

Flash valeur – 26 Avril 2021

SPINEGUARD

Vers le SpineGuard 2.0

- Pandémie : une sortie du tunnel au S2
- Une visibilité améliorée sur les projets en robotique
- De nouveaux gisements de valeur à prendre en compte

Un business toujours soumis à court terme aux aléas de la pandémie

Au niveau mondial, la crise sanitaire n'a épargné aucune zone et impacté de façon dramatique l'activité et l'organisation des établissements de soins publics et privés. Le besoin urgent d'accueil des patients Covid et la mobilisation des unités de réanimation pour gérer les cas sévères ont logiquement bouleversé les plannings des blocs opératoires. De nombreuses interventions chirurgicales jugées « non urgentes » ont été déprogrammées induisant une baisse inévitable des ventes de nombreux dispositifs médicaux (implants par exemple). En marge de ces décalages calendaires, de nombreux patients (toutes pathologies confondues) ont annulé des consultations ou préféré ne pas se rendre dans un environnement hospitalier par crainte de contracter le virus. Des diagnostics tardifs ont été réalisés chez de nombreuses personnes avec pour conséquence dramatique une perte de chance (cancérologie par exemple).

En termes de chronologie, depuis un an, la pandémie a mis à rude épreuve les équipes de soins. La seconde puis la troisième vague de contamination (pays occidentaux) ont à nouveau perturbé les plannings des chirurgiens qui n'ont pu exercer sereinement. SpineGuard a ainsi subi des variations significatives de son activité. Après un exercice 2020 en repli, les ventes du T1 ont également marqué le pas (-23,8%), en particulier aux US (-29%). En Europe la situation était néanmoins plus favorable (+21%) mais les confinements répétés limiteront sans nul doute les ventes sur le T2.

La vaccination des populations à grande échelle devrait permettre un retour à une situation sanitaire plus sereine et *de facto* contribuer à la remise en pleine activité de tous les services de chirurgie dont ceux d'orthopédie. Il est probable que la situation évolue à une vitesse différente suivant les pays mais globalement, tout laisse à penser que la crise sanitaire s'atténue à mi-année et que le S2 voit un fort rebond des chirurgies du rachis. Nous restons donc confiants dans la capacité du groupe à délivrer une croissance sur l'exercice. Nous avons cependant révisé à la baisse nos anticipations de Chiffres d'Affaires qui n'intégraient pas encore la 3^{ème} vague qui a imposé une 3^{ème} confinement en France et dans d'autres pays européens, à défaut de la prolongation ou du durcissement des mesures restrictives déjà en place.

2021E doit voir la préparation du lancement de DSG Connect (Europe et Etats-Unis), une optimisation de la gamme PediGuard dont les signaux pourront désormais être suivis visuellement à l'aide d'une tablette (apporter un confort supplémentaire au chirurgien ainsi que permettre l'enregistrement de la procédure). Cette innovation apporte un vent nouveau sur la gamme PediGuard et s'aligne sur la tendance de « l'objet connecté » (ou sans fil) qui s'enracine chaque jour un peu plus dans les sphères personnelles ou professionnelles. Si le fondement technologique reste intact

France - Medtech

ACHAT

Fair value (EUR)	2,15 (vs 0,85)
Cours (EUR)	1,464
Potentiel	+46,9%

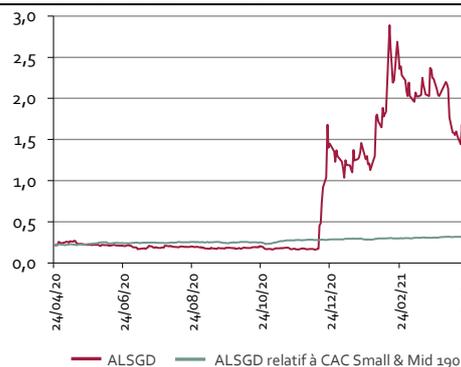
Lionel Labourdette, PhD, MBA

lionel@biostrategic-research.com
+33 617 965 019

Données boursières (23-04-2021)

ISIN	FR0011464452
Ticker	ALSGD.PA
Cours (EUR)	1,464
Capitalisation (MEUR)	34,0
Flottant (%)	90,0
Capital flottant (MEUR)	32,3
Nombre d'actions (milliers)	24 512
Vol. quotidien moyen (3 m)	2 368 151

Performance sur 12 mois



Variation (%)	1 m	3 m	12m
Absolute	-37,7	+16,2	+577,8
Rel. à CAC SM190	-40,7	+5,4	+531,8
Rel. à Next Biotech	-37,2	+28,0	+584,3

Données financières (31/12)

MEUR	2020	2021E	2022E	2023E
CA	4,9	5,6	6,7	8,1
EBITDA	-1,5	-0,3	0,3	0,9
EBIT	-1,8	-0,6	0,0	0,6
RN	-2,7	-1,2	-0,4	0,4
BPA (EUR)	-0,10	-0,04	-0,01	0,01
Dette nette	4,4	3,2	1,5	0,1

Ratios clés

	2020	2021E	2022E	2023E
VE/CA	8,0x	7,1x	5,8x	4,6x
VE/EBITDA	na	na	116,2x	39,5x
VE/EBIT	na	na	1534x	59,3x
PE	na	na	na	105,3x
ROIC	na	na	na	16%
ROE	na %	na	na	8%
VE/IC	9,5x	9,0x	9,2x	9,2x
Gearing	na	220%	49%	2%

un discours nouveau autour de la gamme PediGuard devrait contribuer à une commercialisation plus active et soutenir les ventes futures de cette première génération de dispositifs DSG.

La récente publication des résultats annuels et la présentation des perspectives par le management nous ont permis d'affiner nos anticipations de structure de coûts. Si les investissements seront soutenus en R&D et en marketing (notamment aux Etats-Unis), l'atteinte de l'équilibre reste un objectif du management. Après une année de pertes importantes (baisse de l'activité doublée de frais non-récurrents liés à la procédure de sauvegarde), nous pensons que l'année 2021E verra une perte sensiblement réduite. Nous attendons que cette amélioration opérationnelle se traduise en 2022E par un bénéfice opérationnel.

CA et REX prévisionnels (en MEUR – anciennes prévisions en rose)

	2020	2021E	2021E	2022E	2022E	2023E	2023E
Chiffres d'Affaires	4,85	5,55	7,95	6,71	10,00	8,14	11,50
Résultat Opérationnel	-1,84	-0,63	0,25	0,03	1,00	0,63	1,61

Source : BioStrategic Research

Les nouvelles applications DSG désormais mieux identifiées

Lors de la visioconférence du 8 avril dernier, le management a fait état de l'avancée de ses programmes R&D. Nous avons identifié plusieurs signaux très positifs qui apportent désormais une visibilité sur les potentielles applications de la technologie DSG (prototypes de dispositifs testés) ainsi que sur leur calendrier probable de mise sur le marché. Ces avancées dans les développements sont à mettre en regard d'une sécurisation de la propriété intellectuelle comme par exemple l'approbation récente de brevets sur la mesure de la qualité osseuse en Europe (qui s'ajoute à 5 brevets déjà accordés aux Etats-Unis et en Asie).

- **Collaboration avec le laboratoire de robotique de la Sorbonne** : le programme délivre des résultats très encourageants (adaptation des équipements du bras, optimisation des algorithmes). Des tests applicatifs comme le placement automatisé de vis intelligentes (Smart Screw) ou encore la coupe maîtrisée de segments osseux deviennent envisageables en 2022.
- **Intégration du programme européen FAROS** (Functionally Accurate Robotic Surgery) : la sortie de la procédure de sauvegarde a permis de rejoindre ce projet ambitieux de développement d'un robot chirurgical autonome qui sera doté de « sens » comparables à ceux des humains. La technologie DSG et les boucles de rétrocontrôle qu'elle permettront de mettre en place pour sécuriser les mouvements des instruments sont en parfait alignement avec les objectifs de ce programme.
- **Implantologie dentaire** : le partenariat avec Confident ABC délivre comme prévu. Les premiers prototypes ont été validés. Le partenaire a sécurisé un financement pour mener à bien le projet. Une commercialisation des premiers dispositifs pourrait être envisagée en début d'année prochaine.
- **Perceuse universelle intelligente** : il s'agit d'un projet qui bénéficie des avancées des autres programmes. Ce dispositif permettra d'adresser la chirurgie du rachis mais également l'orthopédie au sens large. Le calendrier est plus lointain avec une homologation prévue en 2023E pour une commercialisation en 2024E.

- **Mesure de la qualité osseuse** : il s’agit d’un sujet clé chez des patient(e)s souffrant d’ostéoporose, une pathologie qui rend toute chirurgie orthopédique délicate/complex. La validation du concept doit encore être faite, idéalement au travers d’un partenariat.
- **Navigation par ultrasons** : visualiser en temps réel les tissus/organes est essentiel lors d’une intervention mais l’irradiation par les rayons X du patient mais également de l’équipe médicale reste un sujet très sensible au bloc opératoire. SpineGuard a développé un concept original basé sur des ultrasons qui permettrait d’avoir une image en temps réel sans les effets secondaires des rayonnements X. Un partenariat est également envisagé pour développer ce concept qui peut devenir révolutionnaire.

Si SpineGuard a initié des développements dans diverses indications, il faut appréhender selon nous la technologie DSG comme un concept qui peut/doit intégrer des équipements existants ou faire partie intégrante de nouvelles générations de robots. La valeur d’usage dépendra donc de ce que les partenaires potentiels souhaiteront réaliser en optimisant des actifs existants ou en créant des dispositifs *de novo*. Le plus important pour le groupe aujourd’hui est de valider les concepts et de proposer à des tiers une offre la plus polyvalente possible, stratégie qui permettra de stratifier les marchés et donc de maximiser la création de valeur (accords de licences dans des indications spécifiques). Hormis dans les applications dentaires, il est encore prématuré de faire des projections fiables sur les revenus futurs de toutes ces applications de la technologies DSG. Cela dit, la valeur intrinsèque de ces actifs est réelle et se doit d’être désormais considérée.

Valorisation et recommandation

Selon nous, l’année 2020 est une année charnière pour SpineGuard qui affiche désormais une image revisitée. Au travers de ses innovations le groupe se positionne plus clairement sur un segment très actif de l’industrie Medtech : la robotique et ses équipements dérivés. Nous n’avons jusque-là pas pris en compte la valeur de ces projets/actifs par manque de visibilité. La situation change radicalement avec la communication récente et la société doit aujourd’hui être regardée sous un nouvel angle de création de valeur. Le business historique reste présent et offre une base de valeur indiscutable, limitée néanmoins ou plutôt dépendante de la capacité de déploiement dans un environnement difficile (grands groupes aux catalogues très vastes disposant d’accords-cadres avec de nombreux hôpitaux, notamment aux Etats-Unis). Compte tenu des avancées en robotique, nous pensons aujourd’hui pertinent d’accorder à SpineGuard une prime significative au regard de l’intérêt que ses divers programmes DSG peuvent susciter auprès d’acteurs disposant d’une franchise dans la robotique ou souhaitant se positionner avec une offre différenciante. Les partenariats ou rachats témoignent de cette appétence pour des sociétés innovantes, même en phase précoce de déploiement commercial. L’un des atouts de DSG est la possibilité de son implémentation sur une base installée d’équipements (apporter une fonction supplémentaire). Cette situation devrait donc être propice à un déploiement rapide pour un acteur de premier plan qui a déjà vendu des robots à un grand nombre d’établissements de soins (publics ou privés).

Exemple de deals dans le domaine de la Robotique Santé (en MUSD)

Date	Acquéreur	Cible	Activité	Deal
Oct. 2019	Siemens	Corindus Vascular Robotics	Robot vasculaire	1 100
Sept. 2019	Stryker	Mobius/Cardian Robotics	Robot et navigation	500
Mars 2019	J&J	Auris Surgical Robots	Endoscopie robotisée	3 400
Oct. 2018	Medtronic	Mazor Robotics	Guidage chirurgie rachis	1 640
Juil. 2016	ZimmerBiomet	Medtech	Robot chirurgie du cerveau/rachis	195

Source : BioStrategic Research

Notre valorisation DCF de l'activité historique (PediGuard, vis intelligente), basée sur un scénario prudent, donne une Valeur d'Entreprise proche de 22MEUR, soit une valeur des fonds propres de 17MEUR. Cette valorisation ne tient pas compte des revenus futurs issus des ventes des nouveaux dispositifs intégrant la technologie DSG, qu'ils soient propriétaires (vente par SpineGuard) ou développés par des tiers (partenariats ou licences/cessions).

Concernant les activités robotiques (et dérivés), il faut regarder la technologie DSG comme un « add-on » sur des dispositifs existants ou en développement. Il serait donc irréaliste de prendre comme base de valorisation des sociétés rachetées pour leur robot (Mazor, la française Medtech ou encore Mako). Nous n'avons pas identifié dans le secteur de deal qui pourrait s'apparenter à la cession d'une brique technologique venant compléter un ensemble/dispositif complexe. Nous pensons que la brique DSG permettra à des acteurs de la robotique de préserver une part de marché ou leur offrira l'opportunité de pénétrer la sphère santé grâce au caractère différenciant de la technologie. DSG doit donc être évaluée comme une « partie » d'un actif. Lui attribuer entre 1 et 5% de la valeur de transaction de rachats majeurs du secteur nous semblerait ainsi pertinent. Nous avons retenu les transactions Medtronic-Mazor Robotics et J&J-Auris Surgical Robotics comme base pour notre évaluation. La fourchette obtenue est assez large (25 à 125 MUSD) mais une valeur de 30 à 40 MEUR nous semblerait juste compte tenu de l'état de l'art et du potentiel applicatif.

La somme des parties (DCF PediGuard + DSG) se situe dans une fourchette de 47 à 57MEUR. Nous retiendrons de façon conservatrice 50MEUR, soit environ 2,15EUR/action en base diluée.

SpineGuard est en passe de réussir sa métamorphose et de changer la perception par le marché d'une part mais surtout va devenir plus visible auprès des acteurs clés du secteur Medtech. Il est donc évident que les investisseurs seront amenés à reconnaître cette equity story très réaliste. Nous sommes donc très confiants sur le dossier et renouvelons notre opinion positive avec un nouvel objectif de cours de 2,15EUR/action (vs 0,85EUR).

Prochaine communication : CA S1 le 7 juillet 2021 (après bourse)

Profit and Loss

As of 31/12 (EURm)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales	7,46	8,17	7,58	6,83	4,85	5,55	6,71	8,14
Change n-1	17,6%	9,5%	-7,3%	-9,9%	-29,0%	14,4%	20,9%	21,3%
Other revenues	-	-	-	-	-	-	-	1,00
Total revenues	7,46	8,17	7,58	6,83	4,85	5,55	6,71	9,14
Gross margin	6,35	6,95	6,55	5,77	4,04	4,81	5,82	7,08
EBITDA	-3,31	-2,66	-0,86	-0,14	-1,49	-0,33	0,33	0,94
Change n-1	11%	20%	68%	84%	-993%	78%	202%	-183%
Depreciation & amortisation	0,33	0,31	0,26	0,30	0,35	0,30	0,31	0,32
Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	-3,63	-2,96	-1,11	-0,43	-1,84	-0,63	0,03	0,63
Change n-1	9%	18%	63%	61%	-326%	66%	104%	-2393%
Net financial income	-0,54	-1,16	-1,21	-0,64	-0,84	-0,53	-0,40	-0,28
Minorities	-	-	-	-	-	-	-	-
Other	-	-	-	-	-	-	-	-
Net profit before tax	-4,18	-4,13	-2,32	-1,07	-2,68	-1,16	-0,38	0,35
Tax	-	-	-0,02	0,39	-0,04	-	-	-
Net in come	-4,18	-4,13	-2,33	-0,69	-2,72	-1,16	-0,38	0,35
Change n-1	-8%	1%	43%	71%	-296%	57%	67%	193%
EPS	-0,82	-0,72	-0,34	-0,05	-0,12	-0,05	-0,01	0,01
EPS fully diluted	-0,75	-0,65	-0,31	-0,05	-0,10	-0,04	-0,01	0,01
Gross margin (% of sales)	85,1%	85,1%	86,5%	84,5%	83,2%	86,6%	86,8%	87,0%
EBITDA (% of sales)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5,0%	11,6%
EBIT (% of sales)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0,4%	7,7%
Net margin (% of sales)	NA	4,3%						

Cash Flow statement

Au 31/12 (MEUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net income	-4,18	-4,13	-2,33	-0,69	-2,72	-1,16	-0,38	0,35
Depreciation and amortisation	0,33	0,31	0,26	0,30	0,35	0,30	0,31	0,32
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Change in WCR	-1,01	0,26	-0,08	0,27	0,64	-0,51	0,34	0,29
Others	0,83	1,05	1,49	0,71	1,04	0,88	0,75	0,68
Cash-flow from operations	-4,03	-2,51	-0,67	0,60	-0,68	-0,48	1,03	1,63
Capex	-0,06	-0,05	-0,05	-0,08	-0,05	-0,08	-0,08	-0,08
Free cash flow	-4,09	-2,56	-0,72	0,52	-0,73	-0,56	0,95	1,55
Acquisitions	-0,09	-	-	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
Divestments	0,01	-	-	-	-	-	-	-
Dividends	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital increase	0,42	2,21	1,68	1,75	1,75	2,00	1,00	-
Financing (bank and others)	2,87	0,01	4,64	0,22	0,01	-	-	-
Others	-0,54	-0,26	-5,73	-1,54	-0,99	-1,25	-1,19	-1,13
Change in cash over the period	-1,42	-0,61	-0,13	0,80	-0,12	0,03	0,61	0,28
Opening cash position	3,23	1,80	1,19	1,05	2,01	2,03	2,22	2,97
Closing cash position	1,80	1,19	1,06	1,85	1,89	2,07	2,82	3,25

Balance sheet

Au 31/12 (MEUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Fixed assets	0,18	0,14	0,12	0,63	0,50	0,43	0,35	0,26
Intangible assets	1,11	0,90	0,72	0,72	0,69	0,55	0,40	0,25
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	1,02	0,81	0,84	0,66	0,66	0,55	0,67	0,81
Account receivables	1,41	1,38	1,32	0,95	0,71	0,93	1,13	1,37
Other receivables	0,68	0,54	0,59	0,55	0,67	0,48	0,55	0,66
Cash and cash equivalents	1,80	1,19	1,06	1,40	1,22	1,41	2,16	2,59
Prepaid expenses	-	-	-	-	-	-	-	-
Other non-current assets	0,13	0,12	0,13	0,50	0,51	0,51	0,51	0,51
Total assets	9,41	8,15	7,86	8,50	8,06	7,94	8,85	9,53
Equity	1,19	-0,21	-0,50	0,59	-0,01	1,46	3,03	4,28
Others	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisions	0,07	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Financial debt	6,00	6,23	6,07	6,08	5,64	4,63	3,65	2,66
Account payables	1,19	1,04	1,16	1,04	1,34	0,70	0,85	1,03
Other debts	0,96	0,98	0,81	0,62	0,88	0,93	1,12	1,36
Deferred income and other liabilities	-	0,06	0,26	0,11	0,15	0,15	0,15	0,15
Total liabilities	9,41	8,15	7,86	8,50	8,06	7,94	8,85	9,53

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