

Analyst Report

[Français, English]

Jean-Pierre Loza, PhD

Implanet

Euronext Paris : ALIMP [FR0010458729]



19/07/2018

Estimated Share Price : €0.9

Estimated Market Cap. (€M)*	26.5	YTD High/Low (€)	0,25 / 0,24
Share price (€)*	0.26	3-month average daily vol.	128 100
Market Cap. (€M)*	7.67	Free Float	76%
Number of shares (M)	29.5	Estimated Net Cash (€M)	4,5

** as of 2018/19/07*

Despite a decline in sales in H1, the Jazz franchise is up in France (+ 10%) and in the US (+ 14%)

Implanet has released its turnover for the first half of 2018. Despite a decline of nearly 9% of turnover, we see several reasons to be optimistic. First, mention the territories with direct sales, France and the US, where Jazz sales are progressing. Second, we also observe the increase fidelity of orthopedists in implanting the Jazz device. Our model leads us to lower our price target from € 1.2 to € 0.9, which still has a significant upside potential.

A half-year 2018 halftone

H1 2018 was mainly affected by a 9% decrease at constant exchange rate (-14% change) in turnover to € 3.63 million compared with € 4.12 million in 2017. This contraction in sales is due to a strong decline in knee / arthroscopy activity which showed a decline of 16% following the discontinuation of the commercialization of arthroscopy implants. In fact, up to now, knee / arthroscopy activity accounted for nearly 35% of turnover. This scheduled stop should allow the company to refocus on higher margin products such as the JAZZ platform and proprietary implants. In addition, the reorganization of the traditional marketing model (via local distributors) to the benefit of a

Malgré un recul du CA au S1, la franchise Jazz progresse en France (+10%) et aux USA (+14%)

Implanet a publié son chiffre d'affaire (CA) du 1^{er} semestre 2018. Malgré un recul de près de 9% du CA, nous voyons plusieurs raisons d'être optimiste. Citons les marchés avec commercialisation en direct, tels France et USA, pour lesquels les ventes de Jazz progressent. Egalement, il est observé une hausse de la récurrence des poses de l'appareillage Jazz. Notre modèle nous conduit à abaisser notre objectif de cours de 1,2€ à 0,9€ qui présente toujours un potentiel de hausse plus que significatif.

Un premier semestre 2018 en demi-teinte

Le S1 2018 a été marqué principalement par un repli de 9%, à taux de change constant (-14% de variation), du CA à 3,63 M€ contre 4,12 M€ en 2017. Cette contraction des ventes est due à une forte baisse de l'activité genou/arthroscopie qui affiche un recul de 16% consécutive à la décision d'arrêter la commercialisation des implants d'arthroscopie. En effet, jusqu'à présent, l'activité genou/arthroscopie contribuait pour près de 35% du CA. Cet abandon programmé devrait permettre à la société de se recentrer sur des produits à plus haute marge comme la plateforme JAZZ et les implants propriétaires. De plus, la réorganisation du modèle traditionnel de

direct sale by the company in certain target markets weighed on sales in Q2 and even more so in H1 (-56% to € 243,000).

However, we believe that there are reasons to be optimistic for Implanet, such as the change of marketing model, including the development of direct sales in the German and English markets, together with the depth of the market for osteo-degenerative diseases.

Direct sales on the French and US markets

The company has decided to market directly in certain territories, such as France and the USA. In these markets, the Jazz business grew by 10% and 14% respectively (at constant exchange rate). This differentiated approach necessitated the establishment of country managers and a specialized sales force capable of interacting with surgeons, who remain the ultimate decision-makers in the choice of techniques and equipment for spine surgery. This proximity also explains the recurrence of implantations observed, so the average number of surgeries in USA using JAZZ per hospital per year increased by more than 25% between 2017 and H1 2018.

Duplicate the direct sales model in Germany and the United Kingdom

Confident in the relevance of its new marketing strategy, Implanet has therefore decided to duplicate it on two new European territories, Germany and the United Kingdom. According to some estimates (Market Research, Global Data), these two countries represent respectively 6 and 2% of the spinal fusion market estimated at 4.77 billion dollars in 2013. Thus, in the United Kingdom, the number of people having undergone Lumbar surgery doubled between 1998 and 2012 from 2.5 persons / 10,000 adults to 4.9 / 10,000.

Spinal fusion, a growing market

The aging of the world's population, the increased inactivity of these populations and the emergence of numerous cases of obesity, explain that the incidence and prevalence of low back pain are constantly increasing. The market for spine operations is expected to grow from \$ 4.77 billion in 2013 to more than \$ 9 billion in 2020. Within this market, Implanet is targeting an estimated \$ 2.5 billion segment in which Implanet and JAZZ products can address several indications such as the treatment of adjacent segments, the replacement of intermediate screws or the treatment of lumbar disc herniation and its recurrence, the inflammatory disc disease, the low back pain post-discectomy or narrowing of the lumbar canal.

commercialisation (via des distributeurs locaux) au profit d'une vente en directe par la société sur certains marchés cibles a grevé les ventes du T2 et a fortiori du S1 (-56% à 243 k€).

Toutefois, nous pensons qu'il existe des raisons d'être optimiste pour Implanet, comme notamment le changement de modèle de commercialisation, la société a décidé d'organiser sa commercialisation en direct sur les marchés allemand et anglais, enfin la profondeur du marché des affections ostéo-dégénératives.

Opérer en direct sur les marchés français et US

La société a décidé de commercialiser directement sur certains marchés cibles comme la France et les USA. Sur ces marchés, l'activité Jazz à progresser respectivement de 10 et 14% (à taux de change constant). Cette approche différenciée a nécessité la mise en place de country managers et d'une force de vente spécialisée. Ces derniers sont seuls capables d'échanger avec les chirurgiens, qui demeurent les ultimes décideurs dans le choix des techniques et des appareillages pour les opérations du rachis. Cette proximité permet aussi d'expliquer la récurrence de poses constatée, ainsi le nombre moyen de chirurgies utilisant JAZZ aux USA par hôpital et par an s'est accru de plus de 25% entre 2017 et S1 2018.

Dupliquer le modèle des ventes directes en Allemagne et au Royaume-Uni

Confiante en la pertinence de son nouveau modèle de commercialisation en direct, Implanet a donc décidé de le dupliquer sur deux marchés cibles européens, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Selon certaines estimations (Market Research, Global Data), ces deux pays représenteraient respectivement 6 et 2% du marché des fusions rachidiennes estimé à 4,77 milliards de dollars en 2013. Ainsi au Royaume-Uni, le nombre de personnes ayant subi une chirurgie lombaire a doublé entre 1998 et 2012 passant de 2,5 personnes/10 000 adultes à 4,9/10 000.

Un marché de la fusion vertébrale en pleine croissance

Le vieillissement de la population mondiale, la sédentarisation accrue de ces populations et l'émergence de nombreux cas d'obésité expliquent que l'incidence et la prévalence des douleurs lombaires soient en constante augmentation. Le marché des opérations du rachis, de l'ordre de 4,77 milliards de dollars en 2013, devrait atteindre plus de 9 milliards de dollars en 2020. Au sein de ce marché, Implanet cible un segment estimé à 2,5 milliards de dollars au sein duquel Implanet et les produits de la gamme JAZZ peuvent adresser plusieurs segments comme le traitement des segments adjacents, le remplacement des vis intermédiaires ou encore le traitement de la hernie

discale lombaire et de sa récurrence, la discopathie inflammatoire, la lombalgie post discectomie ou encore le rétrécissement du canal lombaire.

Capitalize on the osteo-degenerative

Thanks, in particular to numerous clinical studies (efficacy of JAZZ in the protection of vertebral fusion screws, efficacy of treatment in degenerative scoliosis of the osteoporotic patient, thoraco-lumbar instrumented arthrodesis) and to the various results obtained from the treatment of large deformities of the child and teenager spine, Implanet can thus capitalize on the treatment of the adult. The treatments of the adult, as mentioned above, are a rapidly growing segment that Implanet addresses with different versions of the JAZZ platform, such as JAZZ Frame®, JAZZ Standalone®, JAZZ Passer System® and the new JAZZ® band. In this market of osteo-degenerative diseases, estimated today at nearly 1.3 billion dollars, there are some unmet medical needs. Indeed, in nearly 30% of cases, fusions are classified as high risk because of poor bone quality, where in 25% of cases, the therapeutic procedure is made more complex by the presence of kyphosis or proximal junctions. In addition, a number of clinical studies have been conducted by Implanet, or by independent groups, showing the interest of JAZZ® technologies both in the treatment of large deformities and osteo-degenerative diseases.

Valuation

We confirm our positive opinion on the title with a new target price at 0.9 euros.

Newsflow

Clinical trials

H1 2018: Top-line results of the clinical trial on the use of sub-laminar bands in large deformities (pediatric and adolescent) Multicentric sub-laminar study group

H2 2018: Top-line Results of the Clinical Trial Vertebral Fusion in the Elderly with the JAZZ® Implant Clinical and Economic Benefits - (Patient Monitoring - Multicentric-TFS International)

Extension of the JAZZ® platform

H1 2018: JAZZ® EVO-Low Profile / MIS

H1 2018: JAZZ® DF

H2 2018: NEURO JAZZ®

H2 2018: Anterior JAZZ®

Capitaliser sur l'ostéo-dégénératif

Grâce notamment à de nombreuses études cliniques (efficacité de JAZZ dans la protection des vis en fusion vertébrale, efficacité du traitement dans la scoliose dégénérative du patient ostéoporotique, arthrodesse instrumentée thoraco-lombaire) et aux différents résultats issus des traitements des grandes déformations de l'enfant et de l'adolescent, Implanet peut donc capitaliser sur le traitement de l'adulte. Les traitements de l'adulte comme nous l'évoquons plus haut sont un segment en croissance rapide qu'Implanet adresse avec différentes déclinaisons de la plateforme JAZZ, comme le JAZZ Frame®, le JAZZ Standalone®, le JAZZ Passer System® et la nouvelle tresse JAZZ®. Sur ce marché des affections ostéo-dégénératives estimé aujourd'hui à près de 1,3 milliards de dollars, il existe des besoins médicaux non satisfaits. En effet, dans près de 30% des cas, les fusions sont classées à haut risque à cause d'une mauvaise qualité osseuse ou dans 25% des cas, le geste thérapeutique se complique par la présence de cyphoses ou de jonctions proximales. En outre un certain nombre d'études cliniques ont été réalisées à l'initiative d'Implanet ou par des groupes indépendants montrant l'intérêt des technologies JAZZ® aussi bien dans le traitement des grandes déformations que pour les affections ostéo-dégénératives.

Valorisation

Finalement, nous confirmons notre opinion positive sur le titre, mais nous modifions notre objectif de cours à 0,9€.

Jalons à venir

Etudes cliniques

S1 2018 : Résultats « top line » de l'essai clinique sur l'utilisation des bandes sous-laminaires dans les grandes déformations (pédiatrique et adolescent) Groupe d'étude sous-laminaire multicentrique

S2 2018 : Résultats « top line » de l'essai clinique Fusion vertébrale chez la personne âgée avec l'implant JAZZ® Bénéfices cliniques et économiques – (Suivi de patient – Multicentric-TFS international)

Extension de la plateforme JAZZ®

S1 2018: JAZZ EVO®-Low Profile/MIS

S1 2018: JAZZ DF®

S2 2018: JAZZ NEURO®

S2 2018: JAZZ Anterior®

Deployment of the commercial network

H1 2018: Russia, Canada

H2 2018: Japan, China

Déploiement du réseau commercial

S1 2018: Allemagne, Royaume-Uni

S2 2018: Japon, Chine

Financials

INCOME STATEMENT (€M)						
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Revenue	7.04	6.65	7.82	7.84	8.63	9.49
EBIT	-5.86	-7.63	-6.90	-5.70	-5.02	-3.40
Net Income	-6.10	-8.01	-7.30	-6.60	-5.30	-3.40

EARNINGS PER SHARE (€)						
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	-1.13	-0.83	-0.34	-0.27	-0.22	-0.14
<i>Diluted EPS</i>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

BALANCE SHEET (€M)						
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Non Current Assets	5.80	3.05	3.20	3.40	4.10	4.60
Current assets	8.76	13.24	13.30	7.10	1.90	4.80
<i>Including cash & cash equivalent</i>	2.10	1.20	6.10	4.00	-6.30	-6.30
Total Assets	14.55	16.29	16.50	10.50	6.00	9.40
LIABILITIES AND SHAREHOLDER'S EQUITY	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total Equity	7.21	10.26	9.70	-2.38	-14.78	-24.31
Total Debt	3.06	2.71	3.75	3.53	3.98	4.75
Total Liabilities and Shareholder's Equity	14.55	16.29	16.50	10.50	6.00	9.40

CASH FLOW STATEMENT (€M)						
	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Cash Flow from operating activities	-5.29	-7.52	-6.30	-5.30	-5.00	-3.00
Cash Flow from investment activities	7.49	0.00	4.00	-0.70	-1.10	-1.52
Cash Flow from financing activities	-3.05	0.00	8.10	0.30	-0.70	4.67
Net change in cash	-0.85	-7.52	5.70	-5.60	-6.70	0.20

Disclaimer

This study has been prepared based on general and public information assumed to be complete, exact and pertinent. Although all necessary precautions have been taken to assure that the information used originates from reliable sources, Aurgalys Value does not guarantee the accuracy or completeness of this report. Neither Aurgalys Value nor any of its associates may be held liable in any manner whatsoever in the event that any of the documents and other information on which the study has been based proves to be inaccurate and in any way resulting in the possible misrepresentation of the economic and financial position of the Company or any other relevant information. The valuation contained herein has been prepared in accordance with the best assessment of Aurgalys Value as at the date of preparation of this study and has been based on the information as described above. Neither Aurgalys Value nor its associates guarantee that the value so obtained will correspond or coincide with the price that could effectively be paid in a transaction or established in a negotiation or any transaction or calculation involving the Company. This document does not constitute an offer or an invitation to buy or subscribe to negotiable or other securities. It may not be used in any manner in support of or in connection with any contract or commitment. This document is being supplied for information purposes only and may not be reproduced or passed on to any third party without the written authorization of Aurgalys Value. This document has been provided to the Company prior to its distribution. Aurgalys Value does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. You may call +33(0)1 45 63 68 87 or write to jp.loza@aurgalys.com to request a copy of this independent research

Aurgalys Value
Genesta Finance
183, rue de Courcelles, 75017 Paris
France
www.aurgalys.com

Join us on
[Linkedin](#)

Follow us on
Twitter [@aurgalys](#)