

## Flash valeur – 16 Septembre 2020

### SPINEGUARD

S1 : Covid

- Des ventes logiquement impactées par la crise sanitaire
- Une perte limitée grâce à une bonne maîtrise des dépenses
- Le S2 devrait voir un rebond d'activité

#### De nombreuses interventions annulées sur la période mars-mai

SpineGuard avait publié le 9/07 son CA du S1 qui s'établissait à 2,28MEUR, en repli marqué de -34% (-50% pour le seul T2). Sans surprise, l'activité fut durement impactée par la crise sanitaire qui a imposé le report de la plupart des chirurgies du rachis afin de libérer de la capacité d'accueil des patients Covid dans les services de réanimation des hôpitaux publics et privés. La Chine n'a généré aucune vente, les partenaires locaux ayant des stocks constitués avant la période de confinement. Pour les 6 premiers mois le groupe publie un taux de marge brute stable (84,1% vs 84,6% au S1 2019).

#### Une perte opérationnelle maîtrisée

La période de confinement a imposé une activité partielle des divers services. Le repli des ventes a un impact direct sur la rémunération variable des agents notamment. L'équipe a limité ses déplacements, les opérations de promotion ont été moins nombreuses induisant une baisse globale des frais commerciaux de 30% environ. Les fonctions administratives ont été moins sollicitées et voient également leurs coûts diminuer de -15% environ. Si le télétravail rendait possible une activité « documentaire », l'activité R&D fut également impactée avec notamment la fermeture temporaire des laboratoires de robotique de la Sorbonne se traduisant par une baisse des dépenses R&D de 35% environ.

La chute des ventes était inévitable mais la bonne maîtrise des coûts permet de limiter la perte opérationnelle courante à -0,56 MEUR (vs -0,41 MEUR). La procédure de sauvegarde a induit cependant des frais non récurrents proches de 0,6 MEUR. Le management a négocié avec ses prêteurs (Norgine, FEI) un décalage de l'audience devant le Tribunal de commerce au T4 en contrepartie du paiement des intérêts courus. La charge financière pèse donc encore sur les comptes et la perte nette ressort à -1,39 MEUR (vs -0,81MEUR).

#### Un retour progressif à une situation « normale »

Contrairement à certains secteurs qui ont connu des baisses d'activité temporaires peu ou très difficilement rattrapables (loisirs, transports, restauration/hôtellerie par exemple), les déformations du rachis de la quasi-totalité des patients en souffrance n'ont pas disparu durant la période de confinement. Les interventions chirurgicales ont donc été replanifiées et le besoin en dispositif médicaux (implants et ancillaires) reste intact. Les ventes devraient donc reprendre progressivement, conditionnées néanmoins par la capacité d'accueil des blocs opératoires et l'impact des protocoles de désinfection appliqués pour prévenir des risques de contamination par le Covid-19 (limitent le nombre d'interventions dans une journée).

Il existe également une incertitude quant au rebond observé de la propagation du virus qui a déjà nécessité des restrictions de mobilité, voire

### France - Medtech

ACHAT

Fair value (EUR)	0,85
Cours (EUR)	0,172
Potentiel	+ 394%

Lionel Labourdette, PhD, MBA

lionel@biostrategic-research.com

+33 617 965 019

#### Données boursières (15-09-2020)

ISIN	FR0011464452
Ticker	ALSGD.PA
Cours (EUR)	0,172
Capitalisation (MEUR)	3,6
Flottant (%)	87,3
Capital flottant (MEUR)	3,1
Nombre d'actions (milliers)	20 848
Vol. quotidien moyen (3 m)	152 839

#### Performance sur 12 mois



Variation (%)	1 m	3 m	12m
Absolute	-13,6%	-21,5%	-35,1%
Rel. à CAC SM190	-14,2%	-26,2%	-27,0%
Rel. à Next Biotech	-0,2%	-4,0%	-39,5%

#### Données financières (31/12)

MEUR	2019	2020E	2021E	2022E
CA	6,8	5,4	7,9	10,0
EBITDA	-0,1	-0,8	0,5	1,1
EBIT	-0,4	-1,0	0,2	0,8
RN	-0,7	-1,7	-0,1	0,6
BPA (EUR)	-0,05	-0,08	0,00	0,03
Dettes nettes	4,7	4,9	3,1	4,4

#### Ratios clés

	2019	2020E	2021E	2022E
VE/CA	1,1x	1,6x	0,8x	0,8x
VE/EBITDA	na	na	12,4x	7,1x
VE/EBIT	na	na	26,9x	9,7x
PE	na	na	na	6,0x
ROIC	-9%	na	5%	17%
ROE	12%	30%	2%	-6%
VE/IC	1,5x	1,7x	1,4x	1,6x
Gearing	-84%	-85%	-49%	-43%

des décisions de confinement total comme très récemment en Israël.

En marge des gammes historiques DSG Connect (tablette connectée au dispositif de forage et ayant obtenu le marquage CE en avril dernier) connaît un lancement plus lent qu'anticipé avant la crise sanitaire. L'accès aux blocs opératoires est en effet restreint aux seuls personnels soignants rendant impossible l'accompagnement des chirurgiens par les équipes de SpineGuard. Si les premiers retours de chirurgiens sont très positifs, la diffusion de l'information et le partage d'expérience entre les médecins sont moindres, d'autant plus que certains congrès de chirurgie orthopédique ont été annulés ou se déroulent en mode « virtuel », une organisation peu propice aux discussions et autres échanges entre les fournisseurs de matériel médical et les médecins (ceci touche tous les acteurs du secteur MedTech).

### **Visibilité financière**

Au 30 juin, la trésorerie s'établit à 1,12 MEUR. La société a sécurisé une nouvelle ligne de financement de 2,4 MEUR qui donne une visibilité jusqu'à mi-2022. Sans aggravation sanitaire mondiale, le groupe devrait selon nous revenir sur son objectif d'équilibre opérationnel à horizon fin 2021.

### **Valorisation et recommandation**

Lors de la publication du CA en juillet dernier, le management avait évoqué la mise en œuvre d'une gestion rigoureuse des coûts durant la période de confinement. Les chiffres publiés sont donc sans grande surprise. La période reste néanmoins complexe pour le secteur et l'activité de nombreux acteurs dépendante de celle des hôpitaux. Si la situation semble assez stable en Europe, la visibilité aux US n'est pas optimale et la résurgence du virus dans certains états est susceptible d'impacter les plannings d'interventions. Cela dit, les patients en souffrance doivent être opérés et il sera difficile de repousser sans cesse les interventions. Nous restons donc sur notre scénario conservateur pour 2020E avec des ventes annuelles estimées à 5.4 MEUR (-21%).

La création de valeur est évidemment dépendante des ventes de la gamme PediGuard mais la technologie DSG peut et doit devenir un « must have » en chirurgie assistée (robots). Les développements dans ce domaine avancent de façon très satisfaisante et la collaboration avec la Sorbonne se déroule de façon optimale (tests de la version 2 en cours). Tôt ou tard, cette propriété intellectuelle sera valorisée auprès d'acteurs MedTech de premier rang. La société avance en ce sens dans les prises de contacts avec des partenaires potentiels. Des discussions sont en cours, avec l'accompagnement de la banque d'affaires Healthios Capital.

Le titre s'échange sur des niveaux totalement déconnectés de la valeur intrinsèque des actifs. Une rapide comparaison sectorielle révèle une décote anormale que la situation actuelle ne peut expliquer. La procédure de sauvegarde doit en effet permettre de renégocier l'échéancier de remboursement de la dette. La continuité d'activité n'est en aucune manière remise en question. Nous restons donc positifs sur le titre. Nous avons ajusté notre objectif de cours pour tenir compte des dilutions successives résultant des tirages de tranches d'OCAP. Il ressort désormais à 0,85 EUR, soit un potentiel d'appréciation de + 394%.

*Prochaine publication : CA du T3 – 15 octobre 2020*

## Profit and Loss

As of 31/12 (EURm)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Sales</b>	<b>6.35</b>	<b>7.46</b>	<b>8.17</b>	<b>7.58</b>	<b>6.83</b>	<b>5.37</b>	<b>7.95</b>	<b>10.00</b>
Change n-1	43.1%	17.6%	9.5%	-7.3%	-9.9%	-21.4%	48.0%	25.8%
Other revenues	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total revenues</b>	<b>6.35</b>	<b>7.46</b>	<b>8.17</b>	<b>7.58</b>	<b>6.83</b>	<b>5.37</b>	<b>7.95</b>	<b>10.00</b>
Gross margin	5.36	6.35	6.95	6.55	5.77	4.59	7.01	8.89
<b>EBITDA</b>	<b>-3.73</b>	<b>-3.31</b>	<b>-2.66</b>	<b>-0.86</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.76</b>	<b>0.54</b>	<b>1.13</b>
Change n-1	12%	11%	20%	68%	84%	-460%	171%	-108%
Depreciation & amortisation	0.26	0.33	0.31	0.26	0.30	0.29	0.29	0.30
Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>-3.97</b>	<b>-3.63</b>	<b>-2.96</b>	<b>-1.11</b>	<b>-0.43</b>	<b>-1.05</b>	<b>0.25</b>	<b>0.83</b>
Change n-1	11%	9%	18%	63%	61%	-143%	124%	-232%
Net financial income	0.10	-0.54	-1.16	-1.21	-0.64	-0.69	-0.36	-0.23
Minorities	-	-	-	-	-	-	-	-
Other	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net profit before tax</b>	<b>-3.88</b>	<b>-4.18</b>	<b>-4.13</b>	<b>-2.32</b>	<b>-1.07</b>	<b>-1.74</b>	<b>-0.11</b>	<b>0.60</b>
Tax	-	-	-	-0.02	0.39	-	-	-
<b>Net in come</b>	<b>-3.88</b>	<b>-4.18</b>	<b>-4.13</b>	<b>-2.33</b>	<b>-0.69</b>	<b>-1.74</b>	<b>-0.11</b>	<b>0.60</b>
Change n-1	15%	-8%	1%	43%	71%	-154%	94%	646%
EPS	-0.77	-0.82	-0.72	-0.34	-0.05	-0.08	-0.01	0.03
EPS fully diluted	-0.77	-0.75	-0.68	-0.38	-0.05	-0.08	0.00	0.03
Gross margin (% of sales)	84.5%	85.1%	85.1%	86.5%	84.5%	85.5%	88.1%	88.9%
EBITDA (% of sales)	na	na	na	na	na	na	7%	11%
EBIT (% of sales)	na	na	na	na	na	na	3%	8%
Net margin (% of sales)	na	na	na	na	na	na	na	6%

## Cash Flow statement

Au 31/12 (MEUR)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>Net income</b>	<b>-3.88</b>	<b>-4.18</b>	<b>-4.13</b>	<b>-2.33</b>	<b>-0.69</b>	<b>-1.74</b>	<b>-0.11</b>	<b>0.60</b>
Depreciation and amortisation	0.26	0.33	0.31	0.26	0.30	0.29	0.29	0.30
Goodwill	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Change in WCR	0.53	-1.01	0.26	-0.08	0.27	-0.60	-0.37	-0.14
Others	0.50	0.83	1.05	1.49	0.71	1.01	0.67	0.54
<b>Cash-flow from operations</b>	<b>-2.60</b>	<b>-4.03</b>	<b>-2.51</b>	<b>-0.67</b>	<b>0.60</b>	<b>-1.05</b>	<b>0.49</b>	<b>1.30</b>
Capex	-0.20	-0.06	-0.05	-0.05	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08
<b>Free cash flow</b>	<b>-2.80</b>	<b>-4.09</b>	<b>-2.56</b>	<b>-0.72</b>	<b>0.52</b>	<b>-1.13</b>	<b>0.41</b>	<b>1.22</b>
Acquisitions	-0.37	-0.09	-	-	-0.15	-	-	-
Divestments	-	0.01	-	-	-	-	-	-
Dividends	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital increase	2.64	0.42	2.21	1.68	1.75	-	-	-
Financing (bank and others)	2.76	2.87	0.01	4.64	0.22	-	-	-
Others	-1.51	-0.54	-0.26	-5.73	-1.54	-	-2.36	-2.53
<b>Change in cash over the period</b>	<b>0.72</b>	<b>-1.42</b>	<b>-0.61</b>	<b>-0.13</b>	<b>0.80</b>	<b>-1.13</b>	<b>-1.96</b>	<b>-1.31</b>
Opening cash position	2.51	3.23	1.80	1.19	1.05	2.01	0.88	-1.08
Closing cash position	3.23	1.80	1.19	1.06	1.85	0.88	-1.08	-2.39

## Balance sheet

Au 31/12 (MEUR)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Fixed assets	0.21	0.18	0.14	0.12	0.63	0.56	0.48	0.40
Intangible assets	1.26	1.11	0.90	0.72	0.72	0.59	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	0.59	1.02	0.81	0.84	0.66	0.53	0.79	0.99
Account receivables	0.94	1.41	1.38	1.32	0.95	0.90	1.34	1.68
Other receivables	0.54	0.68	0.54	0.59	0.55	0.50	0.39	0.58
Cash and cash equivalents	3.23	1.80	1.19	1.06	1.40	0.27	-1.68	-2.99
Prepaid expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
Other non-current assets	0.06	0.13	0.12	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12
<b>Total assets</b>	<b>9.92</b>	<b>9.41</b>	<b>8.15</b>	<b>7.86</b>	<b>8.12</b>	<b>6.56</b>	<b>4.97</b>	<b>4.17</b>
Equity	4.74	1.19	-0.20	-5.35	-5.57	-5.76	-6.36	-10.15
Others	-	-	-	4.86	5.78	5.78	8.15	10.68
Provisions	0.05	0.07	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05
Financial debt	2.99	6.00	6.23	6.07	6.08	5.16	1.41	1.41
Account payables	1.10	1.19	1.04	1.16	1.04	0.68	1.01	1.27
Other debts	1.04	0.96	0.98	0.81	0.62	0.52	0.60	0.80
Deferred income and other liabilities	-	-	0.06	0.26	0.11	0.11	0.11	0.11
<b>Total liabilities</b>	<b>9.92</b>	<b>9.41</b>	<b>8.15</b>	<b>7.86</b>	<b>8.12</b>	<b>6.56</b>	<b>4.97</b>	<b>4.17</b>

**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)
<b>SPINEGUARD</b>	<b>No</b>	<b>No</b>	<b>No</b>	<b>No</b>	<b>Yes</b>	<b>No</b>	<b>No</b>

*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)
<b>SPINEGUARD</b>	<b>Yes</b>	<b>No</b>	<b>No</b>	<b>Yes</b>	<b>No</b>	<b>No</b>	<b>No</b>

- 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