

<b>Objectif de cours</b>	22%
<b>Cours au 14/07/2020 (c)</b>	<b>7,00 €</b>
Alternext Paris	5,76 €
Reuters / Bloomberg	ALMED.PA / ALMED.FP

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	95,9%	17,8%	60,0%	71,9%
Perf Cac Small	-16,1%	2,4%	11,1%	-13,1%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	111,4
Nb de titres (en millions)	19,34
Volume moyen 12 mois (titres)	25 480
Extrêmes 12 mois	2,27 € 6,14 €

**Actionnariat**

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

**Données financières (en M €)**

	au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA		32,7	28,2	33,6	39,3
var %		1,4%	-13,7%	18,9%	17,1%
EBE		3,1	0,5	3,5	6,3
%CA		9,4%	1,7%	10,5%	16,0%
ROC		-6,7	-6,8	-3,8	-1,0
%CA		-20,5%	-24,2%	-11,2%	-2,6%
RNPG		-15,6	-11,5	-8,5	-5,7
%CA		-47,5%	-40,8%	-25,2%	-14,6%
Bnpa (€)		-0,80	-0,60	-0,44	-0,30
ROCE (%)		-8%	-9%	-5%	1%
ROE (%)		na	na	na	na
Gearing (%)		na	na	na	na
Dette nette		52,8	60,7	68,7	74,0
Dividende n (€)		0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)					

**Ratios**

	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	5,0	6,1	5,4	4,7
VE/EBE (x)	53,4	366,5	51,2	29,7
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	ns
PE (x)	ns	ns	ns	ns

**Analyste :**

Louis-Marie de Sade  
01 44 70 20 77  
lmdesade@elcorp.com

# Medicrea

Medtech

## OPA de Medtronic à 7,00 € par action

### Publication d'un communiqué sur l'acquisition de Medicrea

Après plusieurs mois de discussions avec plusieurs partenaires stratégiques, Medicrea annonce avoir conclu un accord en vue de son acquisition par le Groupe Medtronic. L'offre publique d'achat volontaire et amicale se ferait en numéraire au prix de 7,00 € par action, soit une prime de 22% par rapport au dernier cours coté, au-dessus de notre OC de 6,10 €.

### Commentaires

Leader mondial des technologies, solutions et services médicaux, Medtronic pèse aujourd'hui 127 Mds\$ en bourse. Implanté dans plus de 150 pays et s'appuyant sur plus de 90 000 employés c'est un véritable mastodonte du secteur avec plus de 30,6 Mds\$ de CA en 2019. A la pointe en matière d'innovation, le groupe dispose de 47 000 brevets.

Cette acquisition permettrait à Medtronic de renforcer sa position dans le domaine des solutions pour la chirurgie de la colonne vertébrale alliant les technologies d'implants rachidiens, de robotique, de navigation et d'imagerie 3D du Groupe aux solutions d'analyse de données, d'IA et d'implants personnalisés de Medicrea. Medtronic deviendrait ainsi la première société à proposer une solution globale comprenant une planification chirurgicale basée sur l'IA, des implants rachidiens sur mesure et une chirurgie assistée par robot.

Concernant l'opération, le prix proposé de 7,00 € correspond à une prime de 22% par rapport au cours de clôture du 14 juillet, 33% par rapport à la moyenne des cours pondérée par les volumes du mois précédant et 56% sur 3 mois. De plus, cela représente une prime de près de 100% par rapport au prix du dernier placement privé (8,5 M€ en janvier 2020).

Denys Sournac, Fondateur et PDG du Groupe ainsi que certains autres employés, dirigeants et administrateurs se sont engagés à apporter leurs actions Medicrea à l'offre pour un total de 44,4% du capital de Medicrea. L'opération, soumise aux conditions suspensives usuelles devrait être déposée en septembre 2020 pour une réalisation attendue en fin d'année 2020.

Au regard de l'offre proposée par Medtronic et de la pertinence d'un tel rapprochement nous pensons que l'opération a de bonnes chances d'aboutir dans les prochains mois.

### Recommandation

**Cette belle opération témoigne à la fois la pertinence des technologies développées par Medicrea depuis plusieurs années mais aussi de l'intérêt stratégique que procurent les solutions du Groupe (notamment UNiD) sur le marché.**

**Cette sortie industrielle auprès d'un leader mondial vient en outre confirmer la belle histoire écrite par Medicrea.**

*Prochain évènement : Résultats S1 le 14 septembre 2020*

<b>Compte de résultat (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Chiffre d'affaires	29,4	27,1	32,3	32,7	28,2	33,6	39,3
Excédent brut d'exploitation	-2,0	-2,8	-2,1	3,1	0,5	3,5	6,3
Résultat opérationnel courant	-6,8	-8,5	-8,4	-6,7	-6,8	-3,8	-1,0
Résultat opérationnel	-7,1	-8,8	-9,1	-8,7	-6,8	-3,8	-1,0
Résultat financier	-0,7	-2,4	-2,3	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7
Impôts	0,3	0,5	-0,5	-2,1	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	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	0,0
Résultat net part du groupe	-7,6	-10,7	-11,8	-15,6	-11,5	-8,5	-5,7
<b>Bilan (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Actifs non courants	22,2	24,0	33,4	45,6	43,9	42,2	40,5
<i>dont goodwill</i>	2,6	2,6	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
BFR	9,1	8,8	9,0	8,5	6,6	7,9	9,2
Disponibilités + VMP	8,1	12,0	10,8	3,8	-4,1	-12,1	-17,5
Capitaux propres	14,1	21,8	14,9	-0,1	-11,6	-20,1	-25,8
Emprunts et dettes financières	21,9	21,1	36,6	56,6	56,6	56,6	56,6
Total Bilan	47,7	52,0	61,7	66,3	54,4	47,4	43,3
<b>Tableau de flux (M€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Marge Brute d'autofinancement	-1,2	-4,3	-2,8	0,9	-4,2	-1,2	1,6
Variation de BFR	-0,2	0,5	0,2	0,0	1,9	-1,3	-1,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-1,5	-3,8	-2,8	0,6	-2,3	-2,4	0,2
Investissements opérationnels nets	-9,1	-8,1	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
Investissements financiers nets	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-9,2	-7,6	-5,3	-5,7	-5,6	-5,6	-5,6
Augmentation de capital	5,1	20,2	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	13,7	-2,5	7,2	4,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Autres	-2,5	-2,6	-3,2	-6,5	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	16,2	15,2	7,1	-2,5	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	5,5	3,8	-1,0	-7,3	-7,9	-8,0	-5,4
<b>Ratios (%)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Variation chiffre d'affaires	5,8%	-7,6%	18,9%	1,4%	-13,7%	18,9%	17,1%
Marge EBE	-6,7%	-10,3%	-6,5%	9,4%	1,7%	10,5%	16,0%
Marge opérationnelle courante	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-26,6%	-24,2%	-11,2%	-2,6%
Marge opérationnelle	-24,2%	-32,5%	-28,1%	-26,6%	-24,2%	-11,2%	-2,6%
Marge nette	-25,8%	-39,5%	-36,6%	-47,5%	-40,8%	-25,2%	-14,6%
Investissements opérationnels nets/CA	31,0%	30,0%	17,4%	17,1%	19,8%	16,6%	14,2%
BFR/CA	31,0%	32,3%	28,0%	26,1%	23,5%	23,5%	23,5%
ROCE	-14,5%	-17,3%	-13,1%	-8,3%	-9,0%	-5,0%	0,7%
ROCE hors GW	-15,9%	-18,8%	-18,4%	-10,6%	-11,8%	-6,6%	0,9%
ROE	-53,8%	-49,2%	-79,1%	na	na	na	na
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Ratios d'endettement</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Gearing (%)	98%	42%	173%	-44396%	-521%	-341%	-286%
Dettes nette/EBE	-7,1	-3,3	-12,2	17,1	128,7	19,4	11,8
EBE/charges financières	2,7	1,2	0,9	0,7	0,1	0,8	1,3
<b>Valorisation</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Nombre d'actions (en millions)	10,0	12,7	19,3	19,3	19,3	19,3	19,3
Nombre d'actions moyen (en millions)	9,5	11,4	16,0	19,3	19,3	19,3	19,3
Cours (moyenne annuelle en euros)	5,5	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
(1) Capitalisation boursière moyenne	52,0	64,8	91,3	110,2	110,2	110,2	110,2
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	13,8	9,1	25,8	52,8	60,7	68,7	74,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	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	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	65,9	74,0	117,1	163,0	170,9	178,9	184,2
PER	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	ns	ns	ns	53,0	364,1	50,9	29,5
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE / CA	2,4	3,0	4,2	5,0	6,1	5,4	4,7
P/B	4,1	3,3	7,4	-927,7	-9,5	-5,5	-4,3
<b>Données par action (€)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Bnpa	-0,75	-0,84	-0,61	-0,80	-0,60	-0,44	-0,30
Book value/action	1,4	1,7	0,8	0,0	-0,6	-1,0	-1,3
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Historique de recommandations****Achat** : Du 23/05/2019 au 13/04/2020**Accumuler** : Depuis le 20/05/2020**Neutre** : (-)**Alléger** : (-)**Vente** : (-)**Sous revue** : 10/07/2018 au 22/05/2019 et du 14/04/2020 au 19/05/2020**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