

Date de première diffusion / Publication date : 19 février 2019 /
February 19th 2019

Jean Pierre LOZA

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

**Implanet****La franchise JAZZ progresse sur les ventes directes**

La dynamique de JAZZ en France (+8%) et aux USA (+2%) perdure, mais ne compense pas la baisse des autres activités d'Implanet, conduisant à une baisse de 14% de CA en 2018, mais des raisons d'espérer existent. Opinion Acheter fort avec un objectif de cours ajusté à 0,71€.

JAZZ Franchise displays good progression on direct sales

JAZZ's momentum in France (+8%) and in the US (+2%) persisted, but did not offset the decline in Implanet's other activities, leading to a -14% sales reduction in 2018, but reasons for hope exist. Strong Buy Opinion with an adjusted price target of € 0.71.

Opinion **1. Strong Buy**
Closing Price 15/02/2019 **0,12 €**
Target Price **0,71 € (+482,1 %)**

Les ventes directes continuent de porter des fruits

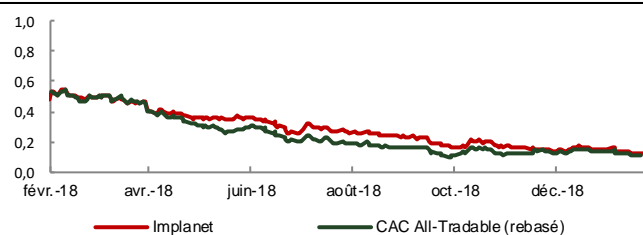
Malgré une hausse de la franchise JAZZ de 8% en France à 1,6 M€ et de 2% aux Etats-Unis à 1,9 M€, le CA 2018 d'Implanet à 6,72 M€ est en net recul (-14%) par rapport à 2017 (7,84 M€). En effet, au quatrième trimestre 2018, les ventes de JAZZ ont chuté de près de 30% à 0,841 M€ contre 1,208 M€ au T4 2017 traduisant une forte pression sur la franchise JAZZ excepté en France et aux USA. Ce résultat pour 2018 est en retrait par rapport à nos estimations. Toutefois, bien que nous soyons amenés à revoir notre objectif de cours, nous demeurons confiants dans la capacité de la société de réaliser ses nouveaux objectifs. En effet, la stratégie de commercialisation par ventes directes est encore en phase de mise en place et devrait commencer à donner des fruits en Grande Bretagne et en Allemagne au S1 2019. Toutefois, si nous maintenons notre opinion d'achat sur la valeur, nous décalons d'une année nos hypothèses de CA, ce qui nous conduit automatiquement à ajuster notre TP à 0,71 €.

Direct sales continue to bear fruits

Despite an increase in the JAZZ franchise of 8% in France to €1.6 million and 2% in the United States to €1.9 million, 2018 Implanet sales totaled €6.72 million, i.e. net decrease (-14%) compared to 2017 (€7.84 million). In the fourth quarter, JAZZ sales fell by 30% to €0.841 million against €1.208 million in Q4 2017, reflecting strong pressure on the top line (JAZZ franchise) except in France and the USA. Annual revenue for 2018 is down from our estimates. However, although we are reviewing our course objective, we remain confident in the company's ability to achieve its objectives, as the direct sales strategy is still in the process of being implemented and should begin to deliver fruits in Great Britain and Germany in H1 2019. Despite this, if we maintain our buy opinion on the value, we shifted by one year our assumptions of revenue, which leads us automatically to adjust our TP to € 0.71.

Performances

Absolute perf.	1 mois	6 mois	12 mois
	-20,5 %	-56,8 %	-76,7 %

**Market data**

Reuters / Bloomberg ticker	ALIMP.PA / ALIMP:FP
Market capitalisation (€m)	4,4 €
Enterprise value (€m)	4,6 M€
Free Float	3,4 M€ (77 %)
Number of shares	30 140 443
Daily volume	202 633 €
Capital turnover rate (1 year)	1210,2%
High (52 weeks)	0,55 €
Low (52 weeks)	0,12 €

Current shareholding structure

Flottant : 77 % ; Investisseurs financiers : 18 % ; Dirigeants et Salariés : 4 % ; Autocontrôle : 1 %

Agenda

March 13th, 2019 : General Shareholders Meeting

Key figures

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Sales (M€)	7,8	7,8	6,7	8,0	10,8
Change (%)	0,0%	0,2%	-14,3%	19,5%	34,6%
EBITDA (M€)	-6,5	-5,5	-3,3	-2,4	-1,4
EBIT (M€)	-6,9	-6,2	-3,5	-2,7	-1,7
EBIT margin (%)	-87,9%	-79,5%	-52,8%	-33,8%	-16,0%
Net profit gp sh. (€)	-7,3	-6,6	-3,9	-3,0	-2,0
Net margin (%)	-93,2%	-84,3%	-58,0%	-37,5%	-18,8%
EPS	-0,39	-0,28	-0,12	-0,09	-0,06

Ratios

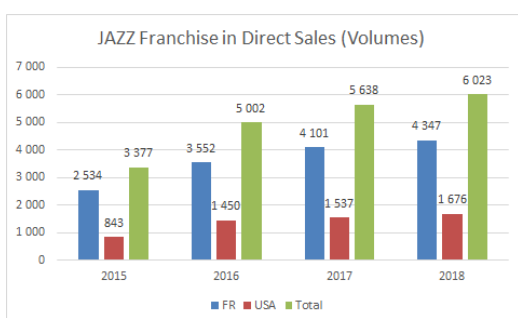
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VE / CA	1,5	1,8	1,1	0,7	0,7
VE / EBE	NS	NS	NS	NS	NS
VE / REX	NS	NS	NS	NS	NS
P / E	-1,9	-2,1	-1,1	-1,4	-2,1
Gearing (%)	-24,5%	-5,7%	46,5%	21,6%	56,5%
Dette nette / EBE	0,4	0,1	-0,9	-0,6	-2,6
RCE (%)	-118,3%	-119,5%	-76,0%	-55,4%	-34,0%

Genesta is registered as a Financial Investment Advisor and is a member of CNCIF (ORIAS Number: 13000591).

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.

CA 2018 en baisse de 14%, mais avec une hausse de 8% et de 2% en France et aux USA

Le CA 2018 d'Implanet s'établit à 6,72 M€ en recul de 14% par rapport à l'année 2017. Cette baisse est due tout d'abord à l'arrêt de l'activité Arthroscopie qui contribuait à près de 10% des revenus de la société. Cette activité est ainsi passé 0,6 M€ en 2017 à seulement 0,2 M€ en 2018. D'autre part, la réorganisation de l'activité commerciale notamment pour la franchise JAZZ, qui passe d'un modèle de vente par des distributeurs à une commercialisation en direct par les équipes d'Implanet, explique la baisse des ventes. Ainsi, en France et aux Etats-Unis, où Implanet opère historiquement en direct, la franchise JAZZ a progressé respectivement de 8% et de 2%, alors que dans le reste du monde le CA de JAZZ à 0,6 M€ a perdu près de 54% par rapport à 2017. La franchise JAZZ demeure toutefois le principal levier de développement de la société avec 60,9% du CA en 2018. Si on constate une érosion du nombre total d'unités JAZZ vendues qui passe de 9 117 en 2017 à 8 246 en 2018 (-10,6%), cette baisse est principalement due à la réorganisation du modèle de ventes.



La transition vers des ventes directes gérées par des équipes dédiées notamment sur les principaux pays (France, USA, UK, Allemagne, Belgique) entraîne une réduction progressive de la part apportée par les réseaux de distributeurs de 2 223 unités en 2018 contre 3 479 en 2017, soit -56,5%. Par contre, la proximité des équipes d'Implanet avec les équipes médicales, les chirurgiens ainsi qu'avec des leaders d'opinions, a très certainement permis à Implanet de progresser dans ses ventes directes de 6,4% avec 6 023 unités JAZZ (73,0% du volume total de JAZZ commercialisé) en 2018 contre 5 638 (61,8%) en ventes directes en 2017. Ainsi, dans les pays où Implanet est en vente directe, le nombre de chirurgiens adoptant la technologie JAZZ croît à un rythme soutenu en moyenne de 30,7% et de 35,6% respectivement en France et aux USA. Au total, depuis décembre 2013, ce sont plus de 15 300 unités JAZZ qui ont été vendues en France et près de 5 700 aux USA.

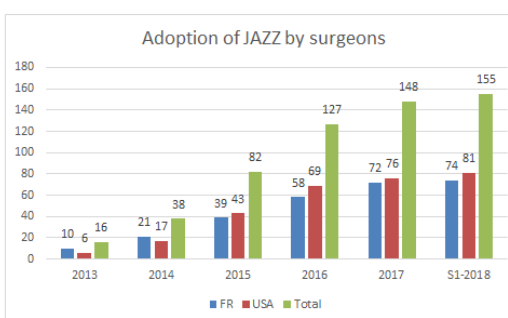
Les raisons d'espérer en Implanet

Nous voyons plusieurs raisons internes et externes d'espérer dans le titre Implanet, notamment la réorganisation des ventes en Europe et à travers le monde, la dynamique de rentabilité mise en place, mais aussi des marchés en croissance (rachis dégénératif), de nombreuses opérations de M&A permettant l'accès à l'innovation, également un partenariat de distribution pour un usage innovant de la prothèse de genou.

1/ Tout d'abord, la réorganisation des ventes (approche directe), qui se poursuit en Europe, puisque depuis le mois de juin 2018, suite de l'ouverture de la succursale UK (Implanet UK), de premières chirurgies ont eu lieu avec les kits JAZZ notamment à Birmingham. De plus, le NHS (National Health System) a référencé le dispositif JAZZ dans sa nomenclature ouvrant ainsi la porte à des prescriptions et à un remboursement. En Juillet, Implanet GmbH a été créé pour développer le marché allemand, qui avec près de 1 000 chirurgiens, serait le premier marché européen de la chirurgie du rachis dégénératif.

Revenues 2018 down 14%, but up 8% and 2% up in France and the USA

Implanet's CA 2018 amounted to €6.72 million, down 14% compared to 2017. This decrease in sales is primarily due to the discontinuation of the Arthroscopy activity, which contributed to nearly 10% of the company's income. This activity has thus decreased from €0.6 million in 2017 to €0.2 million in 2018. On the other hand, the reorganization of the commercial activity, especially for the JAZZ franchise, which is moving from a distributor network sales model to a direct sales marketing by Implanet's teams, has also its role in reducing sales. For example, in France and the United States, where Implanet historically operates directly, the JAZZ franchise grew by 8% and 2% respectively, while in the rest of the world, JAZZ turnover of €0.6 million lost nearly 54% compared to 2017. The JAZZ franchise remains the main key for the development of the company with 60.9% of sales in 2018. If we see an erosion of the total number of JAZZ units sold from 9,117 in 2017 to 8,246 in 2018 (-10.6%), this decrease is mainly due to the reorganization of the sales model.



The transition to direct sales managed by dedicated teams in particular in the targeted countries (France, USA, UK, Germany, Belgium) leads to a gradual reduction in the share of the distributor networks of 2,223 units in 2018 compared with 3,479 in 2017, or -56.5%. However, the proximity of Implanet's teams with medical teams, surgeons and opinion leaders has certainly allowed Implanet to increase its direct sales by 6.4% with 6,023 JAZZ units (73.0% of the total volume of JAZZ marketed) in 2018 against 5 638 (61.8%) in direct sales in 2017. Thus, in the countries where Implanet has established direct sales, the number of surgeons adopting JAZZ technology is growing at an average rate of 30.7% and 35.6% respectively in France and the USA. In total, since December 2013, more than 15,300 JAZZ units have been sold in France and nearly 5,700 in the US.

Reasons to hope for Implanet

We see several internal and external reasons to hope in the Implanet stock, including the reorganization of sales in Europe and worldwide, the dynamics of profitability put in place, but also growing markets (degenerative spine), many M & A including access to innovation, and a distribution partnership for innovative use of the knee prosthesis.

1/ First, the reorganization of sales (direct approach), which continues in Europe, since June 2018, following the opening of the UK branch (Implanet UK), where first surgeries have taken place with JAZZ kits especially in Birmingham. In addition, the NHS (National Health System) referenced the JAZZ device in its nomenclature opening the door to prescriptions and a reimbursement. In July, Implanet GmbH was created to develop the German market, which with nearly 1,000 surgeons would be the leading European market for degenerative spine surgery.

Par ailleurs, toujours en 2018, une première chirurgie a été réalisée avec JAZZ à l'hôpital Universitaire UZ de Bruxelles.

2/ La dynamique d'amélioration de sa rentabilité dans laquelle Implanet est entrée depuis deux années passe notamment par une augmentation de son taux de marge brute qui pourrait passer de 50% en 2017 à 55% en 2018. C'est la conséquence d'une amélioration du mix produits (plus de produits propriétaire : Franchise JAZZ, Prothèse MADISON...) et une réduction importante de l'activité arthroscopie.

3/ Le marché du traitement des processus dégénératifs du rachis est en pleine croissance, porté par le vieillissement de la population, l'accroissement de la prévalence et de l'incidence de maux de dos (douleurs lombaires), les nouvelles options de traitements (bandes sous-laminaires, chirurgie mini-invasive, remplacement de disques...). Plusieurs cabinets de recherche marketing (Medical Market Research, ResearchMoz, ou Market Research Report) estiment que le marché des appareillages rachidiens devrait croître entre 5,9% et 7,5% jusqu'en 2020.

4/ Des opérations de M&A accompagnent cette croissance. En effet, de nombreux acteurs sont prêts à aller chercher des innovations (technologiques, ou de nouveaux usages) dans des sociétés plus petites (rapprochement Stryker/Vexim en 2017, Medtronic/Mazor dans le domaine des robots). Aujourd'hui, les rumeurs de rachat de NuVasive pour 3 milliards de dollars par Smith & Nephew sont de plus en plus insistantes.

5/ L'accord de partenariat signé entre Implanet et KICO Knee Innovation Company sur l'implant de genou MADISON est un élément qui conforte la politique d'innovation menée la société bordelaise. En effet, avec plus de 17 000 prothèses MADISON implantées depuis 2010, Implanet a le recul nécessaire pour s'inscrire dans l'approche personnalisée de l'arthroplastie du genou développée par KICO. Dans le cadre du contrat de distribution signé en novembre dernier, Implanet s'engage à fournir un certain nombre d'implants (1 000 implants / 12 mois) à KICO avant que celle-ci puisse opter pour une licence de fabrication.

Maintien de notre opinion, mais révision de nos prévisions

Nous maintenons notre recommandation d'achat sur le titre avec un objectif de cours ajusté à 0,71 € / action contre 0,91 €. En effet, nous continuons d'apprécier positivement la valeur compte tenu 1) de la réorganisation des ventes sur les pays les plus porteurs (USA, France, UK, Allemagne...), 2) de la politique de contrôle des coûts implémentée, 3) du marché des implants rachidiens et des pathologies dégénératives du rachis qui sont en croissance, 4) de l'activité de M&A toujours très active sur ce marché porté par une recherche constante d'innovations, 5) de l'accord de partenariat signé en novembre dernier avec KICO Knee Innovation Company pour la fourniture de prothèses de genou MADISON dans le cadre du programme de personnalisation des arthroplasties en utilisant notamment le logiciel KicoCAD.

In addition, in 2018, a first surgery was performed with JAZZ equipment at the University Hospital UZ Brussels in Brussels.

2/ The dynamic of progression of its profitability in which Implanet has been entering for two years includes an increase in its gross margin rate which could go from 50% in 2017 to 55% in 2018. This is the consequence of an improvement in the product mix (more proprietary products: JAZZ franchise, MADISON prosthesis...) and a drastic reduction of the arthroscopy activity.

3/ The market for the treatment of degenerative processes of the spine is growing, driven by aging of the population, the increase in the prevalence and the incidence of back pain (lower back pain), and new treatment options (sub-laminar bands, minimally invasive surgery, disc replacement...). It is estimated by marketing research firms (Medical Market Research, ResearchMoz, or Market Research Report) that the market for spinal devices should grow between 5.9% and 7.5% until 2020.

4/ M & A deals accompany this growth. Indeed, many players are ready to look for innovations (technological or new uses) in smaller companies (Stryker / Vexim merger in 2017, Medtronic / Mazor in the field of robots). Today, the rumors of the purchase of NuVasive for \$ 3 billion by Smith & Nephew are more and more insistent.

5/ The partnership agreement signed between Implanet and KICO Knee Innovation Company on the MADISON knee implant is a factor that reinforces the innovation policy pursued by the Bordeaux company. Indeed, with more than 17,000 MADISON prostheses implanted since 2010, Implanet has the necessary perspective to be part of KICO's personalized approach to knee arthroplasty. As part of the distribution agreement signed last November, Implanet is committed to providing implants (1,000 implants over a period of 12 months) to KICO before it can opt for a manufacturing license.

Maintaining our opinion but revising our forecasts

We maintain our buy recommendation on the share with a price target adjusted to €0.71 / share vs €0.91. Indeed, we continue to appreciate the value given 1) the reorganization of sales on the most buoyant countries (USA, France, UK, Germany...), 2) the implemented cost control policy, 3) the spinal implant market and degenerative diseases of the spine that are growing, 4) M & A activity still very active in this market driven by a constant search for innovations, 5) the partnership agreement signed last November with KICO Knee Innovation Company for the supply of knee prostheses MADISON as part of the program of customization of arthroplasty using the software KicoCAD in particular.

Important disclosures

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 %

Detection of potential conflicts of interest

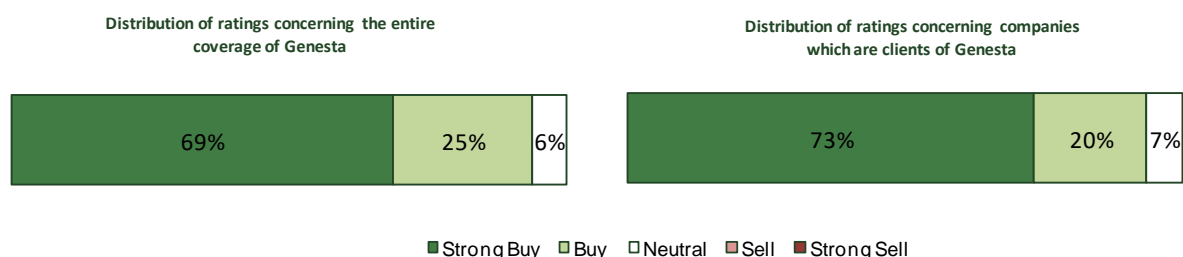
The analyst. Genesta or any of its employees is a shareholder of the issuer	The issuer subject of this report is a shareholder of Genesta	Other financial interest between Genesta and the issuer	Genesta is a market maker or liquidity provider in financial instruments issued by this issuer	Genesta has 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 financial investments and CNCIF member, Genesta refers to the administrative and organizational terms defined by this association for its internal functioning, in compliance with the voluntary code of conduct defined by the CNCIF and with the ground rules in terms of conflict of interests dictated by the CNCIF . Genesta internal procedures define aspects which are complementary to the equity research activity.

Rating and target price evolution throughout the last 12 months

Date of 1 st publication	Rating	Target Price
19 th February 2019	Equity Flash Strong buy	€ 0.71
25 th October 2018	Equity Flash Strong buy	€ 0.91
25 th September 2018	Equity Flash Strong buy	€ 0.91
19 th July 2018	Equity Flash	€ 0.90
25 th March 2018	Equity Flash	€ 1.40
16 th March 2018	Equity Flash	€ 1.40

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.