

Achat		23%
Objectif de cours		3,70 €
Cours au 22/05/2019 (c)		3,01 €
Alternext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALMED.PA / ALMED.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	27,9%	25,2%	28,5%	8,9%
Perf Cac Small	10,4%	-4,4%	2,3%	-22,0%

Informations boursières

Capitalisation (M€)		48,8
Nb de titres (en millions)		16,22
Volume moyen 12 mois (titres)		20 960
Extrêmes 12 mois	1,64 €	3,14 €

Actionnariat

Investisseurs institutionnels	73%
Orchard International (Denys Sournac)	26%
Salariés	1%

Données financières (en M €)

	au 31/12	2018e	2019e	2020e	2021e
CA		32,3	36,6	43,0	51,1
var %		18,9%	13,3%	17,6%	18,8%
EBE		-2,1	2,8	6,3	11,3
%CA		-6,5%	7,6%	14,7%	22,1%
ROC		-8,4	-4,1	-0,6	4,4
%CA		-25,9%	-11,3%	-1,3%	8,6%
RNPG		-11,8	-8,0	-4,4	0,5
%CA		-36,6%	-21,8%	-10,3%	1,0%
Bnpa (€)		-0,73	-0,49	-0,27	0,03
ROCE (%)		-13%	-7%	-1%	7%
ROE (%)		-79%	-115%	-177%	17%
Gearing (%)		173%	476%	1439%	1174%
Dette nette		25,8	33,0	36,0	35,6
Dividende n (€)		0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)					

Ratios

	2018e	2019e	2020e	2021e
VE/CA (x)	2,3	2,2	2,0	1,6
VE/EBE (x)	ns	29,3	13,3	7,4
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	19,1
PE (x)	ns	ns	ns	89,6

Analyste :

Sid Bachir
01 44 70 20 76
sbachir@elcorp.com

Medicrea

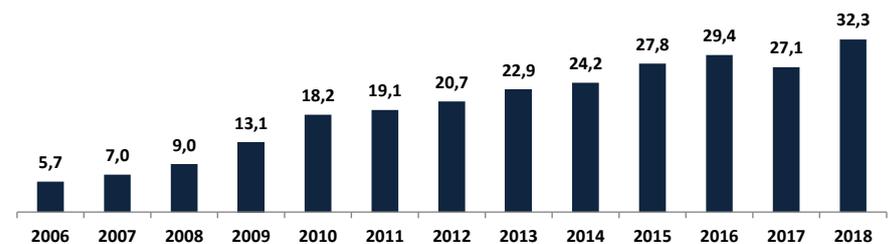
Medtech

Un démarrage sous les meilleurs auspices

Présentation de la société

Spécialiste dans la conception, la fabrication et la distribution d'implants pour la chirurgie complexe et personnalisée de la colonne vertébrale, Medicrea investit depuis 2013 dans le développement d'une offre sur-mesure avec sa solution UNID®. Cette solution, intègre l'intelligence artificielle et des modèles prédictifs depuis mi-2017 pour les adultes et juin 2018 (pour les adolescents), permet aux médecins de réaliser un acte opératoire optimisé en fonction des suites opératoires estimées par l'algorithme de Medicrea. Le Groupe dispose également d'une gamme complète conçue pour traiter toutes les pathologies liées au rachis.

Avec une progression de 67,0% des chirurgies sur mesure UNID® aux Etats-Unis en 2018, la société confirme son positionnement de leader sur ce marché en croissance. L'exercice 2018 est marqué par un volume d'activité record à 32,3 M€ (+18,9% et +22,0% tcc). L'augmentation des chirurgies personnalisées aux Etats-Unis ainsi que l'ouverture de nouvelles filiales (Belgique et Australie) ont contribué à cette performance. En parallèle, les charges opérationnelles ont de nouveaux augmenté de 3,4 M€, entraînant un retrait de l'EBIT à -4,6 M€. Enfin, Medicrea conserve cette dynamique au titre de son CA T1 2019 de 7,7 M€, en progression de 10% à périmètre comparable (-6,1% publié). Dans ce contexte, l'amélioration de la marge brute (+7 pts à 77,0%) couplé à une réduction des dépenses de R&D et des frais généraux permet d'afficher un EBITDA à 0,3 M€. Cet EBITDA positif sur le T1 2019 laisse entrevoir une amélioration progressive des résultats sur les exercices futurs.

Evolution du CA de Medicrea depuis 2006 en M€

Source : Euroland Corporate

Une gamme de produits et de solutions complète

Depuis plus de 15 ans, les équipes de Medicrea dédient leur savoir-faire pour fournir des produits et solutions pour la chirurgie instrumentée de la fusion et plus spécialement du traitement des pathologies thoraco-lombaire en proposant un catalogue de produits étoffé à la fois en France et à l'international. Proposant initialement des implants (gamme PASS®) et des tiges non pré-courbées, l'offre de Medicrea intègre à présent une solution de service à destination du chirurgien avec la gamme à forte valeur ajoutée UNID®. Cette solution garantit au patient la production en amont d'une tige pré-courbée selon son propre équilibre sagittal. De plus, avec l'UNID® Hub, outil intégrant des modèles prédictifs, elle permet de planifier une chirurgie avec plus de précision et à améliorer les résultats cliniques. A fin 2018, 3 750 patients ont bénéficié de cette technologie et ont été opérés avec des tiges sur mesure UNID®.

A ce titre, une équipe de 8 ingénieurs (4 à Lyon, 4 à New York) forme l'UNID® Lab et conseille aux chirurgiens les stratégies opératoires appropriées. Pour alimenter ses algorithmes, Medicea a collecté un volume important de données issues des 3 750 patients (avant, pendant et après opération).

Le modèle économique de cette offre est basé sur la vente de services additionnels à la vente d'implants. Aujourd'hui, ce service premium représente 70% des ventes américaines (14 M€) et 45% des ventes françaises (6 M€) et constitue un levier de croissance important (+53% des volumes de chirurgies UNID® en 2018). Compte tenu du rôle joué par le législateur en France dans la tarification des prestations de santé, l'avenir commercial passe avant tout par le marché américain. En effet, le prix de vente d'une tige en France est fixé par le tarif de remboursement de la sécurité sociale (environ 100 €) alors que son tarif américain atteint 2 500\$ pour une tige précurvée. En 2020, la société entend réaliser 100% de son CA américain sur cette offre prédictive. Par ailleurs, elle est fortement rémunératrice avec un taux de marge brute de 90%. Dans le même temps, les investissements technologiques (4 M€ à date pour la plateforme) devraient se poursuivre à hauteur de 1 M€ par an afin de poursuivre l'amélioration continue des algorithmes et l'intégration des nouvelles données.

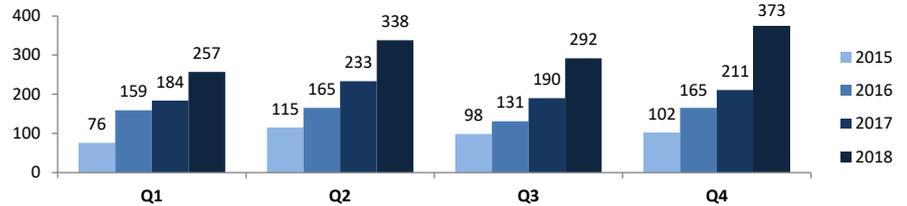
Modèle UNID®



source : Société

Pour délivrer, Medicea est dotée d'une capacité de production renforcée et de 5 filiales de distribution lui permettant d'adresser plus de 25 pays. Le Groupe apparaît parfaitement dimensionné pour absorber une accélération de sa croissance sur les prochaines années. Implanté sur les marchés de référence du secteur du rachis, Medicea entend accélérer son développement à l'international, en particulier aux Etats-Unis (50% du CA 2018), où elle ambitionne de conquérir une part non négligeable des 356 000 opérations utilisant des tiges.

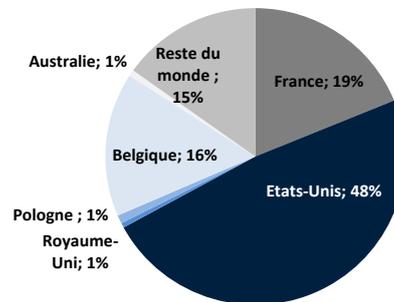
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Offre de solutions complète • Modèle intégré • Leader sur le marché de l'implant sur-mesure pour les pathologies du rachis thoraco-lombaire (UNID®) • Solide implantation aux États-Unis (50% du CA) • Politique de R&D (10% du CA en moyenne depuis 2008) 	<ul style="list-style-type: none"> • Acteur de petite taille vs concurrents • Activité à coût fixe élevé • Coût de la dette
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Marché des DMI attendu à 53 Mds\$ d'ici 2020 (TCAM de +6,2%) • Meilleure accessibilité aux soins dans les pays émergents • Accroissement de l'intérêt pour la médecine personnalisée 	<ul style="list-style-type: none"> • Pression accrue en Europe sur les prix du fait des politiques publiques • Échec du lancement de nouveaux produits

Rythme d'adoption UNID® en volume de chirurgies

Source : société

Une puissance de distribution mondiale

Distribuant ses produits dans plus de 25 pays, (71% du CA est réalisé à l'international en 2018), Medicea a clairement orienté sa stratégie de distribution en direction des Etats-Unis, premier marché mondial pour les implants du rachis et zone de libre tarification (à la différence de l'Europe). Avec déjà plus de 30 homologations obtenues auprès de l'administration américaine de la FDA, l'entreprise souhaite imposer sa solution UNID® auprès d'une majorité de chirurgiens comme la référence de la nouvelle médecine de la colonne vertébrale : le sur-mesure.

Répartition du CA 2018 par zone géographique

Source : société

Des leviers importants sur la croissance...

Medicea bénéficie de perspectives de croissance attrayantes à court et moyen terme. Pour 2019e nous attendons une hausse du CA de 13,6% à 36,7 M€. Nous anticipons par la suite une accélération de la dynamique de l'activité en 2020e (+17,0%) et 2021e (18,2%) compte tenu de :

- ✓ **la montée en puissance d'UNID®** qui a atteint 3 750 chirurgies depuis 2013 dont 1 260 sur la seule année 2018. Les Etats-Unis, marché de référence et prioritaire du groupe a par ailleurs vu une progression de 94% au T4 2018 (vs T4 2017) des chirurgies utilisant la solution UNID®,
- ✓ **la commercialisation de la vis tulipe générique** qui devrait intervenir en juin 2019 suite au dépôt du dossier d'homologation auprès de la FDA, afin de proposer une offre plus complète et accélérer le déploiement de la solution UNID®,

- ✓ **l'accélération à l'international** (71% CA 2018) où, outre l'accélération de l'activité aux Etats-Unis où le seuil des 100 chirurgies UNID® par mois devrait être dépassée, la société devrait assister à la montée en puissance des nouvelles filiales en Australie et en Belgique (où les marchés sont significatifs),
- ✓ **l'effort d'innovation toujours soutenu** permettant à Medicea de se positionner comme un acteur moteur du marché (exemple : développement des modèles prédictifs).

Synthèse de nos prévisions

En M€	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	32,3	36,6	43,0	51,1
<i>variation (%)</i>	18,9%	13,3%	17,6%	18,8%
Marge brute	23,0	28,9	34,4	41,9
<i>Taux de marge brute</i>	71,2%	79,0%	80,0%	82,0%
Résultat opérationnel courant	-8,4	-4,1	-0,6	4,4
<i>Marge opérationnelle courante</i>	-25,9%	-11,3%	-1,3%	8,6%
Résultat financier	-2,3	-3,1	-3,1	-3,1
Impôts	-0,5	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-11,8	-8,0	-4,4	0,5
<i>Marge nette</i>	-36,6%	-21,8%	-10,3%	1,0%

Source : Euroland Corporate

Un secteur en consolidation

Le marché international du rachis est entré dans une période de consolidation avec 12 opérations de M&A réalisées sur les 12 derniers mois, dont deux majeures annoncées récemment avec le rachat aux Etats-Unis de K2M par Stryker et de Surgimap, éditeur de logiciels de planifications opératoires par Globus Medical.

Une valorisation attractive

Compte tenu des perspectives de croissance sur les prochaines années, nous valorisons Medicea à 3,70 € par action. Notre valorisation se base sur un DCF. **Le potentiel de hausse qui ressort à 23% implique une recommandation à l'Achat.**

Prochain évènement : Publication du CA S1 2019 le lundi 8 juillet

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Chiffre d'affaires	29,4	27,1	32,3	36,6	43,0	51,1
Excédent brut d'exploitation	-2,0	-2,8	-2,1	2,4	6,3	11,3
Résultat opérationnel courant	-6,8	-8,5	-8,4	-4,5	-0,6	4,4
Résultat opérationnel	-7,1	-8,8	-9,1	-5,2	-1,3	3,7
Résultat financier	-0,7	-2,4	-2,3	-3,1	-3,1	-3,1
Impôts	0,3	0,5	-0,5	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-7,6	-10,7	-11,8	-8,4	-4,4	0,5
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Actifs non courants	22,2	24,0	33,4	31,5	29,6	27,7
<i>dont goodwill</i>	2,6	2,6	12,1	12,1	12,1	12,1
BFR	9,1	8,8	9,0	10,2	10,7	12,7
Disponibilités + VMP	8,1	12,0	10,8	3,2	0,2	0,6
Capitaux propres	14,1	21,8	14,9	6,6	2,1	2,7
Emprunts et dettes financières	21,9	21,1	36,6	36,6	36,6	36,6
Total Bilan	47,7	52,0	61,7	54,4	53,0	55,9
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Marge Brute d'autofinancement	-1,2	-4,3	-2,8	-1,5	2,5	7,4
Variation de BFR	-0,2	0,5	0,2	-1,2	-0,5	-2,0
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-1,5	-3,8	-2,8	-2,6	2,0	5,4
Investissements opérationnels nets	-9,1	-8,1	-5,6	-5,0	-5,0	-5,0
Investissements financiers nets	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-9,2	-7,6	-5,3	-5,0	-5,0	-5,0
Augmentation de capital	5,1	20,2	3,1	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	13,7	-2,5	7,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-2,5	-2,6	-3,2	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	16,2	15,2	7,1	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	5,5	3,8	-1,0	-7,6	-3,0	0,4
Ratios (%)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Variation chiffre d'affaires	5,8%	-7,6%	18,9%	13,3%	17,6%	18,8%
Marge EBE	-6,7%	-10,3%	-6,5%	6,6%	14,7%	22,1%
Marge opérationnelle courante	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-14,3%	-3,0%	7,2%
Marge opérationnelle	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-14,3%	-3,0%	7,2%
Marge nette	-25,8%	-39,5%	-36,6%	-22,8%	-10,3%	1,0%
Investissements opérationnels nets/CA	31,0%	30,0%	17,4%	13,7%	11,6%	9,8%
BFR/CA	31,0%	32,3%	28,0%	27,9%	24,8%	24,8%
ROCE	-14,5%	-17,3%	-13,1%	-7,2%	-0,9%	7,3%
ROCE hors GW	-15,9%	-18,8%	-18,4%	-10,1%	-1,4%	10,4%
ROE	-53,8%	-49,2%	-79,1%	-127,1%	-207,4%	19,9%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Gearing (%)	98%	42%	173%	508%	1703%	1348%
Dette nette/EBE	-7,1	-3,3	-12,2	13,9	5,8	3,2
EBE/charges financières	2,7	1,2	0,9	0,8	2,0	3,6
Valorisation	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nombre d'actions (en millions)	10,0	12,7	16,2	16,2	16,2	16,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,5	11,4	14,5	16,2	16,2	16,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	52,0	33,3	42,4	47,5	47,5	47,5
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	13,8	9,1	25,8	33,4	36,4	36,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	65,9	42,5	68,2	80,9	83,9	83,5
PER	ns	ns	ns	ns	ns	89,6
VE / EBE	ns	ns	ns	33,9	13,4	7,4
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	19,2
VE / CA	1,5	1,7	2,3	2,2	2,0	1,6
P/B	2,1	1,7	3,2	7,2	22,2	17,8
Données par action (€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bnpa	-0,75	-0,84	-0,73	-0,52	-0,27	0,03
Book value/action	1,4	1,7	0,9	0,4	0,1	0,2
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations

Achat : (-)

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : depuis le 02/03/2017

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80