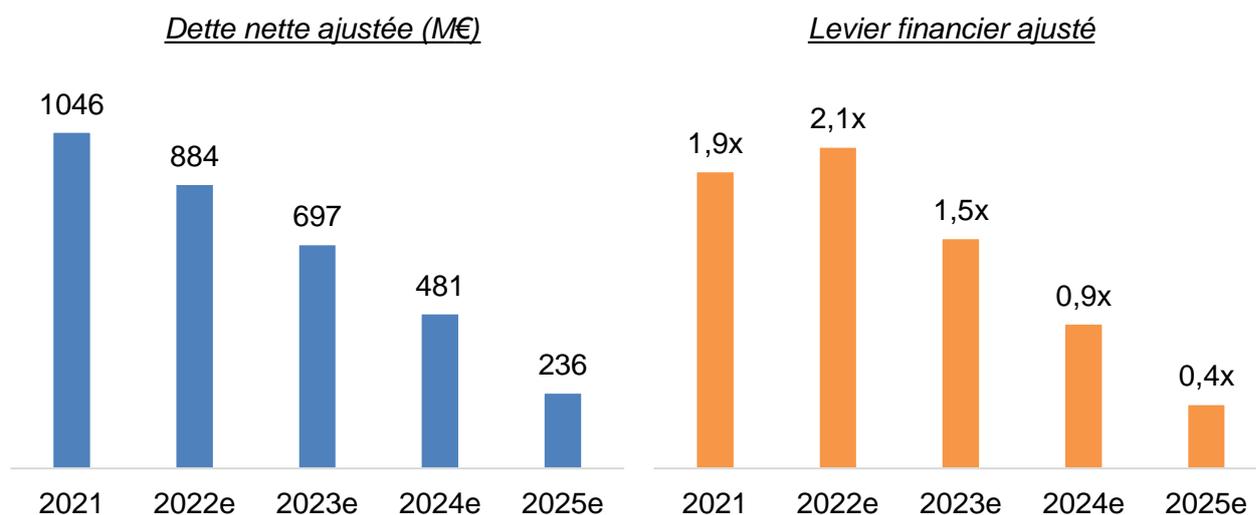
Nous nous basons sur ces guidances pour simuler la trajectoire crédit. Nos hypothèses incluent une hausse progressive des décaissements fiscaux, des décaissements financiers stables et limités (OC 0%, term loan peu coûteux), une augmentation régulière du BFR, des capex annuels de 100-130M€ (nous prenons pour hypothèse 8,5% du CA, en ligne avec la moyenne des trois derniers exercices) et des dividendes de 50-70M€. Dans ces conditions, nous estimons que l'EBITDA récurrent devrait réatteindre, voire dépasser, son record de 2021 en 2024-2025, et que le FCF structurellement > 200M€ par an soutiendra le désendettement. Enfin, le levier financier ajusté pourrait atteindre un point haut de 2,1x en 2022 avant de décliner rapidement (nous le voyons < 1x à partir de 2024).

Résultats (M€)



Flux de trésorerie (M€)





Source : Octo Finances

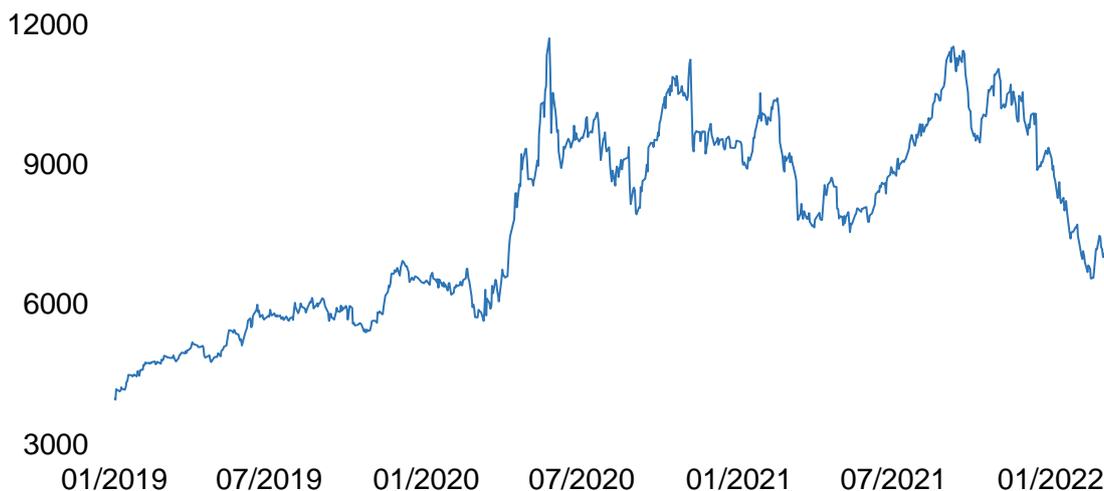
En stressant l'EBITDA de 20% (vs les estimations précédentes), nous calculons, toutes choses égales par ailleurs, un FCF annuel moyen de 150-200M€ et un levier financier ajusté de 1,3x à fin 2025 (pic de 2,7x en 2022 puis 2,2x en 2023).

Avis général, pricing de l'obligation convertible et recommandation

Les marges de manœuvre financière sont très confortables avec une capacité de désendettement forte (FCF structurellement positif, y compris dans un scénario stressé). En nous basant sur les guidances ci-dessus, nous évaluons le profil crédit intrinsèque à « low-to-mid BBB » en 2022 puis « high BBB » en 2023. Dans notre scénario stressé, qui est purement hypothétique, les ratios de crédit sont en ligne avec un profil « low BBB » en 2022 puis « low-to-mid BBB » en 2023.

Pricing de l'OC 0% 05/2028 (XS2339426004): inputs : spread 110bp (par prudence, nous prenons la courbe BBB-/BBB à horizon 6 ans), volatilité 35% (historique 180 jours), sous-jacent 131€ et repo 0,35%. Outputs : fair value de 100,4% (delta = 46%) vs un cours de 95,2%. La prime s'élève à 54%, la convexité (+20%/-20%) est de +6%/-5% et le taux de rendement actuariel atteint 0,8%.

Valorisation de l'equity : la capitalisation de Diasorin a reculé 37% vs les points hauts de 2020 et 2021, sous l'effet du reflux du Covid. Nous calculons un ratio EV/EBITDA de 17-19x en 2022-2023, ce qui est inférieur à la moyenne historique (> 20x) mais dans la fourchette haute du secteur (nous incluons dans notre peer group Biomérieux, Stratec et des acteurs américains). A horizon 2024-2025, le ratio EV/EBITDA tombe à 13-15x, ce qui est faible.

Capitalisation boursière Diasorin (Md€)

Source : Octo Finances

Nous formulons une recommandation ACHAT sur l'OC 0% 05/2028 : 1/ les marges de manœuvre financière sont confortables avec notamment un FCF structurellement positif ; 2/ le profil crédit devrait s'améliorer rapidement (levier financier ajusté < 1x dès 2024) ; 3/ la capitalisation boursière a corrigé sous l'effet du recul du Covid, pourtant les perspectives du groupe sont très favorables ; et 4/ l'OC est mispricée et offre un rendement de 0,8% (option rémunérée, bonne sensibilité au sous-jacent avec un delta de 47%).

Analyste : Jan PATTEYN
jan.patteyn@octofinances.com

Annexe 1 : principales caractéristiques de l'OC 0% 05/2028*DIAIM 0 05/05/28*

émetteur	DIASORIN SPA
rang	Sr Unsecured
droit	English Law
garant	N/A
ISIN	XS2339426004

S&P (note émetteur)	N/A
Moody's (note émetteur)	N/A
Fitch (note émetteur)	N/A
devise	EUR
nom du sous-jacent	DIASORIN SPA
ticker du sous-jacent	DIA IM Equity
devise du sous-jacent	EUR

montant émis	500MM
montant en circulation	500MM
date d'émission	05/05/2021
maturité	05/05/2028
convertible à partir du	31/12/2021
convertible jusqu'au	25/04/2028
coupon	0
fréquence	N/A

nominal	100000
ratio de conversion à l'émission	474,08
ratio de conversion actuel	474,08
prix de conversion à l'émission	210,93
prix de conversion actuel	210,93
prix d'émission	100
prix de remboursement	100

soft-call

date soft-call	26/05/2026
trigger soft-call	130
strike soft-call	274,21

changement de contrôle

ratchet	Y
put	Y

autres clauses

protection du dividende	> 1€/action (FY 2020) > 1,05€/action (FY 2021) > 1,1€/action (FY 2022) > 1,15€/action (FY 2023) > 1,2€/action (FY 2024) > 1,25€/action (FY 2025) > 1,3€/action (FY 2026) > 1,35€/action (FY 2027)
clean-up call	Y
cash alternative election	Y
negative pledge	Y

Source : Octo Finances

**Annexe 2 : simulation ratchet de l'OC 0% 05/2028 selon différents scénarios
(stock spot +10% à +50%, horizon 6-21 mois)**

update	24/03/2022
OC	DIAIM 0 05/05/28
spot OC	94,19
stock	DiaSorin SpA
stock spot	129,55

nouvelle parité de l'OC (en €)

	stock spot+10% (143€)	stock spot+20% (156€)	stock spot+30% (169€)	stock spot+40% (182€)	stock spot+50% (195€)
6 mois	93%	102%	110%	119%	127%
9 mois	92%	101%	109%	117%	126%
12 mois	91%	99%	108%	116%	124%
15 mois	90%	98%	106%	114%	123%
18 mois	89%	97%	105%	113%	121%
21 mois	88%	96%	104%	112%	120%

performance OC (nouvelle parité/spot OC)

	stock spot+10% (143€)	stock spot+20% (156€)	stock spot+30% (169€)	stock spot+40% (182€)	stock spot+50% (195€)
6 mois	-1%	8%	17%	26%	35%
9 mois	-2%	7%	16%	25%	33%
12 mois	-3%	5%	14%	23%	32%
15 mois	-5%	4%	13%	22%	30%
18 mois	-6%	3%	11%	20%	29%
21 mois	-7%	2%	10%	18%	27%

Source : Octo Finances

Annexe 3 : comptes simplifiés Diasorin

	2016	2017	2018	2019	S1 20	2020	S1 21	2021
chiffre d'affaires	569	637	669	706	382	881	515	1 238
dont Europe & Afrique	251	278	310	325	179	391	247	493
dont Amérique du Nord	167	195	188	206	148	357	191	390
dont Asie Pacifique	109	117	129	134	42	101	56	119
dont Amérique Latine	43	47	42	41	14	32	21	41
dont tests CLIA		423	440	476	230	479	287	580
dont tests ELISA		85	95	94	34	65	28	56
dont tests moléculaires		54	57	64	81	259	160	331
dont autres		75	78	73	37	78	41	76
EBITDA	217	238	255	277	154	385	231	516
% CA	38%	37%	38%	39%	40%	44%	45%	42%
EBITDA récurrent	223	250	259	281	157	389	244	544
% CA	39%	39%	39%	40%	41%	44%	47%	44%
EBIT	173	184	205	218	124	324	202	420
% CA	30%	29%	31%	31%	32%	37%	39%	34%
EBIT récurrent	178	196	209	222	127	328	215	466
% CA	31%	31%	31%	31%	33%	37%	42%	38%

	2016	2017	2018	2019	S1 20	2020	S1 21	2021
actif	869	946	906	1 064		1 246	1 859	
immobilisations incorporelles	357	344	373	370		357	372	1 943
immobilisations corporelles	92	92	95	128		140	160	276
stocks	129	143	160	171		191	203	
créances clients	120	129	131	133		166	158	
trésorerie	130	159	73	158		340	897	403
fonds propres	663	742	705	849		956	1 137	1 368
dette brute	59	24	21	29		35	469	1 389
dette brute ajustée	59	24	21	29		35	529	1 449
dette nette publiée	-71	-149	-75	-173		-305	-436	986
dette nette ajustée	-71	-135	-52	-128		-305	-368	1 046
dette nette ajustée/EBITDA récurrent	-0,3x	-0,5x	-0,2x	-0,5x		-0,8x	-0,8x	1,9x

	2016	2017	2018	2019	S1 20	2020	S1 21	2021
capacité d'autofinancement (CAF)	174	181	225	240	160	356	184	501
variation du BFR	-9	-14	-16	-7	-55	-52	-11	-100
cash-flow net d'exploitation	166	167	210	233	105	305	174	401
capex	-37	-42	-53	-56	-34	-75	-51	-110
cash-flow libre (FCF)	128	125	157	177	71	230	123	290
FCF publié	132	132	164	180	74	232	126	301
dividendes	-36	-44	-145	-49	-52	-52	-54	-55
cash-flow disponible	92	81	12	128	19	178	69	236
CAF/dette nette ajustée	-245%	-134%	-434%	-187%		-117%	-103%	48%
FCF/dette nette ajustée	-180%	-92%	-303%	-138%		-75%	-76%	28%

Source : Octo Finances

RECHERCHE OCTO FINANCES

BANQUES ET ASSURANCES

Gilles de BOURROUSSE : +33 (0)1 45 02 66 16

CORPORATES

Do AKE: +33 (0)1 45 02 66 43

Christine KAM : +33 (0)1 45 02 66 36

Alain LOPEZ : +33 (0)1 45 02 66 17

CONVERTIBLES

Jan PATTEYN : +33 (0)1 45 02 66 33

TRADUCTION

John RULE : +33 (0)1 45 02 66 15

Disclaimer : Octo Finances, prestataire de services d'investissement agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulé par l'Autorité de Marchés Financiers (AMF), s'est appuyé sur des informations accessibles au public pour effectuer cette analyse. Bien que les sources d'information soient rigoureusement sélectionnées, Octo Finances ne saurait être tenu responsable quant à l'exactitude des données. La présente analyse exprime un avis sur un émetteur ou sur un titre financier. Cet avis étant notamment basé sur l'actualité économique et financière, il est susceptible d'être modifié à tout moment sans préavis.

Conformément à la réglementation, afin de prévenir tout conflit d'intérêt, un dispositif de barrière à l'information interdit la circulation de toute information privilégiée entre les équipes d'analystes et de vendeurs. De plus, les analystes d'Octo Finances ne peuvent effectuer de transactions personnelles sur les titres analysés, ou sur ceux dont ils suivent les émetteurs.

Ce document est diffusé auprès d'un public restreint, composé uniquement de Clients Professionnels ; son contenu ne peut être communiqué à des tiers sans consentement préalable d'Octo Finances. Octo Finances ne pourrait être tenu responsable des conséquences de décisions d'investissements prises sur la base des informations contenues dans cette analyse.