

Cours au 01/03/2017 (c) 5,50 €

Alternext Paris

Reuters / Bloomberg

ALMED.PA / ALMED:FP

Medicrea*Medtech*

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	19%	-5,2%	10,0%	3,0%
Perf Cac Small	4,6%	2,5%	15,9%	23,7%

Informations boursières

Capitalisation (M€)	55,2
Nb de titres (en millions)	10,03
Volume moyen 12 mois (titres)	8 742
Extrêmes 12 mois	4,33 € 6,47 €

Actionnariat

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

Données financières (en M €)

	au 31/12	2015	2016e	2017e	2018e
CA		27,8	29,4	35,9	41,8
var %		14,7%	5,8%	22,1%	16,6%
EBE		2,0	-0,5	-0,9	3,4
%CA		7,2%	-1,7%	-2,4%	8,1%
ROC		-1,5	-4,3	-5,2	-1,3
%CA		-5,6%	-14,7%	-14,6%	-3,0%
RNPG		-1,5	-7,6	-7,4	-3,4
%CA		-5,5%	-26,0%	-20,7%	-8,0%
Bnpa (€)		-0,17	-0,76	-0,74	-0,33
ROCE (%)		-4%	-12%	-14%	-4%
ROE (%)		-10%	-60%	-143%	-49%
Gearing (%)		54%	81%	342%	232%
Dette nette		8,3	10,2	17,8	15,9
Dividende n (€)		0,00			
Yield (%)		0,0%			
Ratios		2015	2016e	2017e	2018e
VE/CA (x)		2,8	2,2	2,0	1,7
VE/EBE (x)		39,1	ns	ns	21,1
VE/ROC (x)		ns	ns	ns	ns
PE (x)		ns	ns	ns	ns

Analyste :Eric Seclet
01 44 70 20 78
eseclat@elcorp.com

Avec la participation de Marc-Antoine Brilliant

Une ambition américaine

- **Medicrea est spécialisée dans la fabrication et la distribution d'implants rachidiens. Réalisant 60% de son activité aux États-Unis, elle a généré un CA de 29,4 M€ en 2016 (+5,8%) et affiche un TCAM de +9,2% depuis 5 ans. Grâce à sa levée de fonds de 20 M€ en août dernier et à l'arrivée de Richard Kienzle (membre fondateur de Globus Medical), Directeur commercial, administrateur et actionnaire de la société, Medicrea va pouvoir accélérer le développement commercial d'UNiD® sur le continent américain, laissant entrevoir une croissance soutenue jusqu'en 2018 (TCAM du CA de +12,5%e).**
- Dotée d'une capacité de production renforcée et de 5 filiales de distribution lui permettant d'adresser plus de 25 pays, Medicrea apparaît parfaitement dimensionnée pour absorber une accélération de sa croissance sur les prochaines années.
- Medicrea est positionnée sur un marché des implants rachidiens estimé à 10 Mds\$ en 2014 (source : Medicrea) et dont **la croissance attendue d'ici à 2019 (TCAM de +5,5%) laisse augurer un potentiel de 14,6 Mds\$ (source : Technavio).** L'augmentation de l'obésité, le vieillissement de la population ou encore l'impact de l'innovation sont autant de facteurs de croissance durables sur lesquels le Groupe pourra s'appuyer.
- Malgré une hausse des coûts fixes à court terme, **Medicrea bénéficiera d'une amélioration de son taux de marge brute compte tenu :** 1/ d'un mix géographique favorable (TMB supérieur aux États-Unis vs France), 2/ d'une optimisation de son outil de production 3/ de la réalisation d'économies d'échelle et 4/ de la diminution de la vente indirecte. Nous visons 80,0% d'ici 2018e (vs 78,5% en 2015) et 85,0% à terme.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
SWOT	7
L'APPEL DU SUR-MESURE	8
L'ALIGNEMENT SAGITTAL : ADN DE L'ENTREPRISE	11
L'ATOUT STRATÉGIQUE UNID®	14
UNE GAMME DE PRODUITS COMPLÈTE	16
UNE STRUTURE OPÉRATIONNELLE EN OPTIMISATION	17
LES IMPLANTS RACHIDIENS : UN MARCHÉ FLORISSANT	18
LES DMI : UN MARCHÉ ATTENDU À 53 MDS\$ EN 2020	18
DES FACTEURS DE CROISSANCE DURABLES	19
UN MARCHÉ CONCENTRÉ MAIS RÉCEPTIF AUX ACTEURS INNOVANTS	20
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	21
UNE ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE ATTENDUE	21
UN MIX GÉOGRAPHIQUE FAVORABLE À LA MARGE	23
UN BILAN QUI DEVRA ÊTRE RENFORCÉ D'ICI 2018	24

Argumentaire d'investissement

Le leader des implants sur-mesure pour la colonne vertébrale

Medicrea est spécialisée dans la conception, la fabrication et la distribution d'implants pour la chirurgie de la colonne vertébrale. A travers une gamme complète, elle adresse les différentes pathologies du rachis et plus particulièrement le segment thoraco-lombaire. Depuis 2013, l'entreprise commercialise UNiD®, une offre sur-mesure homologuée par la FDA avec laquelle plus de 1000 opérations ont été réalisées. Solidement implantée aux États-Unis (60% du CA 2016 et 33 produits homologués FDA), elle ambitionne de conquérir une part non négligeable des 356 000 opérations utilisant des tiges sur le marché nord-américain. A ce titre, l'arrivée de Richard Kienzle (membre fondateur de Globus Medical) en tant qu'administrateur, actionnaire et Directeur commercial, constitue un signal fort.

Un business model taillé pour la croissance

Medicrea dispose des capacités nécessaires tant sur le plan commercial qu'industriel pour accompagner la montée en puissance d'UNiD®. Distribués dans plus de 25 pays, les produits Medicrea sont principalement commercialisés en direct (75% du CA) via des filiales de distribution sur les marchés clés (France, Allemagne, Pologne, États-Unis et UK). De même, Medicrea dispose d'un outil de production renforcé, lui permettant de garantir son indépendance, sa flexibilité ainsi qu'une qualité irréprochable.

Un marché conséquent aux facteurs de croissance durables

Estimé à 10 Mds\$ en 2014 d'après Medicrea, le marché des implants rachidiens est attendu à 14,6 Mds\$ d'ici 2019, dont 10,6 Mds\$ pour la zone Amériques, soit un TCAM de +5,5% sur la période 2015-19 (source : Technavio). Grâce à son implantation directe sur zone et à l'originalité de son offre, Medicrea est parfaitement positionnée pour bénéficier des grandes tendances démographiques et économiques affectant son marché (obésité, innovation, vieillissement de la population, etc).

Des résultats en amélioration

Malgré une hausse des coûts fixes à court terme, **Medicrea bénéficiera d'une amélioration de son taux de marge brute compte tenu** : 1/ d'un mix géographique favorable (TMB supérieur aux États-Unis vs France), 2/ d'une optimisation de son outil de production 3/ de la réalisation d'économies d'échelle et 4/ de la diminution de la vente indirecte. Nous visons 80,0% d'ici 2018e (vs 78,5% en 2015). A terme, Medicrea devrait être en mesure de s'approcher des 85,0%.

SWOT

Forces

- Leader sur le marché de l'implant sur-mesure pour les pathologies du rachis thoraco-lombaire (solution UNiD®)
- Offre de produits et de solutions complète
- Intégration de l'ensemble de la chaîne de valeur (recherche, production, commercialisation)
- Solide implantation aux États-Unis (60% du CA réalisés en 2015 et 33 produits homologués par la FDA)
- Politique de R&D (10% du CA en moyenne depuis 2008)
- Arrivée de Richard Kienzle (membre fondateur de Globus Medical)
- Plus de 100 000 chirurgies réalisées depuis 2002

Faiblesses

- Acteur de petite taille vs concurrents américains
- Marque encore peu connue à l'international
- Activité à coût fixe élevé
- Activité consommatrice de cash

Opportunités

- Marché des DMI attendu à 53 Mds\$ d'ici 2020 (TCAM de +6,2%)
- Réalisation d'une acquisition complémentaire
- Meilleure accessibilité aux soins dans les pays émergents
- Accroissement de l'intérêt pour la médecine personnalisée

Menaces

- Adoption plus lente que prévu d'UNiD®
- Pression accrue en Europe sur les prix du fait des politiques publiques
- Caractère conservateur de l'industrie médicale aux États-Unis
- Échec du lancement de nouveaux produits

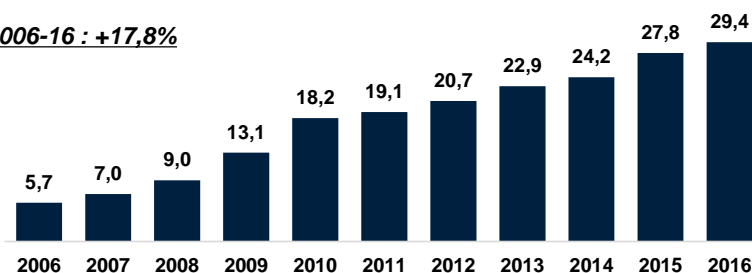
L'appel du sur-mesure

Née de la fusion entre Medicrea et Orsco International en 2002, la société Medicrea est spécialisée dans la conception, la fabrication et la distribution d'implants pour la chirurgie complexe et personnalisée de la colonne vertébrale. S'adressant prioritairement aux chirurgiens du rachis, l'entreprise investit depuis 2011 dans le développement d'une offre « sur-mesure » avec sa solution UNiD®. Véritable innovation technologique, UNiD® est l'axe stratégique de l'entreprise pour les 3 à 5 prochaines années. En parallèle, elle dispose d'une gamme complète lui permettant d'adresser l'ensemble des pathologies du rachis (cervical, thoracolumbaire et sacrum).

Cotée depuis 2006 sur Alternext, Medicrea s'est exclusivement développée de manière organique, enregistrant un TCAM de son CA de +17,8% sur la période 2006-16 pour atteindre 29,4 M€ sur le dernier exercice. Cette forte croissance est le fruit d'un effort de R&D soutenu alors que la société consacre en moyenne 10% de son CA à l'innovation depuis 2008.

Évolution du CA de Medicrea depuis 2006

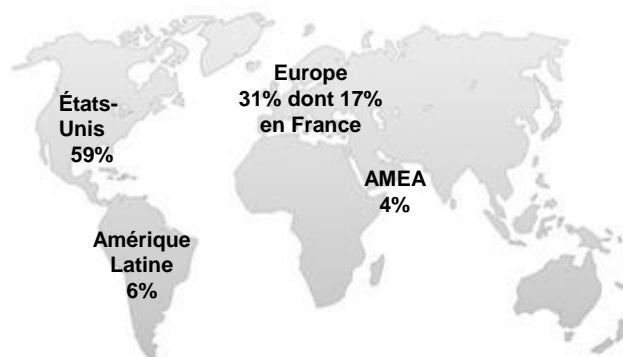
TCAM 2006-16 : +17,8%



source : société

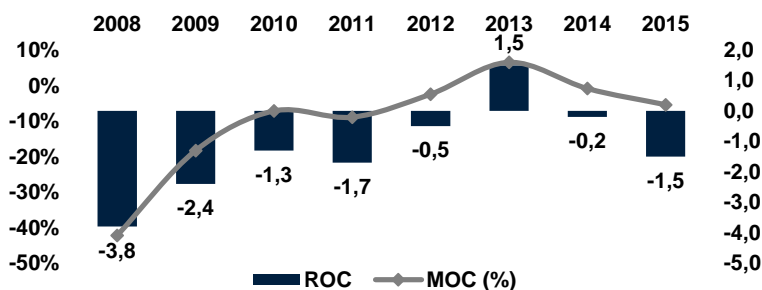
Implantée sur les marchés de référence dans le secteur du rachis (États-Unis, UK, Allemagne), Medicrea entend accélérer son développement à l'international, en particulier aux États-Unis, avec pour objectif d'atteindre un chiffre d'affaires de 50 M€ à horizon 2019. Pour ce faire, le Groupe peut s'appuyer sur un outil de production entièrement internalisé basé en France ainsi que sur une distribution en direct réalisée par ses filiales (75% du CA).

Répartition du CA par zone géographique (données 2015)



source : société

Évolution de la rentabilité de Medicrea depuis 2008



source : société

Si Medicrea affiche un EBITDA positif depuis 2010 (pic à 4,3 M€ en 2013), le ROC évolue essentiellement dans le rouge compte tenu des investissements massifs consentis pour le développement commercial d'UNiD®. Après avoir atteint 1,5 M€ en 2013, il s'est creusé à -1,5 M€ en 2015. Bien que ces derniers mettent sous pression la rentabilité à court terme, ils s'avèrent essentiels pour pénétrer des marchés clés comme les États-Unis. En réalisant une levée de fonds record de 20,0 M€ (15,0 M€ sous forme d'OC et 5,0 M€ en placement privé) en août 2016 auprès d'investisseurs américains principalement, Medicrea se donne les moyens de poursuivre son développement outre-Atlantique. A terme, l'atteinte d'une taille critique et l'amélioration du mix géographique constitue selon nous les principaux leviers sur la rentabilité.

Historique

2002 : Medicrea International naît de la fusion de Orsco International et Medicrea.

2005 : Medicrea s'implante au UK en créant une filiale de distribution.

2006 : Medicrea s'introduit en Bourse sur Alternext Paris et lève 11,6 M€ pour financer son développement commercial.

2007 : L'entreprise s'implante physiquement sur le marché US, premier marché mondial, avec l'ouverture d'une filiale de distribution. En 2015, la zone représente 59% du CA.

2008 : Le système de fixation thoraco-lombaire postérieur PASS LP® est homologué par la FDA.

2009 : L'entreprise franchit la barre des 10 M€ de CA et lance sur le marché sa prothèse de disque cervical GRANVIA® dédiée aux chirurgies instrumentées de non-fusion.

2012 : Medicrea atteint le seuil des 20 M€ de CA.

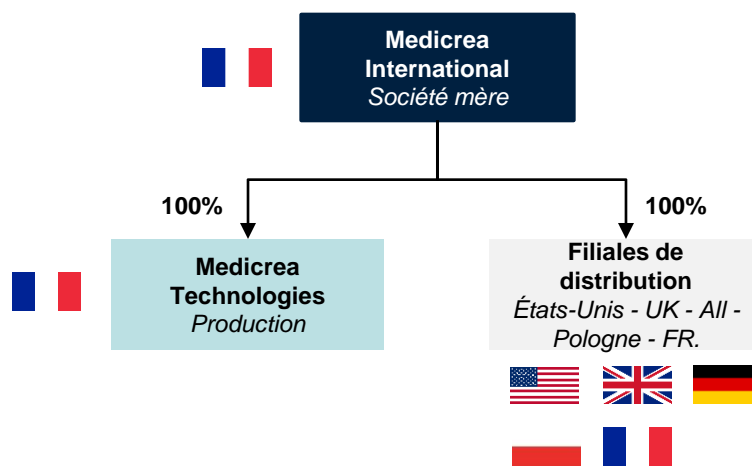
2013 : 1^{ère} tige sur-mesure au monde UNiD® posée avec le PASS LP®.

2014 : 1^{ère} cage intervertébrale sur-mesure au monde imprimée en 3D. La tige UNiD® est homologuée par la FDA.

2015 : Medicrea obtient sa 30^{ème} homologation FDA.

2016 : En l'espace de seulement 3 ans, plus de 1000 chirurgies ont été réalisées avec les tiges sur-mesure UNiD®. Depuis sa création en 2002, plus de 100 000 chirurgies ont été réalisées avec les produits Medicrea.

Organigramme

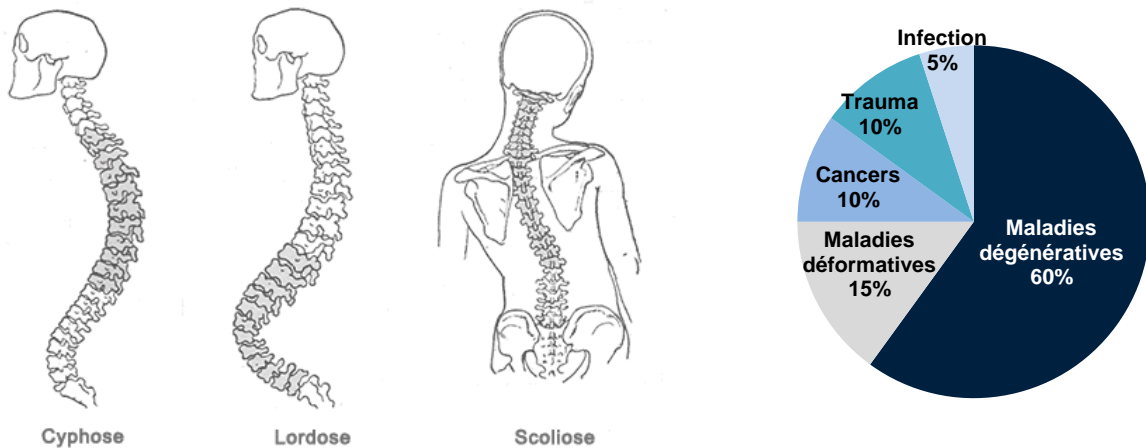


L'alignement sagittal, ADN de l'entreprise

Un équilibre fragile

La position érigée de l'être humain ainsi que son aptitude à la marche bipède n'ont été rendues possibles qu'avec l'existence d'un subtil alignement entre le pelvis et le reste du rachis. Baptisée équilibre spino-pelvien ou sagittal, cette harmonie propre à chaque individu peut être affectée par certaines pathologies, menaçant directement l'ergonomie du corps humain par la modification des courbures rachidiennes.

Les grandes déformations de la courbure rachidienne (G) & Origine des interventions de la chirurgie du rachis (D)



sources : Euroland Corporate, Technavio 2015

Au nombre de trois, ces grandes affections produisent leurs effets sur le long terme, cumulant douleur, érosion osseuse et déformation :

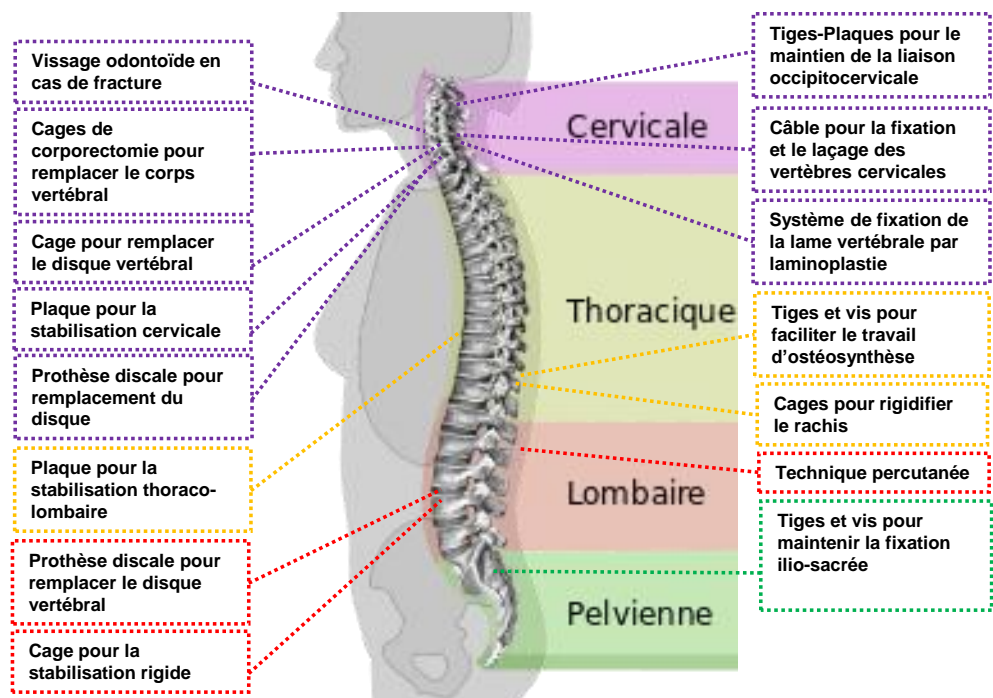
- les pathologies **dégénératives** se matérialisent la plupart du temps sous la forme d'une compression d'une racine nerveuse ou de la moelle épinière (hernie), d'un rétrécissement du canal rachidien (sténose), d'une dégradation naturelle (discopathie) ou d'une déformation sous plusieurs dimensions (scoliose). En plus d'une douleur importante, elles génèrent aussi une instabilité de la posture par une mobilité excessive des disques vertébraux, d'autant plus problématique que le patient cherchera à la compenser ;
- les pathologies **traumatiques** sont de deux ordres : les tassements vertébraux et les fractures. Elles sont assez fréquentes et peuvent produire, dans les cas les plus graves, des lésions neurologiques ;
- les pathologies **tumorales** proviennent souvent de métastases issus de cancers dits « solides » et implantés sur d'autres parties du corps humain. Sous leurs formes les plus agressives, elles peuvent provoquer des fractures pathologiques.

Toutes ces pathologies n'ouvrent pas systématiquement la voie à une opération chirurgicale. Toutefois, cette dernière peut être décidée dans les formes les plus aiguës avec la présence d'une douleur persistante. Elle pourra alors avoir pour objectifs de supprimer la pression exercée sur les nerfs rachidiens, de stopper une mobilité excessive entre deux vertèbres ou bien encore de remplacer un disque vertébral abîmé.

La chirurgie instrumentée de la fusion

Le traitement chirurgical des pathologies du rachis peut s'effectuer selon deux modes : instrumenté et non-instrumenté. A la différence du mode non-instrumenté qui recommande le recours à la greffe osseuse, la chirurgie instrumentée voit l'insertion dans le corps du patient d'un dispositif médical implantable (DMI), ou implant, pour corriger l'anomalie et ramener l'alignement du rachis vers l'équilibre sagittal.

Principaux DMI dans la chirurgie instrumentée de la colonne vertébrale



source : Euroland Corporate

Le mode instrumenté offre deux techniques opératoires différentes. La technique dite de « non-fusion » - ou arthroplastie - consiste à placer une prothèse discale à la place d'un disque endommagé, afin de rétablir l'équilibre du rachis tout en conservant la mobilité naturelle. Bien qu'intéressante sur le plan physiologique, cette technique ne représente que 5 à 10% des opérations.

La technique de « la fusion », ou arthrodèse, vise à rigidifier la partie de la colonne pénalisée par une mobilité excessive entre deux ou plusieurs vertèbres. Aux niveaux cervical et thoraco-lombaire, elle consiste à utiliser des vis pédiculaires qui sont insérées dans chaque vertèbre et connectées via une plaque ou une tige métallique en arrière de la colonne. Une autre méthode consiste, lors d'une fusion intervertébrale, à employer des cages intersomatiques en titane ou en peek (polymère). Ces cages ont pour vocation de restituer et maintenir la hauteur intervertébrale après discectomie (ablation d'un disque), en attendant que le pont osseux se forme entre 2 ou plusieurs vertèbres afin de stabiliser par arthrodèse le rachis.

Efficace quant au traitement de la douleur et de la déformation, la technique de la fusion présente néanmoins l'inconvénient de réduire la mobilité des disques voire même de l'interdire. Bien qu'invasive, elle représente néanmoins plus de 75% des opérations réalisées au bloc.

Principaux DMI dans la chirurgie instrumentée de la colonne vertébrale



Système d'ostéosynthèse
thoraco-lombaire avec
vis pédiculaires et tiges
PASS LP®



Cage intersomatique cervicale
IMPIX-C®



source : Euroland Corporate

Présente depuis près de 15 ans dans la fourniture de produits et solutions pour la chirurgie instrumentée de la fusion, Medicrea s'est essentiellement concentrée sur le traitement des pathologies thoraco-lombaire, qui représentent 35% du marché des DMI orthopédiques selon la société.

L'atout stratégique UNiD®

Véritable rupture technologique sur le segment de la chirurgie du rachis, UNiD® est une solution de service à destination du chirurgien. Exploitant les technologies du digital, elle soulage le praticien de la charge de la planification « opératoire » et elle garantit au patient la production en amont d'une tige préformée selon son propre équilibre sagittal. Cette innovation atteint donc deux des objectifs majeurs de la médecine moderne :

- accroître l'efficacité du chirurgien avant et pendant l'opération, en libérant du temps de consultation,
- réduire le risque de révision post-opératoire de l'acte chirurgical, en limitant/supprimant les défauts d'adéquation de l'implant.

Avec cette nouvelle offre, Medicrea ambitionne de conquérir une part non négligeable des 356 000 opérations utilisant des tiges sur le marché nord-américain.

Une approche rationnelle de l'opération chirurgicale

Alors que l'ensemble de ses concurrents positionnés sur la chirurgie du rachis ne proposent qu'une tige à cintrer manuellement par le chirurgien au moment de l'opération (source potentielle d'erreur d'ajustement), Medicrea crée la rupture avec une approche spécifique client baptisée UNiD®.

Initié en 2011, le projet UNiD® s'appuie sur un constat sans appel, toujours valable aujourd'hui : 62% des patients opérés du rachis demeurent mal alignés à l'issue de l'intervention. Chirurgie dite complexe, les opérations de la colonne vertébrale pour le traitement des pathologies thoraco-lombaires mettent en œuvre des techniques opératoires relativement intuitives. C'est le chirurgien qui apprécie au moment de l'intervention la courbure qu'il doit donner aux tiges qui serviront à redresser le rachis. En dépit du haut degré de qualification des praticiens, les erreurs d'ajustement demeurent nombreuses, la tige étant cintrée manuellement à l'aide d'une cintreuse.

Standard actuel des opérations du rachis

1. Le chirurgien exploite lui-même les radios du patient



Le chirurgien définit les paramètres d'alignement de façon empirique et planifie l'opération.

2. Pendant l'opération, le chirurgien cintré lui-même les tiges



A l'aide d'une cintreuse, le chirurgien manipule manuellement la tige pour lui donner la courbure voulue. 9 à 10% des tiges cintrées de cette manière cassent.

3. Post-opératoire, le chirurgien fait le bilan sur radios

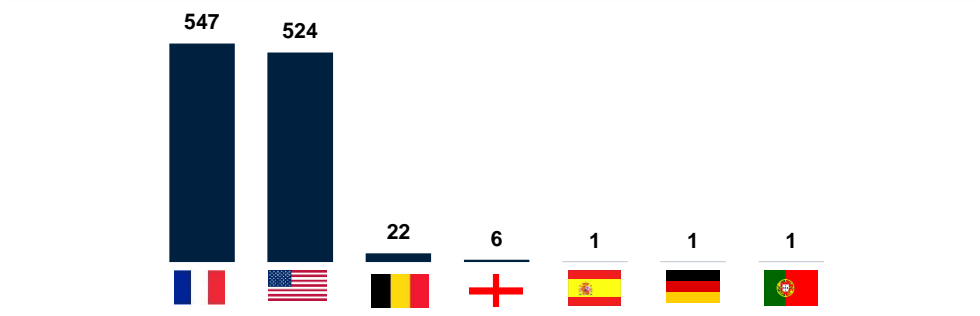


En post opératoire, le chirurgien a corrigé la déformation du rachis mais il ne peut pas se prononcer sur l'adéquation du cintrage manuel avec l'équilibre sagittal du patient.

110 chirurgiens ont utilisé UNiD® depuis son lancement dont 59 aux États-Unis et 40 en France

Fort de ce constat, Medicrea a développé une autre approche de la chirurgie du rachis, avant tout centrée sur la préservation de l'équilibre sagittal du patient. A partir des radios, les équipes de l'UNiD Lab modélisent le processus opératoire en relation avec le chirurgien. S'appuyant sur un logiciel développé de concert avec une entreprise basée aux États-Unis, cette cellule interne au groupe conçoit, produit puis expédie la tige préformée selon la courbure de chaque patient. Cette approche est rationnelle dans la mesure où la détermination de la planification opératoire ainsi que la fabrication de la tige reposent sur l'exploitation de données objectives assistée par logiciel.

Nombre de chirurgies par pays depuis le lancement d'UNiD® (au 31/12/2016)

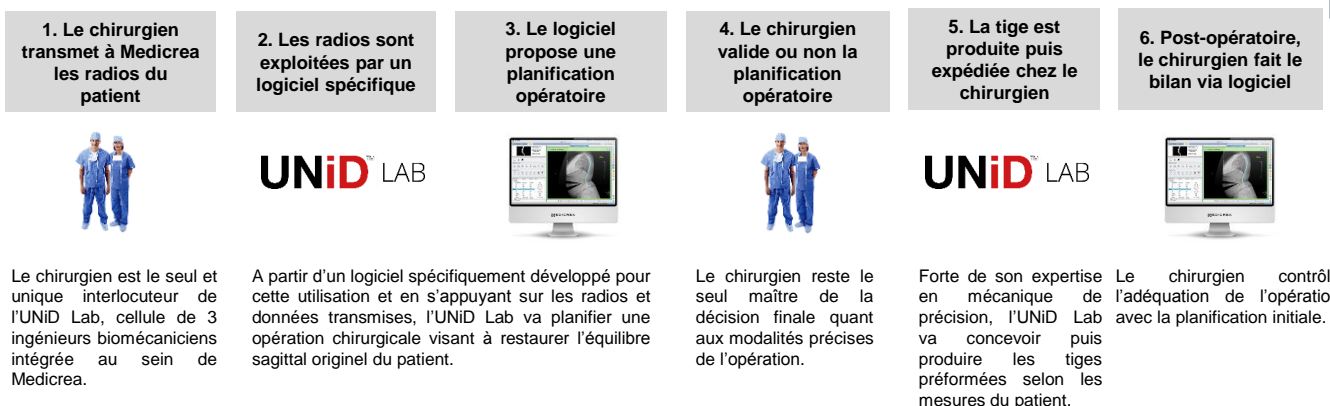


source : société

Depuis son lancement, UNiD® connaît un succès croissant, que ce soit en France ou aux États-Unis. Toutefois, et compte tenu du rôle joué par le législateur en France dans la tarification des prestations de santé, son avenir commercial passe avant tout par le marché américain. En effet, le prix de vente d'une tige en France est fixé autour de 70€ (tarif de remboursement de la Sécurité Sociale) alors que son tarif américain atteint 1500\$ pour un modèle précourbé (vs 400 \$ pour une tige standard).

Le processus UNiD®

De 3 jours à 1 semaine

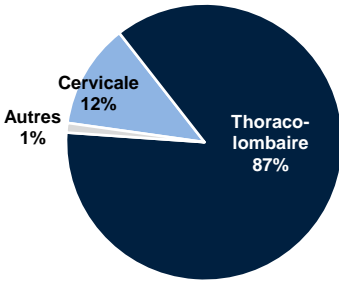


source : Euroland Corporate

Une gamme de produits complète

Au sein de l'entreprise, le pôle R&D est piloté par une équipe de 10 ingénieurs appuyée par une sélection de chirurgiens expérimentés. Cette double vision permet de connecter les solutions imaginées avec la réalité du bloc opératoire. Forte de cette richesse, Medicrea a développé une vaste gamme d'implants, répondant à l'ensemble des pathologies du rachis et à tous les niveaux d'occurrence (cervical, thoraco-lombaire et sacrum).

CA 2015 par gamme



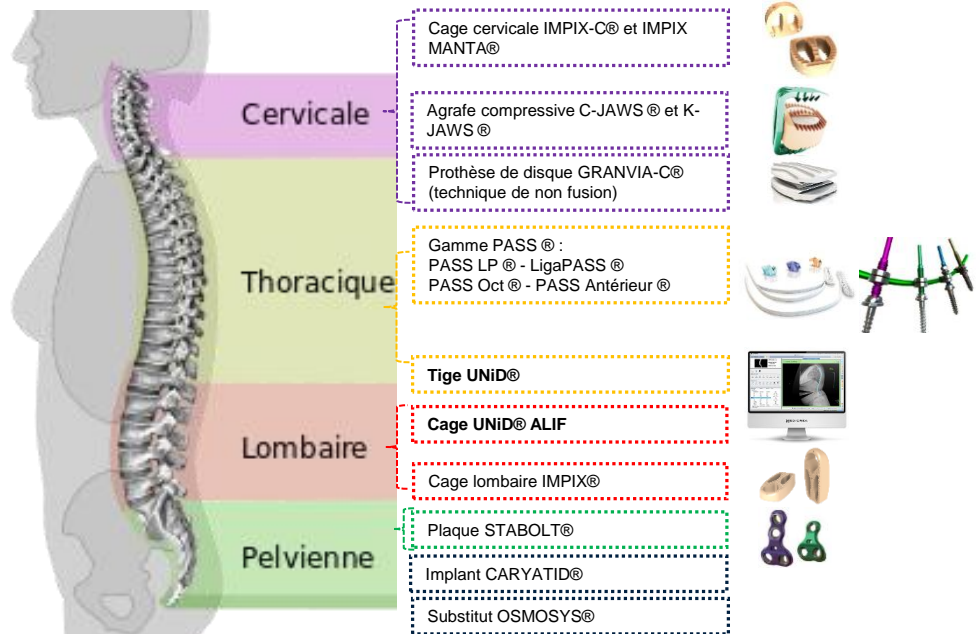
Sur la tranche **cervicale**, l'offre repose sur 3 types de produits : les cages intersomatiques IMPIX®, les agrafes compressives JAWS® et la prothèse de disque cervicale GRANVIA®.

Sur la tranche **thoraco-lombaire**, cœur de métier de Medicrea, l'offre est plus évoluée avec la gamme PASS® (système de stabilisation et de fixation), les cages lombaires IMPIX® et la solution UNiD®.

Sur la tranche **pelvienne**, la plaque STABOLT® vient compléter l'offre de Medicrea.

Enfin, soucieuse de s'intéresser au segment des pathologies dégénératives du rachis, Medicrea finalise le développement d'une « vis tulipe », dont la commercialisation est prévue pour le premier trimestre 2017.

Gamme de produits Medicrea



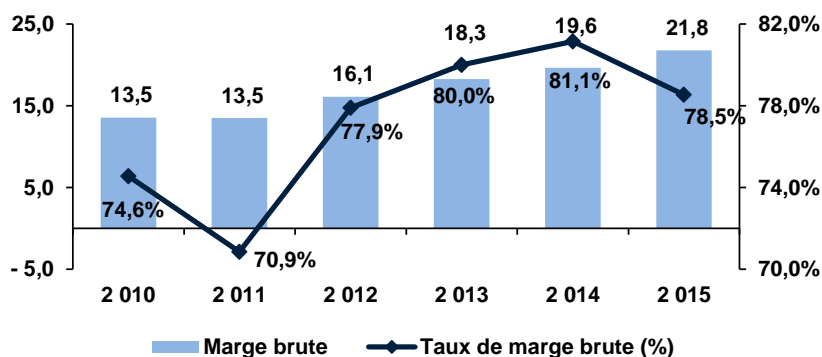
source : EuroLand Corporate

Une structure opérationnelle en optimisation

Un outil de production interne et rationalisé

Évoluant au sein d'une industrie à la réglementation contraignante et afin de garantir une qualité irréprochable, Medicrea a fait le choix d'internaliser la quasi-totalité de son processus de production. Jusqu'ici localisée à la Rochelle, l'usine de production est désormais regroupée avec le nouveau siège social dans la région lyonnaise depuis début 2017. Dans un souci d'amélioration continue, le Groupe a également procédé à l'acquisition de machines de prototypage et d'impression 3D pour augmenter sa réactivité face aux demandes des chirurgiens et envisage d'intégrer certaines tâches comme la stérilisation des implants, jusqu'ici sous-traitée. En automatisant davantage son processus de production, la société entend ainsi maintenir durablement son taux de marge brute au-dessus de 80%.

Évolution de la marge brute depuis 2010



source : société

Traitant principalement avec des fournisseurs français, les achats du Groupe se font majoritairement en euros (90%). Pour autant, le risque de change demeure faible et non *cash* dans la mesure où la filiale américaine est en pleine phase d'investissement. Par conséquent, aucun flux de trésorerie ne remonte jusqu'à la maison mère, basée en France. De plus, les tarifs n'étant pas régulés sur le marché américain, Medicrea serait en mesure de répercuter toute fluctuation sur ses prix.

Une distribution majoritairement en direct

Distribués dans plus de 25 pays, les produits Medicrea sont principalement commercialisés en direct via des filiales de distribution sur les marchés clés (France, Allemagne, Pologne, États-Unis et UK). Ainsi, 75% de l'activité est réalisée à travers ces entités. Ce mode de distribution présente un triple avantage : 1/ permettre au Groupe de capter une part plus importante de la valeur ajoutée, 2/ s'assurer que l'approche commerciale est conforme à sa volonté et 3/ garantir un contact direct avec ses clients. La vente indirecte (25%) se matérialise par la signature d'accords de distribution d'une durée de 3 à 5 ans avec des distributeurs. Ce mode de distribution tend aujourd'hui à diminuer compte tenu de la faible marge brute générée (environ 60%).

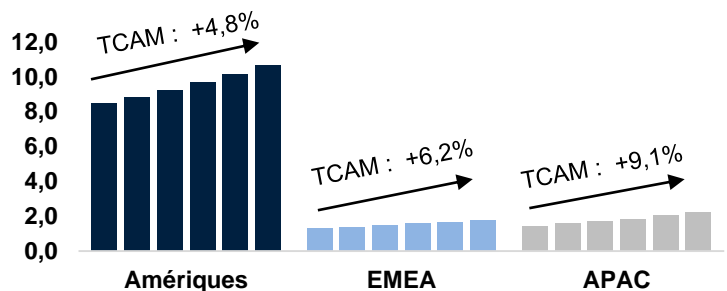
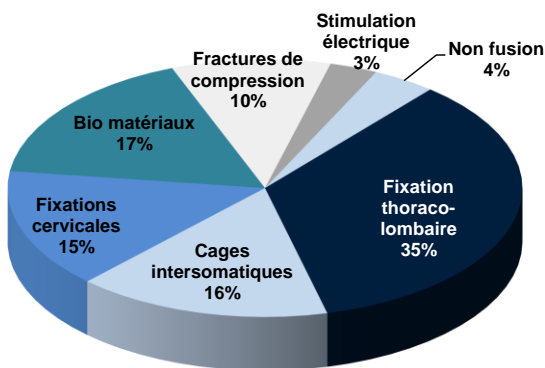
Les implants rachidiens : un marché florissant

Distribuant ses produits dans plus de 25 pays (83% du CA est réalisé à l'international en 2015), Medicrea a clairement orienté sa stratégie en direction des États-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.

Les DMI : un marché attendu à 53 Mds\$ en 2020

Selon le cabinet de conseil Avicenne, spécialisé en orthopédie, le marché mondial des implants orthopédiques a progressé de 4,4% en 2014 pour atteindre un volume d'affaires global de 37 Mds\$, dont 10 Mds\$ pour le rachis (source Medicrea). Les projections pour 2020 table sur un marché de 53 Mds\$ avec un TCAM de +6,2% par an. **De son côté, Technavio prévoit que le marché mondial des implants pour le rachis atteindra 14,6 Mds\$ d'ici 2019, enregistrant un TCAM de +5,5% sur la période 2015-19.** A l'intérieur de ce marché, la zone Amériques constitue le plus gros débouché (10,6 Mds\$ estimé d'ici 2019) mais concentre également le plus de concurrents.

Répartition du marché mondial des DMI pour le rachis en 2015 (G) & Perspectives du marché mondial des implants rachidiens d'ici 2019 - en Mds \$ (D)



sources : société, Technavio 2015

L'industrie mondiale du dispositif médical implantable (DMI) s'est peu à peu érigée comme une industrie de haute technologie, investissant dans l'innovation produits (biomatériaux notamment) et le développement de processus opératoires moins invasifs pour le patient et moins contraignants pour le médecin. Elle est de fait une industrie disposant de fortes barrières à l'entrée compte tenu du poids de la réglementation et de l'exigence d'efficacité des produits commercialisés.

Des facteurs de croissance durables

Directement affectées par des grandes tendances démographiques et économiques, les prévisions de croissance pour le marché mondial des DMI laissent augurer de belles perspectives.

▪ L'obésité

En 2014, selon l'OMS, la problématique du surpoids touche près de 1,9 milliard d'individus âgés de 18 ans et plus, dont 600 millions d'obèses. D'ici 2030, ce chiffre pourrait atteindre 3,3 milliards de personnes, soit près de 40% de la population mondiale. Avec 38% de la population adulte touchée par ce phénomène du surpoids en 2014, les États-Unis sont le premier marché mondial pour la chirurgie du rachis. En France, 6,5 millions de personnes sont considérées comme obèses (soit 14,5% de la population adulte). En augmentant la pression sur les articulations porteuses, le surpoids est une des causes principales de la dégénérescence des disques lombaires ou discopathie dégénérative. Selon une étude publiée dans la revue de l'American College of Rheumatology en 2012, 73% des sujets possédant un indice de masse corporelle (IMC) élevé présentaient une dégénérescence discale, dont la gravité suivait la même évolution que l'IMC.

▪ Le vieillissement de la population

Selon les estimations de l'OMS, sur la période 2015-50, la proportion de la population mondiale de plus de 60 ans devrait doubler pour passer de 11% à 22%, soit près de 2 milliards d'individus en 2050. Sur la même période, le nombre de personnes âgées de 80 ans ou plus pourrait être multiplié par quatre pour atteindre 430 millions autour de 2050, dont plus du tiers vivrait en Chine. Cette tendance, couplée à une chute du taux de fécondité, va accentuer le phénomène du vieillissement et provoquer la multiplication de pathologies spécifiques comme les troubles auditifs, la cataracte mais aussi les syndromes dégénératifs ou traumatiques du rachis, cœur de métier de Medicrea.

▪ L'amélioration de l'accès aux soins dans les pays émergents

Selon le Boston Consulting Group, l'apparition puis la consolidation d'une classe moyenne dans les pays émergents, les effets de l'urbanisation (sédentarité et alimentation agro-industrielle) et le vieillissement ont permis d'accélérer l'essor de l'offre de santé et l'amélioration de l'accès aux soins. Sur la période 1995-2012, au niveau mondial, les dépenses de santé ont ainsi augmenté en moyenne de 7,4% par an. En 2022, 50% d'entre elles pourraient provenir des pays en développement. Plébiscités dans de nombreux pays, les systèmes de couverture universelle des soins se sont progressivement mis en place au sein des pays de l'OCDE. Même aux États-Unis, la part de la population non assurée commence à décroître, grâce à la mise en œuvre de l'*Affordable Care Act*. Les dépenses de santé se sont ainsi élevées à 8713\$ par résident américain, soit près de 16,4% du PIB US. De plus, le système de santé américain ne subit pas les mêmes contraintes de régulation tarifaire de la part des pouvoirs publics, permettant ainsi aux entreprises du secteur de réaliser des marges confortables

▪ L'impact de l'innovation

Influencée par les technologies du digital, la médecine a entamé une mutation de fond avec l'e-santé et la promotion d'une double logique de personnalisation des soins et de prévention. Les nouvelles possibilités offertes par les bio et nanotechnologies, l'impression 3D ou bien encore les thérapies cellulaires dopent les investissements sur ce marché. Sur le plan technique, la recherche se concentre actuellement sur le développement de méthodes opératoires moins invasives, de processus de diagnostic basés sur la génétique et sur des produits de santé davantage personnalisés.

Point de convergence de toutes ces tendances, le marché américain présente de solides perspectives de croissance pour les MedTech spécialisées dans les pathologies liées au surpoids, pour peu que celles-ci proposent une offre visible et innovante.

Un marché concentré mais réceptif aux acteurs innovants

Fortement consolidé du fait de la présence de grands acteurs, le marché des implants orthopédiques pour le rachis demeure ouvert sous réserve d'innovation. Avec 29% de parts de marché et 3 Mds\$ de CA généré sur le seul segment de la colonne vertébrale, **Medtronic** est le premier acteur. Il est suivi par **DePuy-Synthes** (20% pdm et 2 Mds\$), **Nuvasive** (8% pdm et 811 M\$), **Stryker** (7% pdm et 740 M\$) et **Globus Medical** (5% pdm et 545 M\$). **A eux cinq, ils totalisent près de 70% du marché.**

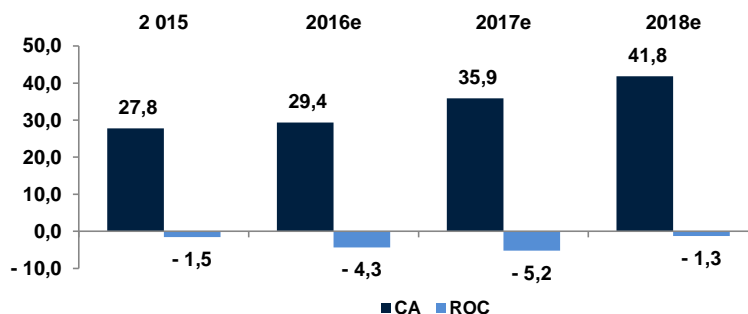
Néanmoins, tous ne sont pas des concurrents directs pour Medicrea, notamment sur la chirurgie thoraco-lombaire. Seules Nuvasive, Globus Medical et **K2M** représentent une menace avec des prestations similaires, notamment Nuvasive qui souhaite lancer une offre dans le sur-mesure.

De façon globale, la concurrence entre les différents acteurs est forte, notamment sur le marché américain. De même, la présence d'acteurs historiques solidement installés rend difficile la venue de nouveaux entrants sur les segments traditionnels de la chirurgie du rachis. Toutefois, l'innovation peut créer la rupture en offrant des opportunités sur des segments moins exploités comme les pathologies dégénératives, les produits de non-fusion ou bien évidemment, le développement du sur-mesure. De même, le marché américain demeure très réceptif aux évolutions technologiques permettant de réduire les risques légaux et financiers en cas de révision d'une chirurgie. **De part sa taille, son caractère innovant et sa forte présence sur le marché américain, Medicrea pourrait donc être une cible de choix pour les plus grands acteurs en leur permettant de gagner du temps en matière de R&D.**

Perspectives stratégiques et financières

Grâce à l'arrivée à son capital d'investisseurs américains lui ayant permis de lever 20 M€ en août 2016, Medicrea va pouvoir accélérer sa stratégie de pénétration aux États-Unis. Par conséquent, les prochains exercices devraient bénéficier de la montée en puissance des tiges sur-mesure UNiD®, du renforcement de la force commerciale et des efforts permanents en matière d'innovation. Sur la période 2016-18e, nous anticipons un TCAM du CA de +12,5%. Par ailleurs, bénéficiant d'un mix géographique favorable et malgré une hausse des coûts fixes en lien avec le développement de l'activité, les pertes sont attendues en baisse d'ici à 2018e. Après la publication d'un CA en croissance de +5,8% en 2016 à 29,4 M€, nous anticipons cependant un creusement des pertes en 2016 (-4,3 M€e vs -1,5 M€ en 2015) compte tenu des investissements réalisés pour soutenir la croissance.

Prévision de CA et de ROC entre 2016-18e



sources : société, Euroland Corporate

Une accélération de la croissance attendue

La locomotive américaine

Avec un CA de 16,4 M€ (59% du CA) en 2015 et un TCAM de +17,3% sur la période 2012-15, le marché américain constitue le principal moteur de croissance et premier marché du Groupe. Sur la période 2016-18e, nous anticipons un TCAM du CA de +18,9%. La croissance reposera principalement sur un renforcement de la force commerciale sur la zone en 2016, faisant passer l'effectif à 25 collaborateurs contre 13 précédemment. Par la suite, les recrutements demeureront soutenus pour accompagner la croissance. Nous tablons sur l'embauche d'une vingtaine de personnes par an.

De même, l'arrivée de Richard Kienzle*, membre fondateur de Globus Medical (concurrent direct), en tant qu'administrateur et Directeur commercial & du développement constitue un signal fort et permettra à Medicrea de profiter de son réseau professionnel pour conquérir de nouvelles parts de marché.

* Il a également participé à l'augmentation de capital de 5,0 M€ réalisée récemment

Compte tenu de ces recrutements, nous sommes confiants quant à l'accélération du déploiement d'UNiD® sur le marché américain, pays où le Groupe dispose d'un levier important sur les prix à terme. Enfin, la commercialisation d'une vis « tulipe » (sortie prévue au T1 2017) et l'homologation de cages sur-mesure en titane (impression 3D), constituent autant de soutiens à la croissance.

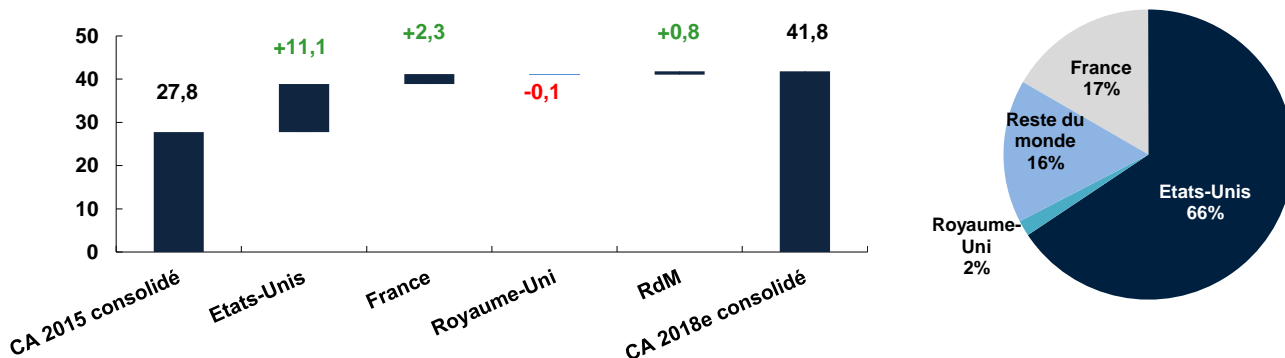
La France en soutien

Marché historique du Groupe avec un CA 2015 de 4,7 M€ (17% du CA), la France connaît une croissance forte depuis deux ans (+17,8% en 2014 et +21,7% en 2015). Sur la période 2016-18e, nous anticipons un TCAM du CA de +14,0%. Si le marché de l'orthopédie y est en baisse (-5% à -6% d'après la société) en raison d'une pression accrue sur les prix, cette solide performance s'explique avant tout par l'essor d'UNiD® qui rencontre un succès grandissant.

Une évolution inégale à l'étranger

Malgré des disparités fortes entre les différentes régions, la zone RdM est attendue en progression sur les prochains exercices (TCAM de +4,3% entre 2016-18e). Au Royaume-Uni (3,0% du CA 2015), nous tablons sur une stabilisation de l'activité sur la période après 2 années en forte baisse tandis que le Brésil devrait encore éprouver quelques difficultés. Notons par ailleurs que l'ouverture de nouvelles filiales dans des pays à fort potentiel n'est pas à exclure et pourrait alimenter la croissance de la zone.

Contribution du CA par région de 2016e à 2018e (en M€) & répartition du CA par région à horizon 2018e

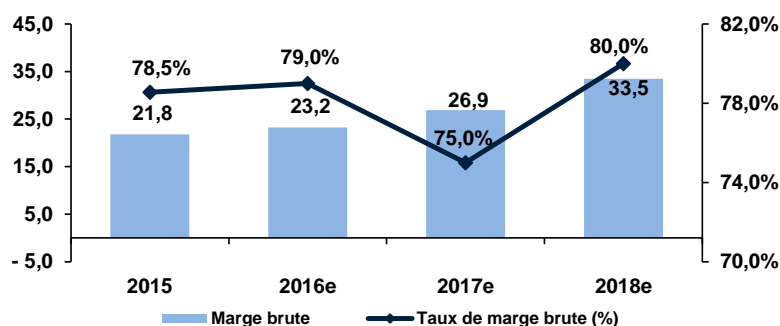


sources : société, Euroland Corporate

Un mix géographique favorable à la marge

En parallèle d'une croissance forte, **Medicrea bénéficiera d'une amélioration de son taux de marge brute sur la période compte tenu** : 1/ d'un mix géographique favorable (TMB 2015 aux États-Unis à 89,7% vs France à 70,9%), 2/ d'une optimisation de son outil de production, 3/ de la réalisation d'économies d'échelle et 4/ de la diminution de la vente indirecte. Si la montée en puissance du nouveau site de production devrait grever le taux de marge brute en 2017 (75,0%e) en raison d'un recours accru à la sous-traitance, nous estimons qu'il devrait rebondir à 80,0% dès 2018, un niveau déjà observé en 2013 et 2014. A terme, nous pensons que le Groupe sera en mesure de s'approcher des 85,0%.

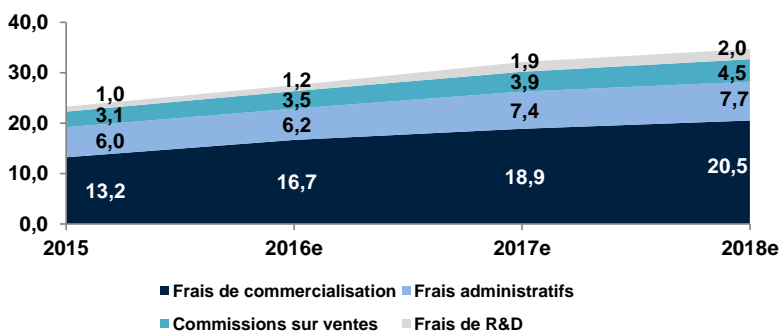
Prévision de marge brute sur la période 2016-18e



sources : société, Euroland Corporate

Afin d'accompagner son développement, Medicrea entend renforcer significativement ses capacités commerciales, notamment aux États-Unis. Aussi, les frais de commercialisation feront l'objet d'investissements importants sur les 2 prochains exercices, avant de ralentir en 2018 (TCAM de +15,8%e). De même, les frais administratifs évolueront en lien avec la croissance de l'activité mais dans des proportions moindres (TCAM de +12,8%e). Enfin, souhaitant capitaliser sur les données des patients UNiD®, le Groupe envisage d'accélérer le rythme de dépenses de R&D (1,9 M€e en 2017 vs 1,2 M€ en moyenne depuis 5 ans).

Évolution des différents postes de charges entre 2015-18e



sources : société, Euroland Corporate

Un bilan qui devra être renforcé d'ici 2018

En août dernier, Medicrea a procédé à une levée de fonds de 20,0 M€ répartie entre une augmentation de capital de 5,0 M€ et une émission d'obligations convertibles (maturité 2020 ; prix de conversion à 6,25 €). Cette dernière va lui permettre de financer la très forte hausse de son activité au cours de 3 prochains exercices.

Malgré la génération de cash flow opérationnel attendu positif dès 2018, nous estimons que la société devra à nouveau faire appel au marché d'ici 2020 afin de faire face à ses obligations (≈11 M€ de dettes remboursées et ≈17 M€ de CAPEX d'ici 2020). Nous estimons le besoin à 5 M€ en cas de conversion des OC et à 20 M€ en cas de non conversion, qui pourrait être financé par dettes ou fonds propres.

Compte de résultat prévisionnel

En M€	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	27,8	29,4	35,9	41,8
<i>variation (%)</i>	14,7%	5,8%	22,1%	16,6%
Marge brute	21,8	23,2	26,9	33,5
<i>Taux de marge brute</i>	78,5%	79,0%	75,0%	80,0%
Frais de R&D	1,0	1,2	1,9	2,0
Frais de commercialisation	13,2	16,7	18,9	20,5
Commissions sur ventes	3,1	3,5	3,9	4,5
Frais administratifs	6,0	6,2	7,4	7,7
Autres (dont amortissements)	3,4	3,8	4,4	4,7
Résultat opérationnel courant	-1,5	-4,3	-5,2	-1,3
<i>Marge opérationnelle courante</i>	-5,6%	-14,7%	-14,6%	-3,0%
Résultat financier	-0,2	-1,9	-1,8	-1,7
Impôts	0,3	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-1,5	-7,6	-7,4	-3,4
<i>Marge nette</i>	-5,5%	-26,0%	-20,7%	-8,0%

Forte hausse des frais financiers à partir de 2016 liée aux OC

sources : société, Euroland Corporate

Compte de résultat (M€)	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'affaires	27,8	29,4	35,9	41,8
Excédent brut d'exploitation	2,0	-0,5	-0,9	3,4
Résultat opérationnel courant	-1,5	-4,3	-5,2	-1,3
Résultat opérationnel	-1,6	-5,7	-5,6	-1,6
Résultat financier	-0,2	-1,9	-1,8	-1,7
Impôts	0,3	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-1,5	-7,6	-7,4	-3,4
Bilan (M€)	2015	2016e	2017e	2018e
Actifs non courants	16,3	15,7	14,8	13,7
<i>dont goodwill</i>	2,6	2,6	2,6	2,6
BFR	8,5	8,3	9,4	10,2
Disponibilités + VMP	2,2	12,5	2,0	0,7
Capitaux propres	15,2	12,6	5,2	6,8
Emprunts et dettes financières	10,4	22,6	19,8	16,6
Total Bilan	33,1	42,8	34,0	33,7
Tableau de flux (M€)	2015	2016e	2017e	2018e
Marge Brute d'autofinancement	1,2	-3,8	-3,1	1,3
Variation de BFR	-1,0	0,1	-1,1	-0,8
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	0,1	-3,7	-4,1	0,5
Investissements opérationnels nets	-5,9	-3,2	-3,5	-3,6
Investissements financiers nets	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-5,9	-3,2	-3,5	-3,6
Augmentation de capital	3,6	5,0	0,0	5,0
Variation emprunts	3,6	12,2	-2,8	-3,2
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,3	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	6,9	17,2	-2,8	1,8
Variation de l'endettement financier net	1,2	10,3	-10,4	-1,3
Ratios (%)	2015	2016e	2017e	2018e
Variation chiffre d'affaires	14,7%	5,8%	22,1%	16,6%
Marge EBE	7,2%	-1,7%	-2,4%	8,1%
Marge opérationnelle courante	-5,7%	-19,4%	-15,6%	-3,9%
Marge opérationnelle	-5,7%	-19,4%	-15,6%	-3,9%
Marge nette	-5,5%	-26,0%	-20,7%	-8,0%
Investissements opérationnels nets/CA	21,2%	11,0%	9,8%	8,6%
BFR/CA	30,5%	28,4%	26,2%	24,4%
ROCE	-4,2%	-12,0%	-14,4%	-3,5%
ROCE hors GW	-4,7%	-13,5%	-16,2%	-4,0%
ROE	-9,9%	-60,4%	-142,7%	-49,0%
Payout	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing (%)	54%	81%	342%	232%
Dettes nettes/EBE	4,2	-20,5	-20,6	4,7
EBE/charges financières	8,7	0,3	0,5	2,0
Valorisation	2015	2016e	2017e	2018e
Nombre d'actions (en millions)	9,0	10,0	10,0	10,0
Nombre d'actions moyen (en millions)	8,7	9,5	10,0	10,0
Cours (moyenne annuelle en euros)	7,8	5,5	5,8	5,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	67,8	52,0	58,1	58,1
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	8,3	10,2	17,8	15,9
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	76,0	62,2	75,9	74,0
PER	ns	ns	ns	ns
VE / EBE	39,1	ns	ns	21,9
VE / ROC	ns	ns	ns	ns
VE / CA	2,8	2,3	2,1	1,8
P/B	4,5	4,6	11,2	8,5
Données par action (€)	2015	2016e	2017e	2018e
Bnpa	-0,17	-0,76	-0,74	-0,33
Book value/action	1,7	1,3	0,5	0,7
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00

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	Oui	Non	Oui

*Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

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 États-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