

Jean Pierre LOZA

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



Date de première diffusion / Publication date : 7 octobre 2021 /
October 7th 2021

Implanet

Un excellent S1 2021 et Recentrage sur le rachis

Au 1^{er} semestre 2021, Implanet améliore son chiffre d'affaires (+43%), sa marge brute (+57%) et son résultat opérationnel (+16%) de manière significative. Tout cela avec un impact encore limité d'OSD, ce qui conforte notre confiance dans le business model. Achat Fort avec un TP : 1,96 €.

A great H1 2021 and refocusing on the spine

In the first half of 2021, Implanet significantly improved its revenues (+43%), gross margin (+57%) and operating profit (+16%). All this with a still limited impact of OSD, which confirms our confidence in the business model. Strong Buy with a TP: € 1.96.

Recommendation **1. Strong Buy**
Closing Price on 6 Oct. 2021 **0,53 €**
Target price **1,96 € (+273,9 %)**

Un S1 2021 plein de promesses

Les résultats du S1 2021 montrent que le CA s'est accru de 43% à 3,72 M€ contre 2,59 M€ au S1 2020. Au S1, Implanet retrouve ses niveaux de croissance antérieurs à la crise du Covid (cf. les 3,82 M€ du S1 2019). La franchise JAZZ semble avoir retrouvé une dynamique de croissance aussi bien à l'exportation qu'au niveau national avec une contribution d'OSD encore faible à 0,52 M€ (13,9%). Par ailleurs, Implanet a poursuivi sa politique de contrôle des coûts, améliorant tous ses ratios opérationnels.

Au-delà, des accords de partenariats ont été signés en 2021 avec Globus Medical et avec ulrich GmbH, actant le recentrage d'Implanet sur la chirurgie du rachis. Une stratégie qui devrait être confortée par la cession de MADISON au groupe Menix (SERF). Des négociations exclusives ont débuté avec un objectif de conclusion en fin T4 2021.

Opinion à l'Achat Fort sur la valeur avec un TP de 1,96 €

A promising first half of 2021

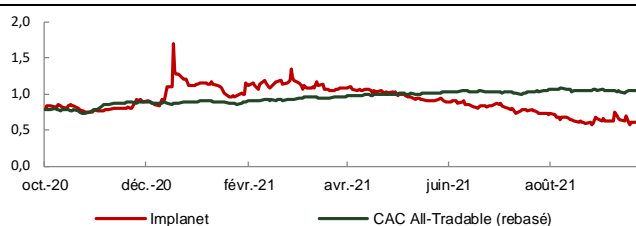
The H1 2021 results show that sales increased by 43% to € 3.72 million compared to € 2.59 million in H1 2020. In H1, Implanet is back to its pre-Covid crisis growth levels (cf. the € 3.82 million in H1 2019). The JAZZ franchise seems to have regained growth momentum both in exports and domestically with a still low contribution from OSD at € 0.52 million (13.9%). In addition, Implanet has continued its cost control policy, improving all its operational ratios.

In addition, partnership agreements have been signed in 2021 with Globus Medical and with ulrich GmbH, confirming Implanet's focus on spine surgery. This strategy should be reinforced by the sale of MADISON to the Menix group (SERF). Exclusive negotiations have begun with a view to concluding the deal by the end of Q4 2021.

Strong Buy opinion on the stock with a TP of € 1.96.

Performances

Absolute perf.	1 month	6 months	12 months
	-17,2 %	-100 %	-32,7 %



Current shareholding structure

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

Key figures

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Sales (€m)	7,4	6,0	9,8	11,2	12,6
Change (%)	10,2%	-18,8%	63,3%	14,1%	12,8%
EBITDA (€m)	-3,3	-3,0	-1,0	-0,5	0,4
EBIT (€m)	-3,6	-3,2	-1,3	-0,8	0,0
EBIT margin (%)	-48,6%	-53,2%	-13,4%	-7,1%	0,3%
Net profit gp sh. (€m)	-3,6	-4,0	-1,4	-0,9	0,0
Net margin (%)	-48,6%	-66,5%	-14,1%	-7,6%	-0,2%
EPS *	-0,06	-0,39	-0,13	-0,08	0,00

* : 1 for 40 reverse stock split executed January 2020 (40 existing shares for one new share)

Market data

Reuters / Bloomberg ticker	ALIMP.PA / ALIMP:FP
Market capitalisation (€m)	5,4 M€
Enterprise value (€m)	5,6 M€
Free Float	4,1 M€ (77 %)
Number of shares	10 248 644
Daily volume	80 831 €
Capital turnover rate (1 year)	393,6%
High (52 weeks)	1,70 €
Low (52 weeks)	0,58 €

Agenda

July 6 2021 : H1 Revenue ; Sep 21 2021: H1 Results

Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
VE / CA	1,2	1,4	0,5	0,6	0,7
VE / EBE	NS	NS	NS	NS	NS
VE / REX	NS	NS	NS	NS	NS
P / E	-1,5	-1,3	-3,9	-6,3	-184,6
Gearing (%)	NS	NS	NS	NS	NS
Dette nette / EBE	-1,1	-1,0	0,6	-2,0	10,2
RCE (%)	-70,7%	-74,7%	-29,0%	-16,2%	0,7%

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.

Un S1 2021 en croissance forte ...

Si le CA S1 s'établit à 3,72 M€ avec une progression de 43% par rapport à la même période en 2020 (2,59 M€), on constate une très forte progression (+ 71%) de l'activité Rachis à 2,58 M€ retrouvant des niveaux d'activité antérieur à la crise sanitaire. En effet, le S1 2021 affiche +8% par rapport au S1 2019. De plus, la contribution d'OSD au S1 ne représentait que 13,9% du CA total du semestre à 0,52 M€. Une progression qui touche aussi l'activité genou et MADISON qui augmente de 5% sur le S1 2021.

Par ailleurs, le taux de marge opérationnelle recule de plus 27 points de 134% en 2020 à 3,339 M€ à 104% à 3,990 M€. En effet, l'augmentation du CA compense mécaniquement cet accroissement des charges opérationnelles dû notamment aux mesures de chômage partiel durant la crise sanitaire ainsi qu'aux frais inhérents au rachat d'OSD (+0,3 M€ durant le premier semestre du 19 mai au 30 juin 2021).

En faisant abstraction des charges opérationnelles non récurrentes relatives, notamment au projet de cession de l'activité genou en début d'année 2020, pour des frais engagés à hauteur de 0,148 M€, le résultat opérationnel s'établit à -1,714 M€. Avec un résultat financier de -0,120 M€, la perte nette s'établit à -1,83 M€ en progression de 24% par rapport au -2,11 M€ au S1 2020.

Strong growth in H1 2021 ...

If the H1 turnover is established at 3.72 M€ with an increase of 43% compared to the same period in 2020 (2.59 M€), we note a very strong increase (+ 71%) of the Rachis activity at 2.58 M€, returning to the levels of activity before the health crisis. Indeed, H1 2021 shows +8% compared to H1 2019. Moreover, OSD's contribution in H1 represented only 13.9% of total sales for the half-year at €0.52 million. An increase that also affects the knee business and MADISON, which increased by 5% in H1 2021.

In addition, the operating margin rate fell by more than 27 points from 134% in 2020 at € 3.339 million to 104% at € 3.990 million. Indeed, the increase in sales mechanically compensates for this increase in operating expenses, due in particular to the short-time working measures taken during the health crisis, as well as to the costs inherent in the acquisition of OSD (+€ 0.3 million during the first half of the year from May 19 to June 30, 2021).

Excluding non-recurring operating expenses relating to the planned sale of the knee business in early 2020, for costs incurred in the amount of € 0.148 million, operating profit was € 1.714 million. With a financial result of -€ 0.120 million, the net loss was -€ 1.83 million, up 24% compared to -€ 2.41 million in H1 2020.

Implanet Simplified P&L H1 2021

	S1 19	S1 20	S1 21	% Δ 21/20	
Revenus	3,818	2,595	3,718	43,28%	
CGS	-1,641	-1,148	-1,442	25,61%	
Gross Margin	2,177	1,447	2,276	57,29%	
	<i>GM Rate</i>	57,02%	55,76%	61,22%	546bp
Exploitation Costs	-3,898	-3,339	-3,99	19,50%	
Recurring Operating Income (EBE)	-1,721	-1,892	-1,714	-9,41%	
Others expenses	-0,171	-0,148	0	NM	
Operating Income	-1,55	-1,744	-1,714	-1,72%	
Financial Income	-0,275	-0,37	-0,12	-67,57%	
Net Profit/Loss	-1,825	-2,114	-1,834	-13,25%	

La situation financière d'Implanet, avec une trésorerie de 0,37 M€ au 30 juin 2021 est en baisse par rapport à la position du 31 décembre 2020 (1,14 M€). Implanet avait anticipé la situation actuelle en bouclant en février dernier une ligne de financement obligataire avec la société Nice & Green d'un montant maximum de 5,0 M€. Au 21 septembre 2021, il restait disponible 2,85 M€.

Des indicateurs de rentabilité en constante amélioration

La marge brute d'Implanet, à 2,276 M€, a donc progressé de 57% contre 1,446 M€ au S1 2020. Le taux de marge brute progresse de 5,5 points passant de 55,7 % du CA S1 en 2020 à plus de 60% (61,2% du CA S1 2021). Cela traduit les efforts réalisés par la société pour contrôler ses coûts et notamment le coût des ventes qui n'augmente que de 26%, malgré la progression du CA. Bien que les charges opérationnelles soient en hausse de 0,65 M€, Implanet parvient à maintenir sa rentabilité opérationnelle courante, qui ressort à -1,714 M€ en amélioration (+9%) par rapport au S1 2020 (-1,892 M€). Le taux de marge brute se situe durablement au-dessus de 55% et touche un plus haut à 61,2% au premier semestre 2021.

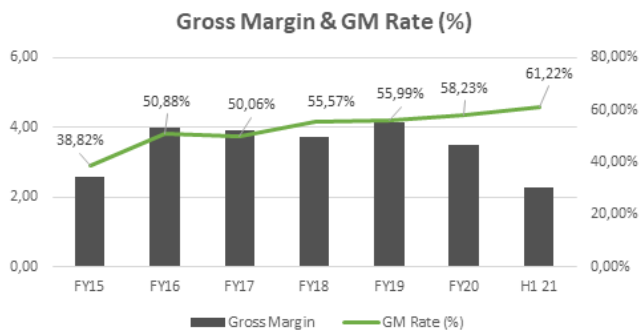
Par ailleurs, l'EBIT s'apprécie de manière continue depuis 2013, par atteindre au premier semestre 2021 -1,71 M€ avec une marge d'EBIT elle aussi en constante amélioration.

Implanet's financial situation, with a cash position of € 0.37 million as of June 30, 2021, is down compared to the position as of December 31, 2020 (€ 1.14 million). Implanet had anticipated the current situation by closing last February a bond financing line with Nice & Green for a maximum amount of € 5.0 million. As of September 21, 2021, € 2.85 million remained available.

Profitability indicators in constant improvement

Implanet's gross margin, at € 2.276 million, increased by 57% to € 1.446 million in H1 2020. The gross margin rate increased by 5.5 points from 55.7% of H1 2020 sales to over 60% (61.2% of H1 2021 sales). This reflects the efforts made by the company to control its costs, and in particular the cost of sales, which increased by only 26%, despite the increase in sales. Although operating expenses are up by € 0.65 million, Implanet has managed to maintain its current operating profitability, which stands at € 1.714 million, an improvement (+9%) compared to H1 2020 (€ 1.892 million). The gross margin rate is sustainably above 55% and reached a high of 61.2% in H1 2021.

In addition, EBIT has been rising steadily since 2013, reaching € 1.71 million in H1 2021, with a steadily improving EBIT margin.



Depuis plusieurs exercices, Implanet a initié un recentrage sur la chirurgie du rachis. Une stratégie qui a été mise en œuvre par différentes actions : tout d'abord, la mise en vente de l'activité MADISON, ensuite le rachat récent d'OSD, spécialiste du rachis, les accords de distribution exclusif avec Globus Medical et Ulrich Medical.

Le rachat d'OSD

Le 5 mai dernier, l'AG des actionnaires d'Implanet a entériné la décision du management de racheter la société Orthopaedic & Spine Development (OSD) sur la base d'une valorisation de 4,2 M€. Avec 2,6 M€ en numéraire (sous forme d'un crédit vendeur de 24 mois) et avec 1,6 M€ en titres, Implanet embarque les autres actionnaires d'OSD dans l'aventure.

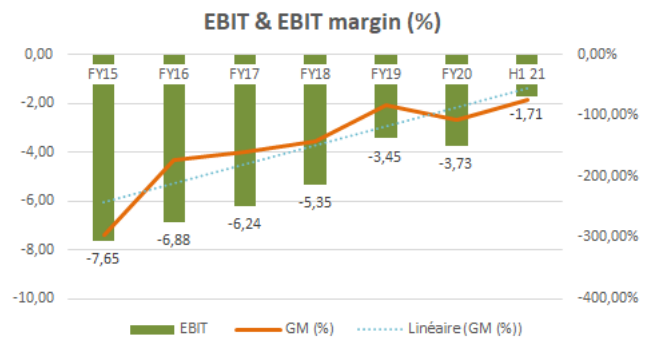
Spécialisée dans le développement d'implants pour la chirurgie du rachis, Orthopaedic & Spine Development (OSD) a été fondée en 2005. OSD a développé plusieurs gammes d'implants cervicaux (cages antérieures SQUALE™ et plaques antérieures ORIGIN™) et lombaires (cages TLIF et PLIF : SWINGO™ T et P, système ultra compacte de fixation SAXXO™) ainsi qu'un substitut osseux, le NEOBONE Gel™. Avec ces produits dont certains ont reçus récemment l'homologation (510(k)) de la FDA, OSD a réalisé un chiffre d'affaires de 3,6 M€ en 2019, dans une cinquantaine d'hôpitaux et de cliniques référencés et au sein d'un large réseau de chirurgiens utilisateurs (+ de 100 en France). En outre, OSD est présent à l'international avec son réseau de distribution dans 27 pays.

En 2011, OSD a créé une filiale en Espagne, où Implanet n'est présent qu'à travers son distributeur. Nous estimons que le CA d'OSD aurait progressé en moyenne de plus de 10% (10,23% durant la période 2015-2019, passant de 2,51 M€ à 3,59 M€), tout en affichant des résultats positifs. Durant le T1 2021, OSD aurait réalisé 1,02 M€ en progression de 7% par rapport au T1 2020 (0,95 M€). De fait, le CA « pro forma » du groupe (Implanet + OSD) se situerait à 2,69 M€.

L'accord de distribution avec Ulrich GmbH & Co KG

L'un des premiers effets du rachat d'OSD est très probablement la signature de ce contrat de distribution en Allemagne avec Ulrich GmbH & Co. KG pour ses implants JAZZ® ainsi que la plaque cervicale OSD. En effet, Ulrich Medical®, basé à Ulm en Allemagne, est un spécialiste renommé dans le secteur des implants rachidiens. Ses implants rachidiens reconnus au niveau international, sont utilisés pour soigner des lésions ou des pathologies de l'ensemble du rachis. Avec un peu plus de 450 salariés et un CA de plus de 110 millions d'euros de chiffre d'affaires, Ulrich GmbH se situe dans le top 10 des fabricants d'implants rachidiens les plus importants en Allemagne.

Le contrat de distribution signé entre Ulrich et Implanet couvre l'Allemagne, le premier marché européen du rachis (potentiel : 300 millions de dollars), ainsi que d'autres pays européens (Autriche, Scandinavie, Espagne et Royaume-Uni pour les plaques cervicales, Autriche et Suisse pour les implants JAZZ®). Une collaboration, qui s'inscrit dans la logique des partenariats stratégiques conclus avec SeaSpine et KICO.



For several years now, Implanet has been refocusing on spine surgery. This strategy has been implemented through various actions: first of all, the sale of the MADISON activity, then the recent acquisition of OSD, a spine specialist, and the exclusive distribution agreements with Globus Medical and Ulrich Medical.

The acquisition of OSD

On May 5, the Implanet shareholders' meeting ratified the management's decision to buy the company Orthopaedic & Spine Development (OSD) on the basis of a valuation of € 4.2 million. With € 2.6 million in cash (in the form of a 24-month seller's credit) and € 1.6 million in shares, Implanet is bringing the other OSD shareholders into the venture.

Specialized in the development of implants for spine surgery, Orthopaedic & Spine Development (OSD) was founded in 2005. OSD has developed several lines of cervical (SQUALE™ anterior cages and ORIGIN™ anterior plates) and lumbar (TLIF and PLIF cages: SWINGO™ T and P, SAXXO™ ultra-compact fixation system) implants as well as a bone substitute, the NEOBONE Gel™. With these products, some of which have recently received FDA 510(k) clearance, OSD has achieved a turnover of €3.6M in 2019, in about 50 referenced hospitals and clinics and with the large network of user surgeons (over 100 in France). In addition, OSD is present internationally with its distribution network in 27 countries.

In 2011, OSD created a subsidiary in Spain, where Implanet is only present through its distributor. We estimate that OSD's turnover would have grown on average by more than 10% (10.23% during 2015-2019, from € 2.51 million to € 3.59 million), while showing positive results. During Q1 2021, OSD would have realized € 1.02 million, up 7% compared to Q1 2020 (€ 0.95 million). In fact, the "pro forma" turnover of the group (Implanet + OSD) would be at € 2.69 million.

Distribution agreement with Ulrich GmbH & Co KG

One of the first effects of the OSD acquisition is probably the signing of a distribution agreement in Germany with Ulrich GmbH & Co KG for its JAZZ® implants and the OSD cervical plate. Ulrich Medical®, based in Ulm, Germany, is a renowned specialist in the field of spinal implants. Its internationally recognized spinal implants are used to treat injuries and diseases of the entire spine. With just over 450 employees and a turnover of more than € 110 million, Ulrich GmbH is one of the top ten manufacturers of spinal implants in Germany.

The distribution agreement between Ulrich and Implanet covers Germany, the largest European spine market (potential: \$ 300 million), as well as other European countries (Austria, Scandinavia, Spain and the United Kingdom for cervical plates, Austria and Switzerland for JAZZ® implants). This collaboration is in line with the strategic partnerships concluded with SeaSpine and KICO.

Implanet et Globus : un partenariat naturel

Avec un CA 2020 de \$ 789 million et près de 2 000 collaborateurs, Globus Medical, appartient au top 10 des sociétés développant et commercialisant des solutions dans le domaine musculosquelettique. Fondée en 2003, la société découvre et commercialise des produits utilisant majoritairement deux approches pour solutionner les affections de la colonne vertébrale à savoir l'approche musculosquelettique et les technologies innovantes facilitantes. Ainsi, la FDA vient d'accorder son 510(k) à Excelsius GPS de Globus Medical, plateforme de guidage et de navigation robotique qui aide les chirurgiens à effectuer des chirurgies orthopédiques et des procédures neurochirurgicales ouvertes ainsi que des chirurgies mini-invasives (MIS).

Cette technologie INR (imagerie, navigation et robotique) d'Excelsius GPS, qui offre la capacité aux chirurgiens de placer des vis pédiculaires tout en réalisant dans le même temps opératoire la chirurgie de fusion spinale, appartient clairement à la composante « technologies innovantes facilitantes ». Dans son approche musculosquelettique pour le traitement des traumatismes orthopédiques, Globus Medical a développé REFLECT™, un système de correction de la scoliose précoce ou Early-Onset Scoliosis (EOS). Pour ce produit, Implanet était le partenaire idéal. En effet, l'expertise d'Implanet avec JAZZ dans ses indications pédiatriques est certainement un élément qui a pesé dans l'accord de distribution exclusif de la gamme REFLECT™ de Globus Medical signé en juin 2021.

En effet, Implanet, qui possède un excellent taux d'adoption de sa technologie JAZZ par les chirurgiens au sein des hôpitaux universitaires aussi bien en France qu'aux USA, apparait comme un bon partenaire pour Globus. Le groupe américain souhaite accroître la visibilité de sa technologie REFLECT™ au sein de la communauté médicale européenne et française. De plus, la technologie de bandes sous-lamellaires d'Implanet s'adressait initialement à une population pédiatrique. Par ailleurs, l'accord avec Globus offre à Implanet un accès quasi-naturelle à un certain nombre de nouvelles approches comme la chirurgie mini-invasive ainsi qu'à la robotique interventionnelle.

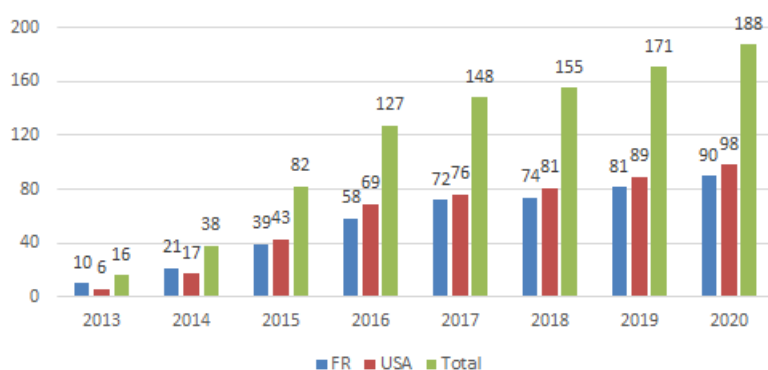
Implanet and Globus: a natural partnership

With a 2020 turnover of \$ 789 million and nearly 2 000 employees, Globus Medical is one of the top 10 companies developing and marketing solutions in the musculoskeletal field. Founded in 2003, the company discovers and commercializes products that use two main approaches to solve spinal disorders, namely the musculoskeletal approach and innovative facilitating technologies. For example, the FDA recently granted 510(k) clearance to Globus Medical's Excelsius GPS, a robotic guidance and navigation platform that assists surgeons in performing orthopedic and open neurosurgical procedures as well as minimally invasive surgeries (MIS).

This INR (imaging, navigation and robotics) technology from Excelsius GPS, which provides surgeons with the ability to place pedicle screws while performing spinal fusion surgery in the same operative time, clearly belongs to the "innovative enabling technologies" component. In its musculoskeletal approach to treating orthopedic trauma, Globus Medical has developed REFLECT™, a system for correcting early scoliosis or Early-Onset Scoliosis (EOS). For this product, Implanet was the ideal partner. Indeed, Implanet's expertise with JAZZ in its pediatric indications was certainly a factor in the exclusive distribution agreement for Globus Medical's REFLECT™ line signed in June 2021.

Indeed, Implanet, which has an excellent adoption rate of its JAZZ technology by surgeons in teaching hospitals in both France and the US, appears to be a good partner for Globus. The American group wishes to increase the visibility of its REFLECT™ technology within the European and French medical community. In addition, Implanet's sublaminar strip technology was initially aimed at a pediatric population. In addition, the agreement with Globus provides Implanet with quasi-natural access to several new approaches such as minimally invasive surgery as well as interventional robotics.

Adoption of JAZZ by surgeons



Par ailleurs, bien que le nombre d'unités JAZZ et 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, Implanet peut s'appuyer sur un noyau dur d'une quinzaine de KOL appartenant aux hôpitaux universitaires. Comme on peut le voir sur la figure précédente, le nombre de chirurgiens adoptant la technologie JAZZ s'accroît de manière continue depuis 2013 ainsi que le nombre d'unités JAZZ avec un différentiel entre la France et les USA qui tend à se réduire.

In addition, although the number of JAZZ units and of surgeons trained in JAZZ technologies continues to grow, demonstrating that Implanet's innovations are finding a certain echo within the orthopedic surgeon community, Implanet can rely on a core group of about 15 KOLs belonging to university hospitals. As can be seen in the previous figure, the number of surgeons adopting JAZZ technology has been steadily increasing since 2013, as has the number of JAZZ units, with the gap between France and the USA tending to narrow.

Retour sur REFLECT™ de Globus Medical

Cette technologie est par essence pédiatrique, puisque REFLECT™ est un système de correction de la scoliose précoce ou Early-Onset Scoliosis (EOS). Cette déformation antérieure peut donc être corrigée en appliquant une fixation sur la convexité des vertèbres scoliothiques avec un cordon flexible pour limiter la croissance du côté convexe et permettre une croissance unilatérale du côté concave. Toutefois, ce dispositif est encore en cours d'étude par la FDA.

REFLECT™ présente plusieurs avantages :

- Il est minimalement invasif : Des instruments multifonctionnels facilitent l'insertion et la tension du cordon REFLECT™ en utilisant une approche antérieure ou postérieure mini-ouverte. REFLECT™ est conçu pour être implanté par une approche thoroscopique afin de contribuer à minimiser la perturbation des tissus et la formation de tissu cicatriciel.
- Il présente une véritable gamme optimisée avec des implants : l'appareillage a été conçu pour ne pas « brider » la croissance des patients avec notamment des vis à profil bas au mécanisme de verrouillage non fileté, des agrafes à diamètre spécifique, un cordon REFLECT™, tout cela constituant une construction optimisée pour l'alignement vertébral permettant de maintenir la stabilité tout en permettant la croissance chez les patients immatures sur le plan squelettique.
- Il offre une correction peropératoire des déformations, avec des instruments de tension permettant une correction contrôlée des courbes.

Scoliose précoce : Affection et marché

La scoliose précoce (EOS) peut être définie comme une déformation de la colonne vertébrale survenant avant l'âge de dix ans. Une scoliose précoce non traitée ou une fusion vertébrale précoce entraînant une colonne vertébrale courte sont souvent associées à une mortalité accrue et à des troubles cardiopulmonaires. La scoliose est une courbure de la colonne vertébrale d'un côté ou de l'autre, de plus de 10 degrés ; elle peut également signifier une cyphose accrue, qui est une sur-courbure de la partie supérieure du dos. 2 à 3 % de la population américaine présente une forme de scoliose. La scoliose précoce (EOS) est une scoliose identifiée ou diagnostiquée par un médecin chez des patients âgés de moins de 10 ans.

Les patients présentant des courbes plus sévères peuvent nécessiter une correction chirurgicale de leur scoliose. Il existe plusieurs options chirurgicales qui permettent à la colonne vertébrale de se développer tout en contrôlant la courbure ; ces options comprennent : un dispositif à base de tension (attaches ou agrafes), des tiges de croissance à commande magnétique (MAGEC™), une côte prothétique verticale extensible en titane (VEPTR®), des dispositifs de croissance guidée (Shilla® ou Luque Trolley), des tiges de croissance traditionnelles (TGR) ou une fusion vertébrale.

Le recentrage sur le rachis : la vente de la franchise MADISON

Dans le cadre du redéploiement de sa stratégie ainsi que de son mix produits, Implanet n'avait pas abandonné le projet de cession de son activité genou MADISON. En effet, depuis plusieurs exercices, Implanet a souhaité une stratégie de recentrage sur la chirurgie du rachis.

A look back at REFLECT™ by Globus Medical

This technology is inherently pediatric, as REFLECT™ is a correction system for Early-Onset Scoliosis (EOS). This anterior deformity can therefore be corrected by applying a fixation to the convexity of the scoliotic vertebrae with a flexible cord to limit growth on the convex side and allow unilateral growth on the concave side. However, this device is still under review by the FDA.

REFLECT™ has several advantages:

- It is minimally invasive: Multifunctional instruments facilitate insertion and tensioning of the REFLECT™ cord using a mini-open anterior or posterior approach. REFLECT™ is designed to be implanted using a thoroscopic approach to help minimize tissue disruption and scar tissue formation.
- It features a true optimized range with implants: the instrumentation was designed to not "restrict" patient growth including low profile screws with a non-threaded locking mechanism, specific diameter staples, REFLECT™ cord, all of which provide an optimized construction for spinal alignment to maintain stability while allowing growth in skeletally immature patients.
- It offers intraoperative deformity correction, with tension instruments allowing for controlled curve correction.

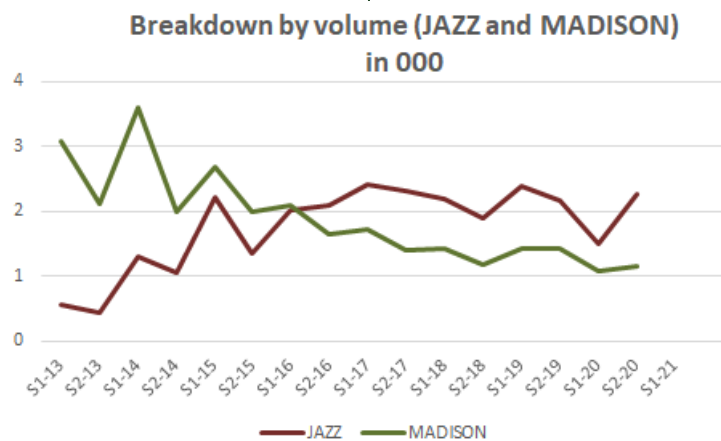
Early-Onset Scoliosis (EOS): Condition and market

Early-onset scoliosis (EOS) can be defined as a spinal deformity occurring before the age of ten. Untreated early scoliosis or early spinal fusion resulting in a short spine is often associated with increased mortality and cardiopulmonary disorders. Scoliosis is a curvature of the spine on either side of more than 10 degrees; it can also mean increased kyphosis, which is an over-curvature of the upper back. 2 to 3 percent of the U.S. population has some form of scoliosis. Early-onset scoliosis (EOS) is scoliosis identified or diagnosed by a physician in patients under the age of 10.

Patients with more severe curves may require surgical correction of their scoliosis. There are several surgical options that allow the spine to grow while controlling the curvature; these options include: a tension-based device (tether or staples), magnetically actuated growth rods (MAGEC™), titanium vertical expandable prosthetic rib (VEPTR®), guided growth devices (Shilla® or Luque Trolley), traditional growth rods (TGR), or a spinal fusion.

Refocusing on the spine: the sale of the MADISON franchise

As part of the redeployment of its strategy and product mix, Implanet had not abandoned the project of selling its MADISON knee business. Indeed, for several years, Implanet has been looking for a strategy of refocusing on spine surgery.



Ainsi, JAZZ, qui était initialement indiqué pour le traitement des scolioses, adresse le traitement de certaines déficiences osseuses. De même, l'accord récemment signé avec Globus Medical à propos de REFLECT™ adresse lui aussi le traitements des scolioses précoces chez l'enfant et l'adolescent. Tout comme, les produits développés par OSD qui ciblent le marché des implants cervicaux. D'ailleurs, cet infléchissement se traduit par les chiffres de commercialisation de JAZZ™ et de MADISON™.

Comme on peut le voir sur la figure ci-dessus, à partir du S1 2016, on observe un inversement des tendances avec des ventes plus importantes de la franchise JAZZ™ et une diminution constante des ventes des prothèse de genou MADISON™. Implanet s'est donc rapprochée de la société SERF qui appartient au groupe Menix, en vue de lui céder son activité prothèse des genoux. Pour cette opération qui porterait sur une cession de l'ensemble de l'activité MADISON™, les deux sociétés ont signé un protocole de négociation exclusive. La gamme MADISON™ (prothèse tricompartmentale) s'inscrit stratégiquement dans la volonté du groupe Menix de compléter sa gamme de prothèses de genou (aujourd'hui majoritairement unicompartmentales).

Fondé en 1973, la Société d'Etude, Recherche et Fabrication (SERF) est mondialement reconnue pour l'invention et la commercialisation de la prothèse de hanche à double mobilité. Elle a rejoint, en 2009, la société Dedienne Santé au sein de la holding Menix, sont arrivés ensuite Global D en 2012 et en 2015, One Ortho Medical. Le groupe est spécialisé en orthopédie, en implantologie dentaire et chirurgie cranio-maxillo-faciale. Le groupe Menix réalise 65% de CA en orthopédie sur les marchés européens.

L'opération proposée, qui devrait être bouclée pour la fin du T4 2021, pourrait se réaliser sur la base d'un multiple de CA, sachant que lors de l'exercice 2020 la franchise MADISON™ avait réalisé un CA de 2,12 M€.

Etat des lieux post Covid

Le secteur de l'orthopédie et plus particulièrement celui de la chirurgie de la colonne vertébrale a eu à pâtir grandement de la crise sanitaire. En effet, des nombreuses chirurgies dites « électives » ont été reprogrammées, voire annulées. Mais sommes-nous réellement entrés dans une ère post-Covid ? Toutefois, si tel était le cas, cette crise aura eu pour effet de mettre en lumière des procédures réduisant ou optimisant la durée d'hospitalisation ainsi que de nouveaux comportements (télé-médecine) qui ont eu pour effet de mettre en place une nouvelle normalité un peu différente de la précédente.

Thus, JAZZ, which was initially indicated for the treatment of scoliosis, addresses the treatment of certain bone deficiencies. Similarly, the agreement recently signed with Globus Medical regarding REFLECT™ also addresses the treatment of early scoliosis in children and adolescents. As well as the products developed by OSD which targets the cervical implant market. Moreover, this shift is reflected in the marketing figures for JAZZ™ and MADISON™.

As can be seen in the figure above, from H1 2016 onwards, there is a reversal of trends with higher sales of the JAZZ™ franchise and a steady decline in sales of MADISON™ knee prosthesis. Implanet has therefore approached SERF, which belongs to the Menix Group, with a view to selling its knee prosthesis business. For this transaction, which would involve a sale of the entire MADISON™ business, the two companies signed an exclusive negotiation protocol. The MADISON™ line (tricompartmental prosthesis) is strategically in line with the Menix Group's desire to complete its range of knee prostheses (today mostly unicompartmentalized).

Founded in 1973, the Société d'Etude, Recherche et Fabrication (SERF) is world-renowned for the invention and marketing of the dual mobility hip prosthesis. It joined, in 2009, the company Dedienne Santé within the holding Menix, then arrived Global D in 2012 and in 2015, One Ortho Medical. The group is specialized in orthopedics, dental implantology and Cranio-Maxillo-Facial surgery. The Menix group generates 65% of its turnover in orthopedics in the European markets.

The proposed transaction, to be closed by the end of Q4 2021, could be done based on a multiple of turnover, knowing that in the 2020 fiscal year the MADISON™ franchise achieved a turnover of € 2.12 million.

State of play post Covid

The orthopedic sector and more particularly the one of spine surgery has suffered greatly from the health crisis. Indeed, many so-called "elective" surgeries have been rescheduled or even cancelled. But have we really entered a post-Covid era? However, if this was the case, this crisis will have had the effect of highlighting procedures reducing or optimizing the length of hospitalization as well as new behaviors (telemedicine) which have had the effect of setting up a new normality a little different from the previous one.

Sommes-nous entrés dans une ère post-Covid ?...

Certainement, puisqu'une estimation du Spine Market Group (SMG) table sur une augmentation de 5% pour l'ensemble des sociétés actives dans la production et la commercialisation d'implants pour le rachis durant l'exercice 2021. Comme on peut le voir sur le tableau ci-dessous où sont repris les tendances annoncées par le SMG. Ainsi sur la base des premiers résultats d'Implanet +43% au S1 2021, à moins d'une véritable catastrophe au S2, Implanet devrait surperformer ces estimations.

Have we entered a post-Covid era?

Certainly, since an estimate by the Spine Market Group (SMG) predicts a 5% increase for all companies active in the production and marketing of spine implants during the 2021 fiscal year. As can be seen from the table below, which shows the trends announced by the SMG. Thus, based on Implanet's first results of +43% in H1 2021, unless there is a real catastrophe in H2, Implanet should outperform these estimates.

Estimated Market Growth & Share for spine activity in the top 10 Medtech companies

Companies	Sales 2020 (\$MM)	Market Share 2020	Sales Estimate 2021 (\$MM)	Growth% 2020-2021	E-Market Share 2021
MEDTRONIC	2335	28,4%	2.451,0	5%	28%
JOHNSON	1179	14,4%	1.202,0	2%	13,9%
NUVASIVE	1051	12,8%	1.170,0	11%	13,6%
STRYKER	1047	12,7%	1.130,8	8%	13,1%
GLOBUS MEDICAL	789	9,6%	880,0	12%	10,2%
ZIMMER SPINE	389,3	4,7%	397,1	2%	4,6%
ALPHATEC SPINE	144,9	1,8%	178,0	23%	2,1%
OTHERS	1277	15,6%	1.213,0	-5%	14,1%
TOTALS	8212,2	100%	8.622,8	5%	100,0%

Source : <https://thespinemarketgroup.com/which-is-the-spine-market-first-estimate-for-2021/>

Au sein de cet échantillon, le SMG souligne la croissance très forte d'Alphatec Spine avec 23% ainsi que de Globus Medical, le partenaire d'Implanet (+12%) mais également de NuVasive à +11%. Malgré le ralentissement qui avait été le lot général du secteur, malgré certaines disparités, il semble bien que la reprise soit au rendez-vous. Toutefois, il convient de distinguer entre la reprise de ces fameuses chirurgies électives qui avaient fortement pâti des reprogrammations et la croissance plus soutenue. Mais il a fort à penser que les 43% de croissance d'Implanet soit à mettre au crédit d'une croissance plus structurelle. Ce qui se traduit aussi au niveau hexagonal puisqu'Implanet affiche une croissance de son CA supérieure à celle de ses principaux concurrents.

Within this sample, the SMG highlights the very strong growth of Alphatec Spine with 23% as well as Globus Medical, Implanet's partner (+12%), and also NuVasive with +11%. Despite the slowdown, which had been the general lot of the sector, and despite certain disparities, it seems that the recovery is on track. However, a distinction must be made between the recovery of these famous elective surgeries, which had suffered greatly from reprogramming, and the more sustained growth. But it is likely that the 43% growth of Implanet is due to a more structural growth. This is also reflected in France, where Implanet's sales growth is higher than that of its main competitors.

... Ce qui se traduit par ...

1. ...un recours accru à l'innovation qui est un élément essentiel sur les marchés du traitement des pathologies de la colonne vertébrale. Comme le soulignait Omar Ishrak, le président exécutif de Medtronic lors d'un webinar en Nov. 2020 « *Medtech : the New Norm of global healthcare in a post-Covid Era* », la période à venir sera certainement plus collaborative et plus axée sur l'innovation.
2. ...une dynamique organisationnelle hospitalière différente ainsi des relations accrues entre le corps médical et l'administration hospitalière afin de rendre les structures hospitalières plus agiles aussi bien à l'égard de l'innovation que de la réduction des coûts ;
3. ...une digitalisation accrue de la santé qui participera à l'agilité avec notamment aux USA les centres de chirurgies ambulatoires (ASC) plus nombreux, mais aussi un recours à la télémédecine pour mettre les hôpitaux en réseau permettant l'échange de données aussi bien médicales qu'administratives. De même, la digitalisation pourrait avoir pour effet de modifier en profondeur la relation des sociétés de medtech avec les patients, grâce notamment à un accès et une communication plus directs tout en apportant des solutions utilisant les outils numériques ;

... This is reflected in ...

1. ...an increased use of innovation, which is an essential element in the markets for the treatment of spinal column pathologies. As Omar Ishrak, Medtronic's executive chairman, pointed out in a Nov. 2020 webinar "Medtech: The New Norm of global healthcare in a post-Covid Era," the coming period will certainly be more collaborative and innovation-driven.
2. ...a different hospital organizational dynamic as well as an increased relationship between the medical profession and the hospital administration in order to make hospital structures more agile with respect to both innovation and cost reduction;
3. ...increased digitalization of health care, which will contribute to agility, with more ambulatory surgery centers (ASCs) in the United States, but also the use of telemedicine to network hospitals and exchange medical and administrative data. Similarly, digitalization could have the effect of profoundly changing the relationship of medtech companies with patients, thanks in particular to more direct access and communication while providing solutions using digital tools;

4. ...l'émergence de nouveaux business models orientés, soit vers la production d'innovations de ruptures, un modèle certainement privilégié par les grandes sociétés de medtech toujours à la recherche d'innovation qu'elles trouvent au sein des petites sociétés, soit vers la gestion des affections en développant des services autour d'un produit medtech.

... les réponses d'Implanet sont multiples...

Pour répondre à ces transformations du secteur de la santé consécutives à la crise du Covid, Implanet présente plusieurs atouts :

1. La capacité d'innovation d'Implanet (cf. JAZZ™ et sa technologie de bandes sous-lamellaires) qui lui permet de faire évoluer les applications de JAZZ depuis les indications pédiatriques aux indications traumatiques et plus particulièrement aux différents problèmes de chirurgie orthopédique de la colonne vertébrale « vieillissante » (« Aging » Spine). C'est peut-être cet aspect qui aura attiré Globus Medical. Sur un marché en croissance qui devrait atteindre 13,81 milliards de dollars en 2023 (TCAM : +5.31%) en période post-Covid ;
2. Afin de faire face aux nouvelles dynamiques hospitalières, Implanet pourra s'appuyer sur ces différents partenariats aussi bien aux USA avec SeaSpine, Globus, des acteurs en devenir qu'en Europe avec Ulrich GmbH. Ces accords assurent à Implanet des commandes permettant de compenser le « Backlog » constaté ;
3. Implanet se doit de faire preuve d'agilité non seulement technologique, mais aussi commerciale pour répondre de manière satisfaisante notamment à l'émergence aux USA des ASC (Ambulatory Surgery Centers), qui offrent la possibilité d'une chirurgie orthopédique hors les murs de l'hôpital. Ce nouveau segment devrait bénéficier des progrès en chirurgie mini-invasive et en instrumentation rachidienne. De plus, il devrait ultimement conduire, Implanet à identifier et à travailler avec de nouveaux KOL, ce qui nécessitera de nouvelles approches commerciales.
4. Implanet s'inscrit aussi dans la reprise des opérations de M&A, puisqu'elle a racheté OSD en mai dernier et cherche aujourd'hui à vendre sa franchise genou. En effet, le marché des fusions-acquisitions d'équipementiers orthopédiques est resté actif en 2020 avec près de 42 transactions dont l'acquisition de Wright Medical par Stryker, d'Integra LifeScience par Smith+Nephew, celle de Medtronic par Medtronic pour citer les plus emblématiques. Une autre opération a attiré notre attention, c'est le rachat en avril 2020, d'ApiFix, qui développe une approche mini-invasive et sans fusion de la déformation scoliotique, par OrthoPediatrics.

- 4 ...the emergence of new business models oriented either towards the production of breakthrough innovations, a model certainly favored by large medtech companies always looking for innovation that they find within small companies, or towards the management of ailments by developing services around a medtech product.

... Implanet's answers are multiple...

To respond to these transformations in the healthcare sector following the Covid crisis, Implanet has several assets:

1. Implanet's capacity for innovation (cf. JAZZ™ and its sublamellar band technology) which allows it to evolve JAZZ's applications from pediatric indications to traumatic indications and more particularly to the various problems of orthopedic surgery of the "aging" spine ("Aging" Spine). It is perhaps this aspect that attracted Globus Medical. In a growing market that is expected to reach 13.81 billion dollars in 2023 (CAGR: +5.31%) in the post-Covid period;
2. To face the new hospital dynamics, Implanet will be able to rely on these various partnerships both in the USA with SeaSpine, Globus, and other up-and-coming players, and in Europe with Ulrich GmbH. These agreements ensure that Implanet will receive orders to compensate for the observed backlog;
3. Implanet must be agile not only technologically, but also commercially, to respond satisfactorily to the emergence in the USA of ASCs (Ambulatory Surgery Centers), which offer the possibility of orthopedic surgery outside the hospital. This new segment should benefit from advances in minimally invasive surgery and spinal instrumentation. Moreover, it should ultimately lead Implanet to identify and work with new KOLs, requiring new commercial approaches.
4. Implanet is also part of the resumption of M&A operations, since it acquired OSD last May and is now looking to sell its knee franchise. Indeed, the orthopedic M&A market remained active in 2020 with nearly 42 transactions, including the acquisition of Wright Medical by Stryker, of Integra LifeScience by Smith+Nephew, and of Medtronic by Medtronic, to name the most emblematic. Another deal that caught our attention was the April 2020 acquisition of ApiFix, which develops a minimally invasive, fusion-free approach to scoliotic deformity, by OrthoPediatrics.

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 0.01% (3 months mean of OAT TEC-10 – Source: Agence France Trésor), a market risk premium of 7.25% (source: Fairness Finance, Market Risk Premia), a beta of 0.85, a Small Caps risk premium of 4.4%, we get to a discount rate of 10.55%.

Risk-Free Rate	Market Risk Premium	Beta	Small Caps Premium	Cost of Capital	Cos of Debt	Financial Leverage	Tax Rate	WACC
0,01%	7,25%	0,85	4,4%	10,5%	3,5%	0%	25,0%	10,55%

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 10.55% discount rate, we obtain the following discounted cashflow statement for the period 2021E – 2030E (in €M).

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028e	2029e	2030e
Revenues	9,82	11,88	12,63	14,85	16,93	19,46	23,35	28,02	33,62	40,34
EBIT	-1,01	-0,48	0,38	1,54	2,63	3,41	4,08	4,71	5,45	6,10
Taxes	0,00	0,00	0,00	0,29	0,55	0,74	0,90	1,05	1,22	1,38
Capital expenditure	0,10	0,11	0,13	0,15	0,17	0,18	0,20	0,21	0,22	0,24
Impact of WCR variation	0,25	0,35	0,05	0,36	0,29	0,34	0,54	0,61	1,01	1,21
Operating FCF	-1,36	-0,94	0,20	0,74	1,62	2,15	2,44	2,85	3,00	3,28
Discounted operating FCF	-0,96	-0,60	0,11	0,39	0,76	0,92	0,94	1,10	1,16	1,26

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		5,21	26,5%
11-20 yrs period	3,0%	8,49	43,1%
Terminal growth rate	2,0%	5,98	30,4%
Total		19,68	100,0%
dont valeur terminale		14,47	73,5%

Source: Implanet, Genesta estimates

Thus, Implanet enterprise value stands at € 19.68 million.

Price per share calculation

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

Discounted FCFs (2021-2030)	13,7
+ Discounted terminal value	14,5
+ Financial assets	0,4
+ Assets consol. on an equity basis	0,0
- Provisions	0,6
- Net financial debt	-1,7
- Minorities	0,0
+ Discounted tax loss carry forward	1,1
= Group equity value	30,9
Number of shares	10,249
Share valuation	3,01

Source: Implanet, Genesta estimates

As a consequence, the use of the Discounted Free Cash Flow method values Implanet's at € 3.01 per share, representing an upside of +455 % compared to the last closing price of € 0.54 on October 1, 2021.

Comparable companies' valuation (peers)

Comparable selection

Implanet designs, develops and markets a range of orthopedic implants (JAZZ™ Franchise) which was intended to improve the treatment of spinal disorders. The JAZZ™ franchise is protected by 4 sets of international patents and has obtained 501(k) clearance from the FDA and CE mark. Let's recall that two French orthopedic and implantology companies have been acquired in the last few years. One, Vexim, in October 2017 by Stryker largely for its SpineJack™, an innovation to repair spinal fractures. The other, Medicea, in November 2020 by Medtronic.

Our peer is therefore made up of five companies, four in the field of orthopedy (Amplitude Surgical, Safe Orthopedics, Spineway SA, SpineGuard SA) and one medtech involves in diagnosis (Mauna Kea Technologies).

Amplitude Surgical SAS: Founded in 1997, Amplitude Surgical, is a leading French player on the global surgical technology market for lower-limb orthopedics. With its presence in more than 35 countries, Amplitude Surgical has achieved a strong international growth supported by a sales organization built around our subsidiaries and our network of agents and exclusive distributors. During FY 2020-21, Amplitude has realized sales of €95,5 M, with an EBITDA margin close to 18%.

Safe Orthopedics SAS: With sales revenues of 3,68 M€ for FY 2020, Safe Orthopedics specializes in the design, manufacture and marketing of medical devices dedicated to spinal surgery. The company offers implants and instruments from the SteriSpine range (the first sterile, single-use and fully traceable spinal arthrodesis system). The turnover by distribution channel is broken down as follows: - direct sales (56%);- indirect sales (44%).

Spineway SA : Spineway is a french company specialized in the design, manufacture and marketing of spinal implants and surgical instruments. In July 2020, Spineway has acquired 100% of the capital of Distimp, a french player in the field of spine surgery implants. The group offers spinal systems, cervical and lumbar cages, cervical plates, bone substitutes, etc.

SpineGuard, SA: The company develops and markets the PediGuard™ probes for spine surgery. The PediGuard™ probes integrate SpineGuard's proprietary DSG (Dynamic Surgical Guidance) Technology. This device assists spine surgeons to accurately drill the pilot hole in preparation for pedicle screw insertion.

Mauna Kea Technologies : Specializes in the design, development and marketing of optical biopsy devices and tools. Its products are designed to visualize and detect cellular abnormalities during gastrointestinal and pulmonary endoscopy procedures, primarily in cancer patients.

The table below summarizes the main aggregates in €m, of the companies making up our peer group:

	CA 20	CA 21	CA 22	EBE 20	EBE 21	EBE 22	REX 20	REX 21	REX 22	RN 20	RN 21	RN 22
Amplitude Surgical SAS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Safe Orthopaedics SAS	3,66	5,51	8,06	-6,10	-6,83	-5,58	-6,67	-6,51	-4,99	-8,31	-7,21	-5,62
Spineway SA	3,38	NA	NA	-0,61	-1,30	0,10	-1,83	-3,50	-2,70	-14,11	-3,50	-2,70
Mauna Kea Technologies SA	6,53	8,38	11,66	-10,47	-12,75	-9,59	-11,82	-13,70	-10,50	-12,79	-14,65	-14,35
SpineGuard SA	4,85	5,55	6,71	9,14	-1,48	0,54	0,33	NA	-1,84	-0,63	0,83	NA

Source : Infront Analytics

	Capitalisation	Dette nette	Minoritaires	VE
Amplitude Surgical SAS	0,10	93,70	0,0	93,8
Safe Orthopaedics SAS	0,02	1,45	0,0	1,5
Spineway SA	21,87	3,08	0,0	25,0
Mauna Kea Technologies SA	46,40	-10,50	0,0	35,9
SpineGuard SA	37,23	4,85	0,0	42,1

Source : Infront Analytics

Valuation

This table summarizes the ratio of comparable companies:

	VE/Sales 21	VE/Sales 22	VE/EBITDA 21	VE/EBITDA22	VE/EBIT 21	VE/ EBIT 22	PE 21	PE 22
Amplitude Surgical SAS	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Safe Orthopaedics SAS	3,98	2,72	-3,22	-3,93	-3,37	-4,40	-2,84	-3,65
Spineway SA	NA	NA	-16,88	219,45	-6,27	-8,13	-6,25	-8,10
Mauna Kea Technologies SA	4,28	3,08	-2,82	-3,74	-2,62	-3,42	-3,17	-3,23
SpineGuard SA	7,58	6,27	-28,36	77,93	NA	-22,92	44,85	NA
Average	5,28	4,03	-12,82	72,43	-4,09	-9,72	8,15	-4,99
Median	4,28	3,08	-10,05	37,09	-3,37	-6,26	-3,01	-3,65

Source : Genesta, Infront Analytics

This table displays the implied valuations of Implanet (in €m) according to the current valuation multiples of the comparable companies:

	Sales 21	Sales 22	EBITDA 21	EBITDA 22	EBIT 21	EBIT 22	RN 21	RN 22
Implanet	9,8	11,2	-1,0	-0,5	-1,3	-0,8	-1,4	-0,9
Resulting valuation (€m)	51,9	45,1	13,0	-34,6	5,4	7,7	-11,3	4,3
Average valuation (€/share)	42,1	34,5	10,2	-17,7	4,4	5,0	4,2	3,1
	4,23		-0,71		0,55		0,01	

Source : Genesta, Infront Analytics

In addition, given the difference between the average market capitalization of the companies making up the peer group retained and that of Implanet, we apply a size discount, based on the Eric-Eugène Grena model, presented in the methodological note below, to obtain a more relevant valuation of the security.

Applied to Implanet, this method leads us to implement a slight size discount of -0.4% to the results mentioned above.

Average Capitalization of comparable companies	EUR	45,8	m
Company Capitalization (not adjusted)	EUR	13,5	m
Capitalization's ratio		29,4%	
Premium / Discount to apply		-10,2%	

After applying this discount, we obtain the following valuation (€/share):

Average valuation/share	3,80	-0,64	0,49	0,01
Average			0,91	

Source : Genesta, Infront Analytics

The comparable method shows a value per share of between € 3,80 and € 0,49 per share with an average of € 0,91, i.e., a potential increase in value of +68,7% compared to the closing price on October 1st, 2021 of € 0,54.

Size discount/ Premium methodology

Considering the possible gap between the peers' average market capitalization and the company's, Genesta implements a discount, or a premium, inspired by the Eric-Eugène Grena's model, to obtain a more relevant valuation of the company.

Works led by Eric-Eugène Grena – SFAF member, former director of BNP Paribas Equity Research and former partner at Clinvest – showed that there exists a risk to implement peers valuation approach without considering the existence of large gaps between the size of the valuated company and the one of its peers.

Thus, it seems important to make a correction by calculating a discount or a premium applied to the estimated company if necessary. The study, which has been made on a conclusive sample, revealed a decrease in the PE ratios regarding the peers' size and that the correction should be of the same order of extent.

The approach followed by Genesta consists in:

- 1) Calculating the ratio between the estimated company's market capitalization and the one of its peers;
- 2) Implementing, as stated by the previously calculated ratio, a discount or a premium according to the abacus defined by Eric-Eugène Grena while taking care of using a linear regression between each increment;
- 3) Applying this discount or premium to the estimated market capitalization of the valuated company and thus refining the peers estimation's relevance.

Capitalization Ratio	Adjustement applied	
<2%	-40%	Discount
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	Premium
120%	2%	
140%	4%	
150%	5%	
160%	7%	
170%	10%	
180%	14%	
190%	20%	
195%	26%	
198%	34%	
>198%	40%	

Summary of financial statements

Simplified Income Statement

31/12 (M€)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Revenues	7,84	6,72	7,41	6,01	9,82	11,20	12,63
% change	0,2%	-14,3%	10,2%	-18,8%	63,3%	14,1%	12,8%
Ebitda	-5,48	-4,84	-3,30	-3,02	-1,01	-0,48	0,38
% change	-16,0%	-11,7%	-31,8%	-8,4%	-66,5%	-52,8%	-178,7%
% of revenues	-69,9%	-72,0%	-44,6%	-50,3%	-10,3%	-4,3%	3,0%
Ebit	-6,24	-5,35	-3,60	-3,20	-1,32	-0,79	0,04
% change	-9,4%	-14,2%	-32,7%	-11,1%	-58,9%	-39,9%	-104,5%
% of revenues	-79,5%	-79,6%	-48,6%	-53,2%	-13,4%	-7,1%	0,3%
Financial income and charges	-0,37	-0,18	-0,21	-0,29	-0,06	-0,06	-0,06
Earnings before tax	-6,61	-5,53	-3,66	-3,97	-1,38	-0,86	-0,03
Income tax	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
tax rate %()	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Net earnings	-6,61	-5,53	-3,60	-4,00	-1,38	-0,86	-0,03
% change	-9,4%	-16,3%	-34,9%	11,1%	-65,5%	-38,0%	-96,6%
% of revenues	-84,3%	-82,3%	-48,6%	-66,5%	-14,1%	-7,6%	-0,2%

Balance Sheet – Mains items

31/12 (M€)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Goodwill							
Intangible assets	0,71	0,85	1,14	1,09	1,09	1,09	1,09
Tangible assets	0,82	0,65	1,18	0,95	0,95	0,95	0,95
Financial fixed assets							
Working Capital Requirements	3,70	3,26	2,78	2,25	2,50	2,85	3,22
% of revenues	47,1%	48,4%	37,5%	37,4%	25,5%	25,5%	25,5%
Gross financial debts	2,25	2,64	4,12	3,92	4,12	4,12	5,20
Cash and short term investments	2,61	0,07	0,37	0,75	4,74	3,14	1,38
Net financial position (net financial debt if a minus)	-0,36	2,57	3,75	3,17	-0,62	0,98	3,82

Cash Flows Statement – Main items

31/12 (M€)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Cashflow	-4,8	-4,9	-2,7	-3,7	-0,6	1,0	2,8
Capital expenditures	0,7	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1
% of revenues	9,5%	7,0%	6,0%	5,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Impact of working capital requirements variation	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	0,4	0,4
Free cashflow	-5,2	-4,9	-2,7	-3,5	-0,9	0,5	2,3

Ratio

31/12 (M€)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
EPS (€)	-0,28	0,00	0,00	-0,02	-0,02	-0,01	0,00
% change	-28,2%	-98,5%	5,1%	406,5%	-30,4%	-38,0%	-96,6%
Market capitalisation (€m)	0,0	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Enterprise value	-0,3	8,5	9,7	9,1	5,3	6,9	9,8
P/E	0,0	-1,1	-1,6	-1,5	-4,3	-6,9	-203,7
EV/Sales	0,0	1,3	1,3	1,5	0,5	0,6	0,8
EV/Ebitda	0,1	-1,8	-2,9	-3,0	-5,3	-14,5	25,9
EV/Ebit	0,1	-1,6	-2,7	-2,8	-4,0	-8,7	276,1
Ebitda/Sales	-69,9%	-72,0%	-44,6%	-50,3%	-10,3%	-4,3%	3,0%
Ebit/Sales	-79,5%	-79,6%	-48,6%	-53,2%	-13,4%	-7,1%	0,3%
Net earnings/Sales	-84,3%	-82,3%	-48,6%	-66,5%	-14,1%	-7,6%	-0,2%
Gearing	-25,9%	150,6%	545,6%	246,0%	-47,8%	75,9%	296,7%

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

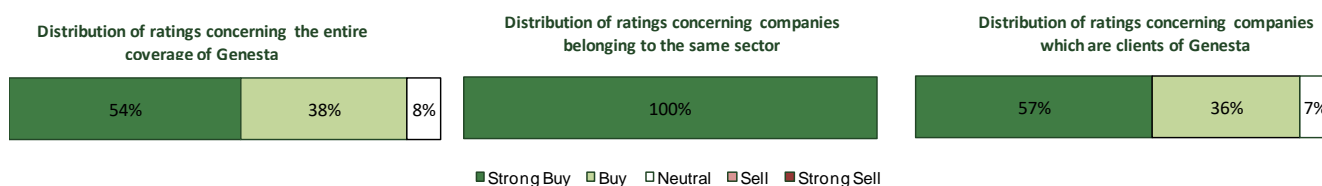
The analyst. Genesta or any of its employees is a shareholder of the issuer	The issuer subject of this report is a shareholder of Genesta	Other financial interest between Genesta and the issuer	Genesta is a market maker or liquidity provider in financial instruments issued by this issuer	Genesta has 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
7 th October 2021	Equity Flash Strong Buy	€ 1.96
19 th July 2021	Equity Flash Strong Buy	€ 1.73
21 st April 2021	Equity Flash Strong Buy	€ 1.53
25 th February 2021	Equity Flash Strong buy	€ 1.50
25 th January 2021	Equity Flash Strong buy	€ 1.40
9 th November 2020	Equity Flash Strong buy	€ 1.44

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.