

Flash valeur – 25 Mars 2020

SPINEGUARD

Résultats annuels: l'équilibre opérationnel est proche

- Un CA en repli mais une belle optimisation des coûts
- Des avancées en R&D et sur la recherche de partenaires
- Procédure de sauvegarde : un choix très judicieux

L'objectif de rentabilité opérationnelle est atteint au S2

Le management de SpineGuard avait affiché l'ambition d'arriver à l'équilibre opérationnel fin 2019. En dépit d'un CA en repli (-14%), reflétant une évolution du mix-produit (vis intelligente et PediGuard « Threaded » pour la chirurgie minimalement invasive) et des efforts marketing sur un nombre limité de zones géographiques, le groupe a publié la semaine passée des résultats en très nette amélioration. Si la marge brute baisse de 2 points (84,5% vs 86,5%), la nouvelle organisation et un strict contrôle des coûts permettent de réduire très sensiblement la perte opérationnelle (-0,31MEUR vs -1,1MEUR en 2018). Ces efforts n'ont pas concerné la R&D qui est restée très active pour développer les projets en robotique et permettre la validation et le lancement de DSG Connect (tablette permettant d'apporter au chirurgien un support visuel en complément du signal sonore du dispositif). Les frais financiers ont été réduits mais restent très/trop élevés (0,64MEUR vs 1,2MEUR en 2018), impactant encore fortement le résultat net qui s'améliore néanmoins très sensiblement avec une perte -0,67MEUR contre -2,33MEUR en 2018. Le cash-flow opérationnel devient positif mais la trésorerie reste très tendue (1,3MEUR au 31-12-2019). Les résultats publiés sont globalement en ligne avec nos attentes.

Une année de transition et de préparation du futur

Il faut être objectif, le succès commercial de la Vis intelligente (Smart Screw) n'est au rendez-vous et la pénétration du marché US encore très préliminaire. Le concept DSG (chirurgie guidée) doit encore être établi dans l'esprit des chirurgiens du rachis et les orthopédistes. L'offre a besoin de murir. Les nouvelles générations de dispositifs apporteront des fonctionnalités supplémentaires et répondront toujours mieux aux attentes. C'est le cas de DSG Connect ou des futurs produits destinés à la chirurgie dentaire et développés en partenariat avec Adin. Des avancées majeures ont été réalisées, en ligne avec les objectifs. Le partenariat avec la Sorbonne a vu des progrès également dans le domaine de la robotique (maîtrise de mouvements de bras/dispositifs grâce à des boucles de rétrocontrôle limitant les intrusions dans des tissus sensibles). Ce sujet est très « chaud » pour les grands acteurs de la MedTech qui investissent massivement dans la chirurgie robotisée qui doit à terme apporter une aisance accrue et une précision inégalée tout en préservant les patients de la fatigue du chirurgien lors d'interventions de très longue durée.

SpineGuard avait indiqué voici quelques mois avoir sollicité l'accompagnement d'une banque d'affaires pour trouver des partenaires potentiels et valoriser au mieux sa technologie DSG dans ses diverses indications. Il semble que le processus avance bien et que des acteurs soient

France - Medtech

ACHAT

Fair value (EUR)	1,00
Cours (EUR)	0,324
Potentiel	+209%

Lionel Labourdette, PhD, MBA

lionel@biostrategic-research.com

+33 617 965 019

Données boursières (2020-03-24)

ISIN	FR0011464452
Ticker	ALSGD.PA
Cours (EUR)	0,324
Capitalisation (MEUR)	4,1
Flottant (%)	73,0
Capital flottant (MEUR)	3,0
Nombre d'actions (milliers)	12 541
Vol. quotidien moyen (3 m)	320 655

Performance sur 12 mois



Variation (%)	1 m	3 m	12m
Absolute	+0,0	+37,3	-46,4
Rel. à CAC SM190	+26,8	+68,0	-22,7
Rel. à Next Biotech	+29,6	+62,1	-55,9

Données financières (31/12)

MEUR	2018	2019E	2020E	2021E
CA	7,6	6,8	6,9	8,5
EBITDA	-0,9	0,0	0,1	1,0
EBIT	-1,1	-0,2	-0,1	0,7
RN	-2,3	-0,6	-0,4	0,7
BPA (EUR)	-0,31	-0,1	0,0	0,1
Dettes nettes	5,0	4,8	4,7	3,9

Ratios clés

	2018	2019E	2020E	2021E
VE/CA	0,9x	1,2x	1,2x	0,6x
VE/EBITDA	na	na	116,2x	5,6x
VE/EBIT	na	na	na	7,3x
PE	na	na	na	4,7x
ROIC	na	na	na	17%
ROE	na	11%	5%	-9%
VE/IC	1,5x	1,8x	1,9x	1,2x
Gearing	-94%	-85%	-58%	-24%

actuellement en phase d'évaluation des diverses technologies. Il est toujours difficile d'anticiper un calendrier pour la signature d'un deal mais il est fort probable que des annonces soient faites en 2020.

Coronavirus : un impact inévitable mais limité dans le temps

La crise sanitaire actuelle n'épargne aucune région du monde. SpineGuard est touché, comme la quasi-totalité des entreprises, tous secteurs confondus. La question est de savoir quel impact la situation actuelle aura-t-elle sur l'activité du groupe. Il est une évidence sur le très court terme : tous les hôpitaux et cliniques ont décalé toutes les interventions chirurgicales non urgentes. Hors traumatologie, les interventions du rachis sont en grande partie reportées à une date ultérieure, post crise coronavirus. Le T2 et probablement une partie du T3 seront donc sans grosses commandes pour SpineGuard. Cela dit, la chirurgie du rachis n'est pas une chirurgie de complaisance et les patients doivent être opérés. Nous anticipons donc un « trou d'air » temporaire, qui sera suivi d'un fort rebond de la demande en lien avec le « réservoir » de patients qui aura cru durant la crise (patients existants en attente de leur intervention auxquels s'ajouteront les patients ayant atteint un stade de douleur/incapacité rendant incontournable une chirurgie). Le T4 et T1 2021 devraient donc être particulièrement forts.

Procédure de sauvegarde

Faute de renforcement de ses fonds propres par des augmentations de capital « classiques », SpineGuard a fait appel à diverses sources de financement dont des prêts qui ont impacté fortement le résultat net (taux élevés). Cette charge financière n'était pas/plus tenable pour le groupe qui a atteint la capacité d'autofinancement. Avec des échéances proches, il était impossible d'honorer le remboursement des prêts. Cette situation critique a nécessité l'initiation d'une procédure de sauvegarde qui avait pour but de suspendre temporairement le remboursement des divers prêts. Il est important de préciser que la société honore la quasi intégralité des autres engagements (fournisseurs, salaires) et que la continuité de l'activité est assurée. Cette procédure ouvre la porte à la discussion avec les prêteurs pour qu'un nouvel échéancier soit mis en place, compatible avec le développement de l'activité et aux flux futurs tels que l'équilibre atteint en 2019 permet de l'envisager. D'une durée de 6 mois, la sauvegarde devrait se poursuivre selon nous jusqu'à fin 2020 (effet crise coronavirus inclus).

Valorisation et recommandation

Les chiffres publiés sont conformes aux attentes. L'impact de la crise coronavirus est impossible à définir. La pause de l'activité est réelle mais le rebond qui la suivra devrait être d'une très forte amplitude. La question clé est de savoir à quel horizon la pandémie prendra fin. A ce jour, modifier nos anticipations n'a donc pas de réel sens. Une baisse de CA est probable mais, en parallèle, la procédure de sauvegarde protège d'une part importante de la charge financière. Nous préférons donc attendre plus de visibilité pour adapter notre modèle.

Ce qui compte avant tout pour SpineGuard aujourd'hui, c'est de poursuivre les développements et avancer dans les négociations avec des partenaires. Le confinement ne facilitera pas le travail des personnes en charge de ces deux missions mais une partie théorique est faisable à distance. Le niveau actuel du titre (dont la cotation est suspendue pour une durée encore indéterminée) est déconnecté de la valeur intrinsèque de la technologie, que ce soit dans le rachis, le dentaire ou encore la robotique. Nous restons donc confiants dans une issue positive de ce dossier.

Prochaine publication : reprise de la cotation – date encore indéterminée

Profit and Loss

As of 31/12 (EURm)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales	4.44	6.35	7.46	8.17	7.58	7.17	7.63	8.50
Change n-1	-3.9%	43.1%	17.6%	9.5%	-7.3%	-5.3%	6.4%	11.3%
Other revenues	-	-	-	-	-	-	-	-
Total revenues	4.44	6.35	7.46	8.17	7.58	7.17	7.63	8.50
Gross margin	3.78	5.36	6.35	6.95	6.55	6.22	6.68	7.52
EBITDA	-4.26	-3.73	-3.31	-2.66	-0.86	-0.59	-0.02	0.65
Change n-1	-45%	12%	11%	20%	68%	32%	96%	2723%
Depreciation & amortisation	0.23	0.26	0.33	0.31	0.26	0.22	0.22	0.23
Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	-4.48	-3.97	-3.63	-2.96	-1.11	-0.79	-0.24	0.44
Change n-1	-42%	11%	9%	18%	63%	28%	70%	285%
Net financial income	-0.06	0.10	-0.54	-1.16	-1.21	-0.45	-0.24	-0.02
Minorities	-	-	-	-	-	-	-	-
Other	-	-	-	-	-	-	-	-
Net profit before tax	-4.54	-3.88	-4.18	-4.13	-2.32	-1.25	-0.47	0.42
Tax	-	-	-	-	-0.02	-	-	-
Net in come	-4.54	-3.88	-4.18	-4.13	-2.33	-1.25	-0.47	0.42
Change n-1	-29%	15%	-8%	1%	43%	47%	62%	188%
EPS	-1.03	-0.77	-0.82	-0.72	-0.34	-0.12	-0.05	0.04
EPS fully diluted	-1.03	-0.77	-0.75	-0.68	-0.38	-0.11	-0.04	0.04
Gross margin (% of sales)	85.2%	84.5%	85.1%	85.1%	86.5%	86.7%	87.6%	88.4%
EBITDA (% of sales)	na	na	na	na	nm	nm	nm	nm
EBIT (% of sales)	na	na	na	na	nm	nm	nm	nm
Net margin (% of sales)	na	na	na	na	nm	nm	nm	nm

Cash Flow statement

Au 31/12 (MEUR)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Net income	-4.54	-3.88	-4.18	-4.13	-2.33	-1.25	-0.47	0.42
Depreciation and amortisation	0.23	0.26	0.33	0.31	0.26	0.22	0.22	0.23
Goodwill	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Change in WCR	-0.07	0.53	-1.01	0.26	-0.08	0.20	-0.26	-0.04
Others	1.06	0.50	0.83	1.05	1.49	1.16	0.94	0.73
Cash-flow from operations	-3.32	-2.60	-4.03	-2.51	-0.67	0.33	0.44	1.33
Capex	-0.05	-0.20	-0.06	-0.05	-0.05	-0.04	-0.05	-0.05
Free cash flow	-3.37	-2.80	-4.09	-2.56	-0.72	0.28	0.39	1.28
Acquisitions	-0.05	-0.37	-0.09	-	-	-	-	-
Divestments	-	-	0.01	-	-	-	-	-
Dividends	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital increase	0.79	2.64	0.42	2.21	1.68	0.50	0.20	-
Financing(bank and others)	0.01	2.76	2.87	0.01	4.64	-	-	-
Others	-1.27	-1.51	-0.54	-0.26	-5.73	-0.32	-2.36	-2.53
Change in cash over the period	-3.89	0.72	-1.42	-0.61	-0.13	0.47	-1.77	-1.26
Opening cash position	6.40	2.51	3.23	1.80	1.19	1.05	1.52	-0.26
Closing cash position	2.51	3.23	1.80	1.19	1.06	1.52	-0.26	-1.51

Balance sheet

Au 31/12 (MEUR)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Fixed assets	0.06	0.21	0.18	0.14	0.12	0.09	0.06	0.03
Intangible assets	1.09	1.26	1.11	0.90	0.72	0.58	0.45	0.31
Goodwill	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08	3.08
Financial assets	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Inventories	0.65	0.59	1.02	0.81	0.84	0.71	0.76	0.84
Account receivables	0.68	0.94	1.41	1.38	1.32	1.21	1.28	1.43
Other receivables	0.38	0.54	0.68	0.54	0.59	0.55	0.52	0.55
Cash and cash equivalents	2.51	3.23	1.80	1.19	1.06	1.53	-0.25	-1.50
Prepaid expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
Other non-current assets	0.12	0.06	0.13	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13
Total assets	8.56	9.92	9.41	8.15	7.86	7.88	6.04	4.88
Equity	5.77	4.74	1.19	-0.20	-5.35	-6.24	-8.72	-8.84
Others	-	-	-	-	4.86	5.18	7.54	10.08
Provisions	0.04	0.05	0.07	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
Financial debt	1.45	2.99	6.00	6.23	6.07	6.97	5.16	1.41
Account payables	0.72	1.10	1.19	1.04	1.16	0.91	0.97	1.08
Other debts	0.58	1.04	0.96	0.98	0.81	0.76	0.77	0.85
Deferred income and other liabilities	-	-	-	0.06	0.26	0.26	0.26	0.26
Total liabilities	8.56	9.92	9.41	8.15	7.86	7.88	6.04	4.88

IMPORTANT INFORMATION

Responsibility for this publication

This publication has been prepared under the only responsibility of BioStrategic Partners.

Recipient

This publication is exclusively designed for "Eligible Counterparties" or "Business Customers". It is not designed to be distributed or transmitted, directly or indirectly, to "Retail Customers".

Absence of investment advice

This publication has been produced for information only and does not represent investment advice, given that it has been prepared without knowledge of the financial situation, asset position or any other personal circumstance of the persons who may receive it.

Absence of buy or sell offering of financial instruments

This publication does not represent an offering or an incentive to buy or sell the financial instruments outlined in it.

Reliability of information

Every precaution has been taken by Biostrategic Partners to ensure that the information contained in this publication come from sources considered reliable. Unless otherwise specifically indicated in this publication, all opinions, estimations and forecasts given, are those of Biostrategic Partners at that date and may be revised without prior notice.

Exemption from liability

Neither Biostrategic Partners nor SwissLife Banque Privée shall be liable for any damage that may result from the incorrect or incomplete nature of this publication. Neither Biostrategic Partners or SwissLife Banque Privée is not liable for any investment decisions, regardless of their nature, made by the users of this publication on its basis.

Transfer and distribution of this publication

This document was sent, prior to its publication, to the issuer of the financial instruments to which it refers. This document may not be reproduced, distributed or published in whole or in part without the prior written consent of Biostrategic Partners and SwissLife Banque Privée.

Warning concerning performance

Investors should note that any income from financial instruments can fluctuate and that prices can fall as well as rise. Past and simulated performance does not guarantee future performance.

Detection of potential conflicts of interest

Company	Potential conflicts of interest with Biostrategic Partners						
	a)	b)	c)	d)	e)	f)	g)
SPINEGUARD	No	No	No	No	Yes	No	No

The analyst has a familial relationship with a founding partner of IPF Partners who holds SpineGuard' bonds with warrants attached

- a) Biostrategic Partners has participated or is participating, either as lead manager or member of an investment or guarantee syndicate for a financial transaction, either as advisor of a public offering over the last twelve months or as Listing Sponsor of the company.
- b) Biostrategic Partners holds an investment stake greater than or equal to 5% in the capital of the company under analysis.
- c) The company who is the subject of this analysis holds an investment stake greater than or equal to 5% in Biostrategic Partners.
- d) Biostrategic Partners and/or one of its affiliates is/are liquidity provider(s) or market maker(s) for (one of) the company's financial instrument/s.
- e) Biostrategic Partners has agreed with the company to provide a service of production and distribution of analysis regarding the company.
- f) Biostrategic Partners has modified its conclusions after notifying the company before its distribution of this analysis.
- g) The person/s responsible for the analysis, a director or a member of the Board of Directors of Biostrategic Partners is a manager, director or member of the Board of Directors of the company.

Company	Potential conflicts of interest with SwissLifeBanquePrivée						
	a)	b)	c)	d)	e)	f)	g)
SPINEGUARD	Yes	No	No	Yes	No	No	No

- a) SwissLife Banque Privée has participated or is participating, either as lead manager or member of an investment or guarantee syndicate for a financial transaction, either as advisor of a public offering over the last twelve months or as Listing Sponsor of the company.
- b) SwissLife Banque Privée holds an investment stake greater than or equal to 5% in the capital of the company under analysis.
- c) The company who is the subject of this analysis holds an investment stake greater than or equal to 5% in SwissLife Banque Privée.
- d) SwissLife Banque Privée and/or one of its affiliates is/are liquidity provider(s) or market maker(s) for (one of) the company's financial instrument/s.
- e) SwissLife Banque Privée has agreed with the company to provide a service of production and distribution of analysis regarding the company.
- f) SwissLife Banque Privée has modified its conclusions after notifying the company before its distribution of this analysis.
- g) The person/s responsible for the analysis, a director or a member of the Board of Directors of SwissLife Banque Privée is a manager, director or member of the Board of Directors of the company.

Swiss Life Banque Privée

Société Anonyme au capital de 37.092.080 €
Code établissement bancaire n°11 238
RCS Paris 382 490 001
7. place Vendôme - F 75041 Paris Cedex 01 – France
Tél. : +33 1 53 29 14 14

BioStrategic Partners SAS

Société par Actions Simplifiée au capital de 30. 000 €
RCS Paris 530 430 487
140 bis. rue de Rennes - F 75006 Paris – France
Tél. : +33 6 17 96 50 19

BioStrategic Research est une marque déposée de BioStrategic Partners SAS