

Date de première diffusion / Publication date : 18 Septembre 2020 /
September 18th 2020

Jean Pierre LOZA

Analyste Financier / Equity Analyst
jploza@genesta-finance.com
+ 33 1.45.63.68.87

**Implanet****Implanet est prêt pour la reprise des chirurgies**

Avec un impact limité de la crise du Covid-19 au travers d'un contrôle des dépenses accru au 1^{er} semestre 2020 (-10% sur le ROC), Implanet se prépare à une reprise des chirurgies pour le T3 2020. Opinion à l'Achat sur la valeur avec un TP de 1,44 €.

Implanet is ready for surgeries' resumption

With a limited impact of the Covid-19 crisis through increased expenditure control in the first half of 2020 (-10% on the ROC), Implanet is preparing for a resumption of surgeries for Q3 2020. Opinion on the Purchase on the value with a TP from € 1.44.

Recommendation **1. Strong Buy**
Closing price on 16 Sept. 2020 **0,95 €**
Target price **1,44 € (+51,6 %)**

Un S1 2020 atone pour le secteur... mais avec un horizon de reprise

Au plus fort de la pandémie de Covid-19, lors du confinement, les hôpitaux ont concentré leurs ressources sur les cas d'urgence et le traitement des milliers de patients atteints du SARS-Cov-2. Aussi, un grand nombre d'opérations chirurgicales non-urgentes ont-elles été repoussées, ce qui a rendu le S1 2020 faiblement actif pour l'ensemble des acteurs de l'appareillage médical.

Les résultats du S1 2020 d'Implanet montrent que le CA s'est contracté de 32% à 2,595 M€ contre 3,818 M€ au S1 2019. La dynamique de croissance de JAZZ à l'exportation et sur son marché domestique a été fortement perturbée. Toutefois, Implanet, comme nombre d'autres sociétés, souligne qu'à la suite du déconfinement, plusieurs signaux indiquent un rebond d'activité (+21% par rapport à la même période T3 2019).

Achat fort sur la valeur avec un TP de 1,44 €

H1 2020 sluggish for the sector... but with a recovery horizon

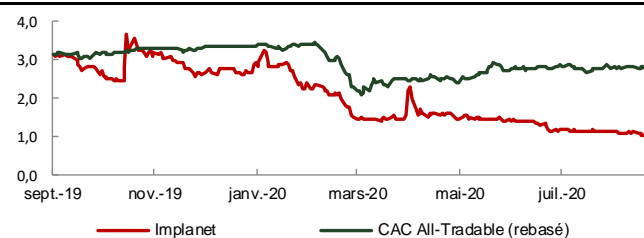
At the height of the Covid-19 pandemic, during containment, hospitals focused their resources on emergencies and treating thousands of patients with SARS-Cov-2. Also, a large number of non-urgent surgical operations were postponed, which made H1 2020 weakly active for all players in the medical equipment.

Implanet's H1 2020 results show that sales contracted by 32% to € 2.595 million against € 3.818 million in H1 2019. JAZZ's growth dynamic in exports and on its domestic market was severely disrupted. However, Implanet, like many other companies, points out that following deconfinement, several signals indicate a rebound in activity (+ 21% compared to the same period Q3 2019).

Strong Buy with a TP of € 1.44

Performances

Absolute perf. 1 mois 6 mois 12 mois
-14,4 % -34,9 % -69,7 %

**Market data**

Reuters / Bloomberg ticker	ALIMP.PA / ALIMP:FP
Market capitalisation (€m)	3,5 M€
Enterprise value (€m)	3,7 M€
Free Float	2,7 M€ (77 %)
Number of shares	3 028 472
Daily volume	65 423 €
Capital turnover rate (1 year)	495,6%
High (52 weeks)	3,64 €
Low (52 weeks)	1,03 €

Current shareholding structure

Free float : 77 % ; Financial Investors : 18 % ; Management : 4 % ;
Auto control: 1 %

Agenda

Sept 15 2020 : 2020 H1 results. ; Oct 13 2020 : 2020 Q3 revenues.

Key figures

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Sales (M€)	6,7	7,4	6,6	11,6	15,7
Change (%)	-14,3%	10,2%	-11,0%	75,2%	38,1%
EBITDA (M€)	-5,2	-3,3	-4,1	-1,0	1,1
EBIT (M€)	-5,4	-3,4	-4,3	-1,4	0,6
EBIT margin (%)	-79,9%	-46,3%	-64,6%	-11,9%	3,6%
Net profit gp sh. (€)	-5,6	-3,6	-4,6	-1,4	0,5
Net margin (%)	-82,6%	-49,2%	-69,2%	-2,4%	3,2%
EPS	-0,17	-0,11	-0,14	-0,04	0,02

Ratios

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VE/CA	1,3	1,2	1,8	1,2	2,9
VE/EBE	NS	NS	NS	NS	NS
VE/REX	NS	NS	NS	NS	NS
P/E	-0,6	-1,0	-0,8	-2,4	6,9
Gearing (%)	88,8%	84,1%	138,1%	166,7%	681,7%
Dette nette / EBE	0,4	0,1	-1,1	-1,6	-2,1
RCE (%)	-109,2%	-70,0%	-105,8%	-27,8%	2,6%

Refer to important warnings at the end of the document. For additional information on Genesta and its internal procedures, please consult the website www.genesta-finance.com.

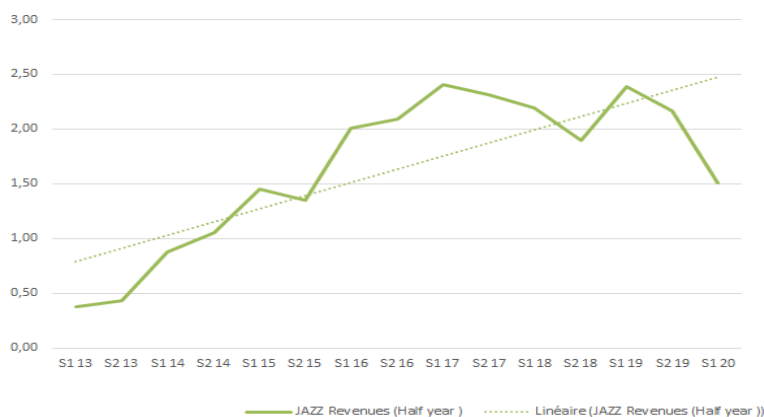
A cause de la Covid, il y a eu...

Si Implanet comme toutes les sociétés du secteur a été fortement affecté (-32% de CA au S1 2020), il existe des raisons d'espérer pour le T3 et le S2 2020. En effet, des indicateurs montrent que les mois d'été (Juillet-Août) ont enregistré une bonne performance (+21%) par rapport à la même période (effet de rattrapage) en 2019.

...le ralentissement de la croissance des revenus...

Après les deux premiers mois 2020 à +11% et +15%, le T1 termine en demi-teinte à -18% de CA et le T2 aura été marqué par une baisse importante du CA global de 46% à 1,03 M€ contre 1,91 M€ au T2 2019. C'est principalement la franchise JAZZ qui a souffert de la crise sanitaire, puisqu'elle enregistre un recul de 37% au S1 2020, tandis que MADISON (activité genou) ne reculait que de 24% sur le semestre. L'impact sur l'activité d'Implanet aura été maximal entre mars et mai. En effet, les chirurgies de la moelle épinière (appelées parfois chirurgies électives aux USA) ont été pour la plupart reprogrammées, voire supprimées. Comme on peut le voir sur la figure suivante, la crise sanitaire a eu pour effet d'inverser la tendance qu'Implanet affichait depuis plusieurs semestres, celle d'une croissance continue depuis 2013.

JAZZ Revenues evolution/Half year



Because of the Covid, there has been ...

While Implanet, like all companies in the sector, has been strongly affected (-32% of sales in H1 2020), there are reasons to be hopeful for Q3 and S2. Indeed, detailed indicators show that the summer months (July-August) recorded a good performance (+ 21%) compared to the same period (catch-up effect) in 2019.

... slower revenue growth...

After a mixed Q1 -18% of turnover, Q2 will have been marked by a significant drop in overall turnover of 46% to € 1.03 million against € 1.91 million in Q2 2019. It is mainly the franchise JAZZ, which suffered from the health crisis, since it recorded a decline of 37% in H1 2020, while MADISON (knee activity) fell only 24% over the half-year. The impact on Implanet's business will have been greatest between March and May. Indeed, surgeries of the spinal cord (sometimes called elective surgeries in the USA) have for the most part been rescheduled, or even canceled. As can be seen in the following figure, the health crisis has had the effect of reversing the trend that Implanet has been showing for several semesters, that of continuous growth since 2013.

...puis une activité en phase de reprise...

Les résultats du S1 2020 montrent que le CA s'est réduit de 32% à 2,595 M€ contre 3,818 M€ au S1 2019, affecté par la réduction drastique des opérations non urgentes au sein des institutions hospitalières au plus fort de la pandémie de Covid-19. La dynamique de croissance de JAZZ à l'exportation a été fortement perturbée.

Toutefois, Implanet, comme nombre d'autres sociétés, souligne qu'à la suite du déconfinement, plusieurs signaux indiquent un rebond d'activité (+21% par rapport à la même période T3 2019). Par ailleurs, la pandémie de Covid-19 aura eu une influence en modifiant certains comportements sanitaires et de gestion hospitalière, qui auront certainement un effet sur l'activité des producteurs d'appareillages médicaux.

La crise sanitaire du SARS-Cov2 a fortement impacté l'ensemble de l'économie mondiale. L'émergence et le développement de la Covid-19 auront eu un effet sur les aspects sanitaires et sociaux ainsi qu'économiques et financiers. Dans le domaine de la santé, la pandémie a conduit à des modifications profondes en termes organisationnels aussi bien au niveau de l'administration que dans la pratique médicale.

Implanet a publié donc un retrait de 32% de son CA à 2,595 M€ contre 3,818 au S1 2019. Les ventes de la franchise JAZZ (Rachis) ont reculé à 1,51 M€ contre 2,38 M€ (S1 2019). Par ailleurs, l'activité genou (MADISON) affiche un retrait de 24% à 1,08 M€ par rapport au S1 2019.

Source : Implanet, Genesta

... then an activity about to resume...

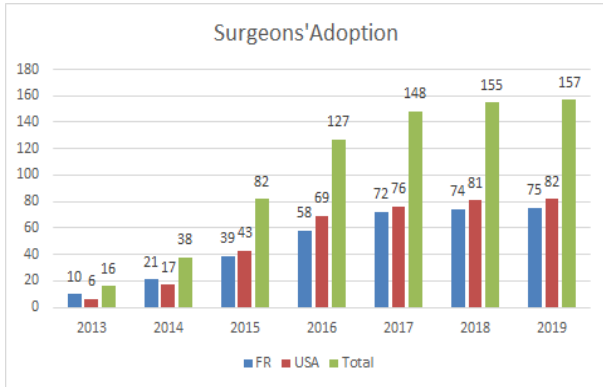
The H1 2020 results fell as the turnover fell by 32% to € 2.595 million against € 3.818 million in H1 2019, due to the drastic reduction of non-emergency operations in hospitals at the height of the pandemic of Covid -19. JAZZ's growth momentum in exports was severely disrupted.

However, Implanet, like many other companies, points out that following deconfinement, several signals defined a rebound in activity (+ 21% compared to the same period Q3 2019). In addition, the Covid-19 pandemic will have had an influence by modifying certain health and hospital management behaviors, which will certainly influence the activity of producers of medical devices.

The SARS-Cov2 health crisis has logically had a major impact on the entire world economy. The emergence and development of Covid-19 must influence health and social aspects as well as economic and financial. In the field of health, the pandemic has led to profound changes in organizational terms, both in administration and in medical practice.

Implanet has therefore published a 32% decline in its turnover to € 2.595 million against 3.818 in H1 2019. Sales of the JAZZ (Rachis) franchise fell to € 1.51 million against € 2.38 million (H1 2019). In addition, the knee activity (MADISON) is down 24% to € 1.08 million compared to H1 2019.

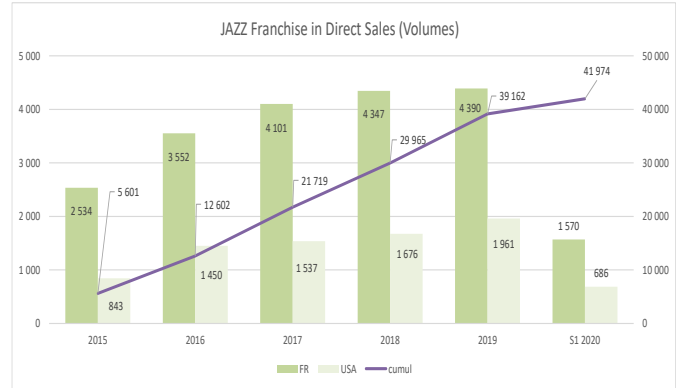
Toutefois, aussi bien le nombre d'unités JAZZ que de chirurgiens formés aux technologies JAZZ ne cessent de croître démontrant que les innovations portées par Implanet trouvent un certain écho au sein de la communauté des chirurgiens orthopédistes. Comme on peut le voir sur les figures suivantes, le nombre de chirurgiens adoptant la technologie JAZZ s'accroît de manière continue depuis 2013 (taux de croissance) ainsi que le nombre d'unités JAZZ avec un différentiel entre la France et les USA qui tend à se réduire.



... une crise sanitaire qui a miné le secteur...

La pandémie a profondément perturbé l'économie mondiale, notamment certaines compagnies leaders du domaine de l'instrumentation et des implants rachidiens. L'ensemble des mesures prises par les gouvernements (confinement, quatorzaine, distanciation physique) ont eu pour effet de ralentir l'économie mondiale. En effet, les entreprises ont été, tout d'abord, négativement affecté par les différentes mesures de réduction du transport aérien, de transport maritime, qui ont eu pour conséquence de renchérir les coûts de transport ou/et de menacer les chaînes d'approvisionnement dans un marché déjà instable. Afin d'assurer la santé et la sécurité des employés, les entreprises ont mis en place des procédures et des mesures internes, ainsi que des plans de réduction des dépenses. De nombreux pays, pour faire face de manière satisfaisante à la pandémie de Covid-19, ont dû mobiliser leurs systèmes de santé contre le virus au détriment de l'activité « normale » de leurs hôpitaux et reporter près de 28 millions d'interventions chirurgicales.

By the way, both the number of JAZZ units and surgeons trained in JAZZ technologies continues to grow, demonstrating that the innovations brought by Implanet are finding a certain echo within the community of orthopedic surgeons. As can be seen in the following figures, the number of surgeons adopting JAZZ technology has increased continuously since 2013 (growth rate) as well as the number of JAZZ units with a differential between France and the USA which tends to be reduced.

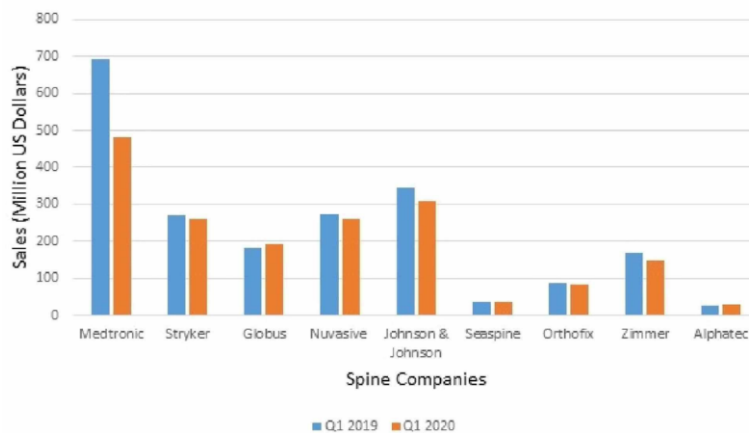


Source : Implanet, Genesta

... a health crisis that has put the sector under stress...

The pandemic has deeply disrupted the world economy, in particular some leading companies in the field of spinal instrumentation and implants. All the measures taken by governments (confinement, fortnight, physical distancing) have had the effect of slowing down the world economy. Indeed, companies have been, first of all, negatively affected by the various measures to reduce air transport, maritime transport, which have resulted in higher transport costs and / or threatening supply chains. In an already unstable market. In order to ensure the health and safety of employees, companies have put in place internal procedures and measures, as well as expenditure reduction plans. Many countries, to cope satisfactorily with the Covid-19 pandemic, have had to mobilize their health systems against the virus to the detriment of the "normal" activity of their hospitals and postpone nearly 28 million surgeries.

Average Spine Sales in Q1 2020 Compared to Q1 2019



Source : Fiani et al. Cureus,12(8) : e9776 , 2020

La conséquence a été un ralentissement général du secteur, qui a donc touché plus durement certaines sociétés comme Medtronic qui a vu les ventes de son 1^{er} trimestre 2020 perdre 30,5% à 480 M\$ contre 691 M\$ au T1 2019. De même, Zimmer a abandonné 11.9% sur ce premier trimestre quand Johnson & Johnson reculait de 10,8%. Il convient de souligner qu'il s'agit là des chiffres du T1 2020, où l'effet « Covid-19 » ne faisait encore pleinement sentir.

The consequence was a general slowdown in the sector, which therefore hit some companies like Medtronic more severely, which saw its sales in Q1 2020 lose 30.5% to \$ 480 million against \$ 691 million in Q1 2019. Likewise, Zimmer fell 11.9% in its first quarter as Johnson & Johnson fell 10.8%. It should be noted that these are figures for Q1 2020, where the "Covid-19" effect was not yet fully felt.

Il existe toutefois une vraie disparité, puisque par exemple le partenaire d'Implanet SeaSpine est demeuré relativement stable avec un très faible recul de 0,11% au T1, tandis qu'Alphatec affichait une croissance insolente à 22,4%. Ainsi sur le premier trimestre, le recul est globalement de 13,8% pour cette sélection de valeurs (Medtronic, Stryker, Globus, NuVasive, J&J, SeaSpine, Orthofix, Zimmer Alphatec).

Mais lorsque l'on regarde la situation semestrielle le tableau se brouille quelque peu, puisqu'au second trimestre SeaSpine perd près de 27% sur ses ventes, terminant le semestre avec un recul modéré de 16,6%.

... des changements au sein de la communauté sanitaire

En effet, la pandémie de Covid aura eu des conséquences à plusieurs niveaux dans la communauté médicale. Tout d'abord, une perturbation majeure des services hospitaliers de routine dans le monde. Durant le premier épisode paroxystique de la pandémie (confinement), les hôpitaux ont réduit la chirurgie électorale dans l'intérêt et la sécurité des patients et le soutien aux cas urgents (réanimation). La réduction des activités électives a donc deux effets : une protection des patients de la transmission virale à l'hôpital et des complications pulmonaires postopératoires associées. Ensuite, une préservation des personnels, des équipements de tout type (protection, soins, prévention), des services hospitaliers (notamment des lits de soins, des appareillages). Enfin, il permet un redéploiement des équipes de chirurgiens vers d'autres domaines critiques de l'hôpital.

En tout état de cause, 4 points saillants émergent :

1. ... l'innovation demeurera un élément essentiel sur les marchés du traitement des pathologies de la colonne vertébrale. Toutefois, la différenciation sera aussi un autre critère aussi bien pour pousser la porte des hôpitaux que pour attirer l'attention des leaders du secteur ;
2. ... les relations entre le corps médical et l'administration hospitalière se transforment en profondeur dans tous les pays, notamment en France où l'on devrait voir plus de médecins dans les instances dirigeantes des hôpitaux. De même, aux USA, les chirurgiens qui étaient de véritables apporteurs d'affaires pour les hôpitaux, devraient à terme participer aux décisions économiques et financières (réduction des coûts) ;
3. ... certaines collaborations pourraient se mettre en place entre des hôpitaux de taille identique, notamment aux USA, afin de répondre de la meilleure pratique, d'identifier les domaines d'amélioration organisationnelle. De même, pour la passation des marchés publics, où les commissions médicales seront toujours parties prenantes, mais avec une conscience accrue chez les médecins de la réalité économique et des stratégies de réductions de coûts, qui nécessitera « une agilité » plus importante de la part de fournisseurs ;
4. ... le retour des chirurgies électives qui a commencé à se produire devrait se traduire par une accélération de la chaîne d'approvisionnement en direction des hôpitaux afin de satisfaire la demande, mais il faudra aussi que la chaîne d'approvisionnement intra-hospitalière soit aussi en mesure d'absorber la montée en puissance générée par les patients et les médecins.

There is however a real disparity, since for example the partner of Implanet SeaSpine remained relatively stable with a weak growth of 0.3% in Q1, while Alphatec posted an insolent growth of 22.4%. Thus, over the first quarter, the overall decline was 13.8% for this selection of stocks (Medtronic, Stryker, Globus, NuVasive, J&J, SeaSpine, Orthofix, Zimmer Alphatec).

But when you look at the half-year situation the picture blurs somewhat, as in the second quarter SeaSpine lost nearly 27% on sales, ending the half-year with a moderate decline of 16.6%.

... changes within the health community...

Indeed, the Covid pandemic will have had consequences on several levels in the medical community. First, a major disruption of routine hospital services around the world. During the first paroxysmal episode of the pandemic (containment), hospitals reduced elective surgery in the interest and safety of patients and support for urgent cases (resuscitation). The reduction in elective activities therefore has two effects: protection of patients from viral transmission in hospital and associated postoperative pulmonary complications. Then the preservation of personnel, equipment of all types (protection, care, prevention), hospital services (care beds, equipment). Finally, it enables teams of surgeons to be redeployed to other critical areas of the hospital.

In any case, 4 salient points emerge:

- 1 ... innovation will remain an essential element in the markets for the treatment of spinal diseases. However, differentiation will also be another criterion both for pushing the doors of hospitals and for attracting the attention of leaders in the sector;
- 2 ... relations between the medical profession and the hospital administration are undergoing profound changes in all countries, especially in France where we should see more doctors in the governing bodies of hospitals. Likewise, in the USA, surgeons who were real business providers for hospitals, should ultimately participate in economic and financial decisions (cost reduction);
- 3 ... certain collaborations could be established between hospitals of identical size, especially in the USA, to respond to best practice, to identify areas for organizational improvement. Likewise, for public procurement, where medical commissions will still be stakeholders, but with increased awareness among physicians of the economic reality and cost reduction strategies, which will require greater "agility" on the part of the physician suppliers;
- 4 ... the return of elective surgeries that has started to occur should result in an acceleration of the supply chain to hospitals in order to meet demand, but it will also require that the intra-hospital supply chain is also able to absorb the increase in power generated by patients and doctors.

Malgré la Covid-19, il y a ...

... un repli mesuré chez Implanet de la marge brute et du résultat opérationnel...

La marge brute à 1,44 M€ pour le S1 a bien évidemment reculé (-34%) contre 2,18 M€ au S1 2019. Toutefois, sur la même période, les charges opérationnelles courantes sont en retrait de 14% abandonnant 0,56 M€ à -3,339 M€ contre -3,898 M€. L'équipe de Management d'Implanet s'est adaptée très vite en réduisant les coûts. De plus, le ralentissement de l'activité a aussi eu pour conséquence de ralentir les dépenses de marketing et administratives.

Le résultat opérationnel est impacté par des charges opérationnelles non récurrentes consécutives au projet de cession de l'activité Genou en début d'année 2020. Ces frais engagés représentent près de 0,148 M€. Toutefois les négociations qui s'étaient établies sur une base d'exclusivité sont pour l'heure interrompues. Par ailleurs, les coûts des financements obligataires (Cf. Nice & Green) ainsi que les pertes de changes en Amérique du Sud pèsent sur le résultat financier.

	S1 17	S1 18	S1 19	S1 20	% Δ 2020/2019
Revenus	4,119	3,632	3,818	2,595	-32,03%
CGS	-2,014	-1,609	-1,641	-1,148	-30,04%
Gross margin	2,105	2,023	2,177	1,447	-33,53%
GM Rate	51,10%	55,70%	57,02%	55,76%	-226bp
Exploitation Costs	-5,189	-4,772	-3,898	-3,339	-16,74%
Recurring Operating Income (EBE)	-3,084	-2,749	-1,721	-1,892	-9,04%
Others Expenses	-0,456	0	-0,171	-0,148	
Operating Income	-3,54	-2,749	-1,55	-2,04	-24,02%
Financial Income	-0,15	-0,022	-0,275	-0,37	-25,68%
Net Profit/loss	-3,69	-2,771	-1,825	-2,41	-24,27%

La situation financière d'Implanet, avec une trésorerie de 0,97M€ au 30 juin 2020 est en hausse par rapport à la position du 31 décembre 2019 (0,68 M€), notamment grâce à la réduction de 39% de la consommation. Implanet avait, par ailleurs, anticipé la situation actuelle en bouclant en février 2020, une ligne de financement obligataire avec la société Nice & Green d'un montant maximum de 4,0 M€ courant sur la période février 2020 à février 2021. Au 30 juin 2020, il restait disponible 2,7 M€ de trésorerie.

En outre, pour répondre à la crise sanitaire, Implanet s'est rapproché de l'Etat Français pour obtenir un prêt garanti par l'Etat (PGE) d'un montant total de 0,8 M€ (50% de la capacité d'emprunt de la société). De même, le management d'Implanet a pu bénéficier d'un financement par prêt du type « Paycheck Protection Program » avec l'administration américaine d'un montant de 0,080 M€. Cette mesure de préservation de l'emploi qui prend la forme initiale d'un prêt se transforme automatiquement en subvention si à l'issue de la période considérée, l'emploi est préservé, ce qui a été le cas pour la filiale US d'Implanet.

... des raisons d'accompagner Implanet sont multiples...

Pour répondre aux possibles transformations du secteur de la santé consécutives à la crise économique-socialo-sanitaire du Covid, Implanet présente plusieurs atouts : ses capacités d'innovation, son agilité pour répondre aux nouvelles exigences, son intégration d'un secteur toujours à la recherche de nouvelles opportunités, sa capacité à répondre avec ses partenaires (SeaSpine et Kico) à la réduction du nombre d'opérations chirurgicales en souffrance et à la remontée en puissance de l'activité :

Despite the Covid-19, there are ...

... A measured decline for Implanet in gross margin and operating income...

The gross margin at € 1.44 million for H1 obviously fell (-34%) against € 2.18 million in H1 2019. However, over the same period, current operating expenses were down 14%, dropping € 0.56 million to € -3.339 million against € -3.898 million. Implanet's management team adapted very quickly by reducing costs. In addition, the slowdown in activity also had the effect of slowing down marketing and administrative expenses.

Operating income is burdened by non-recurring operating expenses resulting from the proposed sale of the Knee activity in early 2020. These costs incurred represent nearly € 0.148 million. However, the negotiations which were established on an exclusive basis are for the moment interrupted. In addition, the costs of bond financing (Cf. Nice & Green) as well as currency losses in South America weighed on the financial result.

Source : Implanet, Genesta.

Implanet's financial situation, with cash of € 0.97 million as of June 30, 2020, is higher than the position of December 31, 2019 (€ 0.68 million), thanks to the 39% reduction in consumption. Implanet had also anticipated the current situation by closing in February 2020 a bond financing line with the company Nice & Green for a maximum amount of € 4.0 million over the period February 2020 to February 2021. As of 30 June 2020, € 2.7 million remained available in cash.

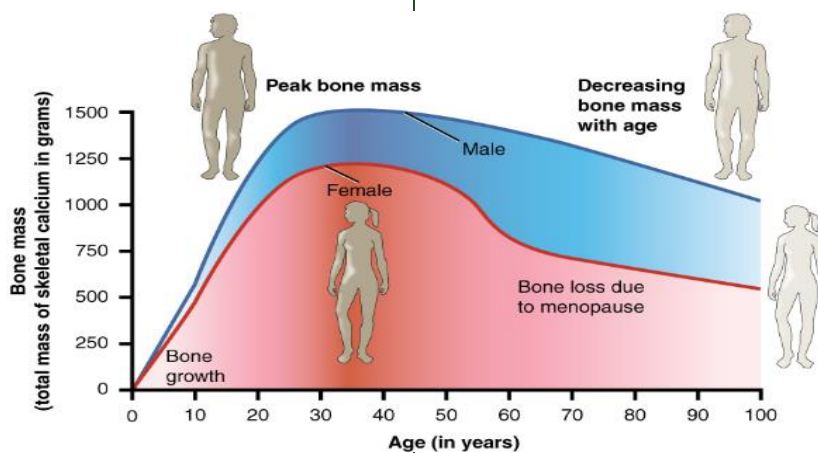
In addition, to respond to the health crisis, Implanet approached the French State to obtain a State guaranteed loan (PGE) for a total amount of € 0.8 million (50% of the capacity of 'loan from the company). Likewise, Implanet's management was able to benefit from a loan financing of the "Paycheck Protection Program" type with the American administration in the amount of € 0.080 million. This employment preservation measure, which the initial form of a loan is automatically transformed into a subsidy if at the end of the period considered, employment is preserved, which was the case for the US subsidiary of Implanet

... there are many reasons to support Implanet ...

To respond to the possible transformations of the health sector following the economic, social and health crisis of the Covid, Implanet has several strengths: its capacity for innovation, its agility to meet new requirements, its integration of a sector that is still at the forefront. search for new opportunities, its ability to respond with its partners (SeaSpine and Kico) to reducing the number of overdue surgical operations and increasing activity.

1. **Innovation.** Implanet avec sa technologie de bandes sous-lamellaires JAZZ s'est développé de manière significative durant la dernière décennie tout d'abord pour le traitement des grandes déformations de l'enfant et l'adolescent, puis chez l'adulte là contre les déformations consécutives à la dégénération osseuse. De même, la prothèse de genou complète MADISON a su aussi trouver son marché. Ainsi, en Juillet dernier, Implanet étendait sa propriété intellectuelle au Japon sur JAZZ™ Cap, la solution de protection de la fixation des vis dans les os de mauvaise qualité (cf. les fusions spinales dégénératives). Après la reconnaissance de la FDA et de l'USPTO, cette étape était essentielle dans le développement de cette innovation applicable à différents problèmes de chirurgie orthopédique de la colonne vertébrale « vieillissante » (« Aging » Spine) ;

1. **Innovation.** Implanet with its technology of sub-lamellar bands JAZZ has developed significantly during the last decade first for the treatment of large deformities in children and adolescents, then in adults there against consecutive deformities to bone degeneration. Likewise, the MADISON complete knee prosthesis has also found its market. Thus, last July, Implanet extended its intellectual property in Japan to JAZZ™ Cap, the solution for protecting the fixation of screws in poor quality bones (cf. degenerative spinal fusions). Following the recognition by the FDA and the USPTO, this step was essential in the development of this innovation applicable to various problems of orthopedic spine surgery;



Source: OMS

Selon le Global Spine Journal (article publié en 2018), la population mondiale annuelle souffrant de troubles de la colonne vertébrale comprend 3,63% de la maladie dégénérative de la colonne lombaire (DSD) et de la lombalgie (LBP) collectivement, 0,53% de spondylolisthésis, 5,5% de dégénérescence discale symptomatique et 1,41%, sténose rachidienne. Ainsi, l'augmentation de la prévalence des troubles de la colonne vertébrale ainsi que la facilité de traitement par certaines nouvelles approches (cf. MISS, etc.) stimulent le marché mondial des implants rachidiens. Les derniers chiffres estiment que le marché global des implants spinaux pourrait se contracter temporairement passant de 12,44 milliards de dollars en 2019 à 11,83 milliards en 2020, avant de repartir à la hausse pour atteindre 13,81 milliards de dollars en 2023 (TCAM : +5.31%).

According to the Global Spine Journal (article published in 2018), the annual global population with disorders of the spine comprises 3.63% of degenerative disease of the lumbar spine (DSD) and low back pain (LBP) collectively, 0,53% spondylolisthesis, 5.5% symptomatic disc degeneration and 1.41%, spinal stenosis. Thus, the increase in the prevalence of disorders of the spine as well as the ease of treatment by certain new approaches (cf. MISS, etc.) are stimulating the global market for spinal implants. The latest figures estimate that the global spinal implant market may contract temporarily from \$ 12.44 billion in 2019 to \$ 11.83 billion in 2020, before picking up again to reach \$ 13.81 billion in 2023 (CAGR: + 5.31%).

2. **Montée en puissance et maîtrise organisationnelle.** Implanet avec ses partenaires, les sociétés SeaSpine et KICo Knee, peuvent apporter des solutions pour les phénomènes de « backlog » observés dans les différents pays. En effet, avant le déclenchement de la crise sanitaire, Implanet s'était rapproché de ses partenaires pour produire une certaine quantité d'unités JAZZ et MADISON. En effet, SeaSpine est l'une des compagnies qui aurait le moins souffert de la crise sanitaire lors du premier trimestre (-0,11% et -16% pour le S1). SeaSpine est doté d'une organisation qui devrait lui permettre d'accompagner de manière significative et satisfaisante le comblement de ce « Backlog chirurgical ».

2. **Rise in strength and organizational control.** Implanet with its partners, the company SeaSpine and KICo Knee can provide solutions for the backlog phenomena observed in different countries. In fact, before the outbreak of the health crisis, Implanet approached its partners to produce a certain number of JAZZ and MADISON units. Indeed, SeaSpine is one of the companies that would have suffered the least from the health crisis during the first quarter (-0.11% and -16% for H1). However, SeaSpine has an organization that should allow it to support the completion of this significantly and satisfactorily "Surgical Backlog".

Implanet a aussi profité de l'exercice 2019 et 2020 pour renforcer son réglementaire en anticipant la mise en place du Medical Device Regulation (MDR), qui devrait transformer en profondeur l'enregistrement et la commercialisation des appareillages médicaux. Afin de se préparer pour la mise en place du MDR, Implanet a renouveler ces marquages CE pour JAZZ et pour MADISON jusqu'en 2024, ce qui permettra à Implanet d'implanter sereinement les procédures MDR au sein de l'entreprise tout en renforçant son réglementaire. L'obtention de ce renouvellement est particulièrement avantageux pour la société, car le passage à la procédure MDR, plus complexe, nécessitera des ressources supplémentaires.

- 3. Agilité et réduction du « Backlog ».** L'une des conséquences de la crise sanitaire, notamment dans le domaine de la santé, reste le besoin d'agilité. L'un des impacts les plus notables de la crise sanitaire est l'accroissement du recours aux ASC (Ambulatory Surgery Centers). En effet, la crise sanitaire devrait se traduire par l'apport de solutions aux nouvelles exigences du secteur, notamment aux USA. Ainsi, les hôpitaux ne sont pas les seuls endroits où l'on peut subir une chirurgie de la colonne vertébrale, notamment grâce aux technologies mini-invasives. Un centre de chirurgie ambulatoire (ou ASC) est un établissement de soins ambulatoires qui propose des interventions chirurgicales, y compris de nombreux types de chirurgie de la colonne vertébrale. Certaines ASC sont multi-spécialités, offrant une gamme de services médicaux de différentes spécialités (d'orthopédie, de podologie et de gestion de la douleur). Les produits Implanet par leur facilité d'emploi, leur indication notamment le JAZZ Cap et la prothèse totale de genou MADISON sont des « outils », qui peuvent s'inscrire dans une stratégie de développement en direction des ASC.

Implanet also took advantage of the 2019 and 2020 financial years to strengthen its regulations by anticipating the implementation of the Medical Device Regulation (MDR), which should fundamentally transform the registration and marketing of medical devices. To prepare for the implementation of the MDR, Implanet has renewed these CE markings for JAZZ and for MADISON until 2024, which will allow Implanet to calmly implement the MDR procedures within the company while strengthening its regulatory. Obtaining this renewal is particularly beneficial for the company, as the transition to the more complex MDR procedure will require additional resources.

- 3. Agility and reduction of the "Backlog".** One of the consequences of the health crisis, especially in the health sector, remains the need for agility. One of the most notable impacts of the health crisis is the increased use of ASCs (Ambulatory Surgery Centers). Indeed, post-health crisis should result in the provision of solutions to the new requirements of the sector, especially in the USA. So hospitals are not the only places where spinal surgery can be done, especially with minimally invasive technologies. An outpatient surgery center (or ASC) is an outpatient care facility that offers surgical procedures, including many types of spine surgery. Some CHWs are multi-specialty, offering a range of medical services of different specialties (orthopedics, chiropody, and pain management). Implanet products by their ease of use, their indication the JAZZ Cap and the MADISON total knee replacement are "tools", which can be part of a development strategy aimed at ASC.

Valuation

DCF

Discount rate calculation

The discount rate results from the weighted average rate between the capital cost and the cost of financial debt. The cost of capital is calculated based on the CAPM model to which is added a Small Caps risk premium according to the following formula:

$$\text{Cost of capital} = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Small Caps risk premium}$$

R_f: risk free rate

(R_m-R_f): stock market risk premium

Depending on the company size, we add a Small Caps premium to the cost of capital. The Small Caps premium is calculated according to six criteria which are objectively evaluated. For each criterium, there are five increments from – de ++. Each move upwards adds 20 basis points to the cost of capital.

Please find below the criteria table:

Criterium	Notation scale				
	++	+	=	-	--
Company governance ¹	4	3	2	1	0
Liquidity ²	[66 % ; 100 %]	[33 % ; 66 %]	[15 % ; 33 %]	[5 % ; 15 %]	[0 % ; 5 %]
Revenues size (€m)	[150 ; +∞[	[100 ; 150[	[50 ; 100[	[25 ; 50[	[0 ; 25[
Operating profitability	[25 % ; 100 %]	[15 % ; 25 %]	[8 % ; 15 %]	[3 % ; 8 %]	[0 % ; 3 %]
Gearing	] -∞ % ; -15 %]	] -15 % ; 15 %]	] 15 % ; 50 %]	] 50 % ; 80 %]	] 80 % ; +∞ %]
Clients risks ³	[0 % ; 10 %]	] 10 % ; 20 %]	] 20 % ; 30 %]	] 30 % ; 40 %]	] 40 % ; 100 %]

In the case of Implanet, we obtain the following matrix:

	++	+	=	-	--	Prime Small Caps
Company governance						0,80%
Liquidity						0,20%
Revenues size						1,00%
Operating profitability						1,00%
Gearing						0,20%
Client risk						0,40%
TOTAL						3,60%

Based on the negative risk free of -0.10% (3 months mean of OAT TEC-10 – source : Agence France Trésor) , a market risk premium of 9.3% (source: Fairness Finance, Market Risk Premia), a beta of 0.94, a Small Caps risk premium of 3.6%, we get to a discount rate of 13.79%.

Taux sans risque	Prime de marché	Beta	Prime Small Caps	Coût du capital	Coût de la dette	Levier financier	Taux d'impôts	WACC
-0,10%	9,30%	1,11	3,6%	13,8%	3,5%	0%	28,0%	13,79%

Source: Agence France Trésor, Fairness Finance, Market Risk Premia, Damodaran, Genesta estimates

¹ Company's governance is evaluated through the 4 following criterions: separation of functions between president and top management or functioning as a supervisory board and a board of directors; presence of independent members in the board of trustees or in the supervisory board; presence of censors or control board; existence of specialized committees.

² Percentage of capital exchanged in the last 12 months

³ Sales parts represented since by the 5 most important clients.

Enterprise value calculation

Using our 13.79% discount rate, we obtain the following discounted cashflow statement for the period 2018E – 2027E (in €m).

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028e
Revenues	7,407	6,595	11,555	15,700	31,050	39,961	49,951	58,943	64,837	71,320
EBIT	-3,344	-4,052	-1,004	2,857	5,651	7,273	9,091	10,728	11,800	12,980
Taxes	0,000	0,000	0,000	0,000	1,268	1,638	2,047	2,400	2,597	2,804
Capital expenditure	0,444	0,330	0,231	0,257	0,285	0,316	0,351	0,389	0,432	0,480
Impact of WCR variation	-0,015	-0,873	0,907	0,826	3,373	1,650	1,948	1,638	-0,707	1,167
Operating FCF	-3,773	-3,509	-2,141	1,775	0,725	3,669	4,745	6,300	9,478	8,529
Discounted operating FCF	-3,316	-2,710	-1,453	1,059	0,380	1,690	1,921	2,241	2,963	2,666

For the period following the forecasts, we apply a terminal growth rate in two times, and obtain the following table (in €m):

	FCF Growth	Value	%
1-10 yrs period		8,76	24,4%
11-20 yrs period	3,0%	16,74	46,6%
Terminal growth rate	2,0%	10,45	29,1%
Total		35,95	100,0%

Source: Implanet, Genesta estimates

Thus, Implanet enterprise value stands at € 35.95 million.

Price per share calculation

The table below details the final calculation of equity value per share.

FCF actualisés (2019-2038)	25,5
+ Valeur terminale actualisée	10,5
+ Titres financiers	0,0
+ Titres mis en équivalences	0,0
- Provisions	0,6
- Endettement financier net	-1,7
- Minoritaires	0,0
+ Reports déficitaires actualisés	2,5
= Valeur des Capitaux Propres pg	39,6
Nombre d'actions	30,285
Valeur par action	1,44

Source: Implanet, Genesta estimates

Consequently, the use of the Discounted Free Cash Flow method values Implanet's at €1.44 per share, representing an upside of +51.6% compared to the last closing price of €0.95 on September 16, 2020.

Important Disclosure

Genesta Equity Research ratings and target prices definition

Genesta Equity Research stock market recommendations reflect the absolute change expected in the share price from a six to twelve-month perspective (in local currencies).

1. Strong buy	The absolute share price performance is expected to be at least +25 %
2. Buy	The absolute share price performance is expected to be comprised between +10 % and +25 %
3. Neutral	The absolute share price performance is expected to be comprised between +10 % et -10 %
4. Sell	The absolute share price underperformance is expected to be comprised between -10 % et -25 %
5. Strong Sell	The absolute share price underperformance is expected to be at least -25 %

Details of valuation methods used by Genesta Equity Research in target price calculations are available at www.genesta-finance.com.

Detection of potential conflicts of interest

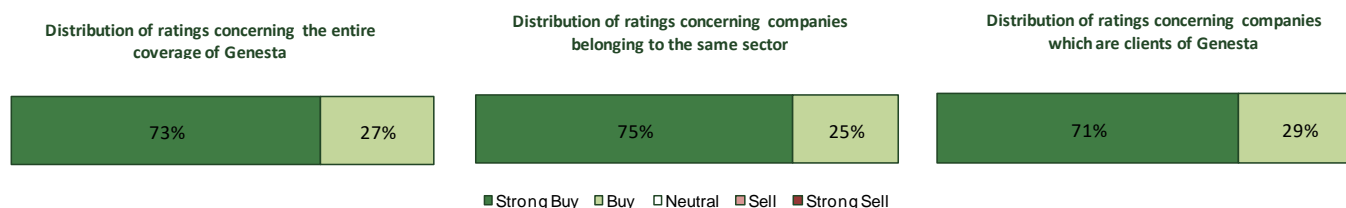
The analyst. Genesta or any of its employees is a shareholder of the issuer	The issuer subject of this report is a shareholder of Genesta	Other financial interest between Genesta and the issuer	Genesta is a market maker or liquidity provider in financial instruments issued by this issuer	Genesta has received compensation for the production of this research report	Genesta has received compensation for another service than the production of this research report	This research report was sent to the issuer before its publication
No	No	No	No	Yes	No	Yes

As a consultant in Independent Equity Research as defined by the AMF within its 'Règlement Général', Genesta refers to the administrative and organizational terms defined by this organisation for its internal functioning, in particular in compliance with the best practices regarding the management of conflicts of interests. Genesta strict internal procedures define aspects which are applied to its Equity Research activity. Additional information may be obtained upon written request to Genesta as to these operating rules.

Rating and target price evolution throughout the last 12 months

Date of 1 st publication	Rating	Target Price
18 th September 2020	Equity Flash Strong Buy	€ 1.44
15 th July 2020	Equity Flash Buy	€ 1.44
20 th May 2020	Equity Flash Suspended / Covid-19	Suspended / Covid-19
11 th March 2020	Equity Flash Strong buy	€ 1.97
29 th January 2020	Equity Flash Strong buy	€ 0.55
21 st October 2019	Equity Flash Strong buy	€ 0.55

Ratings distribution



Additional disclosures

The information herein is not complete and therefore cannot be considered as contractual.

This document is not and should not be construed as an offer to sell or the solicitation of an offer to purchase or subscribe for any investment. Only investors with sufficient knowledge and experience in financial and business matters to evaluate the relevant merits and risks should consider an investment in any issuer or market discussed herein. Neither Genesta nor any officer or employee of Genesta accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this publication or its contents.

The information herein has been obtained from, and any opinions herein are based upon, sources believed reliable, but Genesta makes no representation as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. All opinions and estimates herein reflect the judgment of Genesta on the date of this report and are subject to change without notice.

This report is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or which would subject Genesta to any registration or licensing requirement within such jurisdiction. In particular, in the United Kingdom, Genesta further advises that this Research is solely intended to be delivered persons who qualify as defined in Rule 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997'. The distribution of this research report in the United States or its distribution to any citizen of the United States is forbidden.

Genesta may have concluded a contract with the issuer subject of this report in order to produce one or several research reports which were previously sent to the issuer. However, Genesta may produce research reports concerning this issuer in an independent way.

Copyright 2010 Genesta. All rights reserved.