

Trois medtechs sur la bonne voie dans un secteur difficile

Stock-picking Le secteur de la medtech a beau être très prometteur au niveau mondial, les acteurs français sont confrontés à des problématiques commerciales. Leur bilan boursier est très décevant. Les quelques sociétés qui ont réussi à tirer leur épingle du jeu offrent un bel attrait spéculatif.

Le marché de l'équipement médical garde la forme. Malgré les contraintes budgétaires imposées par les Etats aux hôpitaux et aux organismes payeurs, notamment aux Etats-Unis, il reste un des segments les plus dynamiques du marché de la santé. Selon le cabinet Evalueate-Pharma, il devrait peser au niveau mondial 530 milliards de dollars en 2022. Sa progression annuelle estimée de 5,2 % le situe juste derrière l'industrie pharmaceutique (+ 6,1 % par an). Les opérations de fusion-acquisition y restent importantes. Les prédateurs, les géants américains du secteur, Medtronic, Johnson & Johnson ou General Electric en tête, ont notamment réalisé plusieurs milliards d'euros d'acquisitions en 2016. En France, si l'on exclut le segment du diagnostic, à la frontière du dispositif médical et de la pharmacie, le compartiment offre une vingtaine de start-up cotées, spécialisées dans les implants orthopédiques, la radiologie, les prothèses cardiaques et les instruments chirurgicaux. Elles ont fait leur entrée en Bourse, entre 2010 et 2014, pour financer leur développement commercial.

PROMESSES NON TENUES

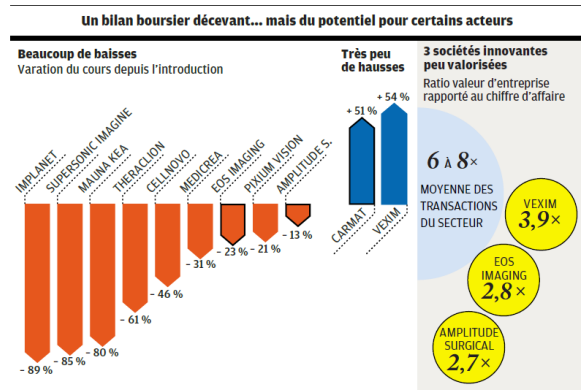
Leur modèle économique paraissait alors bien moins risqué que celui de la biotech. Il repose sur un produit ou une technologie dont l'intérêt médical est concret (meilleure qualité d'image radiologique, plus grande performance d'un implant...). Le dispositif est déjà agréé par les autorités de santé et l'horizon bénéficiaire proche. Or aucun de ces acteurs, hormis Vexim, n'a tenu ses promesses. Mauna Kea, qui a développé un endoscope permettant d'éviter les biopsies, visait par exemple 100 millions d'euros de revenus en 2015 et n'en a enregistré que 8 millions en 2016. La sanction boursière a été rude : 80 % de ces sociétés sont en recul de 30 à 80 % depuis leur arrivée en Bourse. Aucune n'ayant réussi à devenir bénéficiaire, le besoin récurrent en trésorerie a nécessité des appels répétés au marché, entretenant la chute. Le segment de la medtech est donc resté embryonnaire. Il ne capitalise pas plus de 1,5 milliard d'euros, soit la valorisation de la

biotech DBV Technologies ! L'absence de grands succès, alors que le secteur des biotech a révélé plusieurs stars (Innate Pharma, DBV, Genfit, Erytech...), a contribué au désintérêt des investisseurs. « La réussite est plus simple pour une biotech, pour qui la création de valeur accompagne le franchissement des étapes cliniques. Comparativement, la question de la commercialisation se pose moins », indique Hervé Ronin, associé chez Bryan Garnier.

LE MIRAGE AMÉRICAIN

La conquête de l'Amérique, qui représente près de la moitié du marché mondial des dispositifs médicaux (les prix y sont 3 à 5 fois plus élevés qu'en Europe), a échoué. Ces petites sociétés françaises se sont confrontées aux géants du secteur, tel Medtronic, qui disposent de contrats-cadres avec les hôpitaux. « Les investisseurs ont sous-estimé la complexité de l'accès au marché. Sauf cas d'une technologie de rupture, l'innovation ne suffit pas. Souvent incrémentale, elle se heurte à la forte résistance au changement des chirurgiens, qui modifient difficilement leur pratique. Ensuite, entrent en jeu les contraintes budgétaires et, surtout, la concurrence des grands groupes, qui "tiennent" les hôpitaux et les cliniques. Il reste que, pour ces sociétés, c'est moins l'atteinte de la rentabilité que la mécanique de constitution du revenu traduisant l'adoption du dispositif médical qui est créatrice de valeur. C'est elle qui sous-tend une éventuelle OPA », ajoute Hervé Ronin.

Deux medtechs françaises ont ainsi récemment séduit des majors américaines. Zimmer Biomet s'est offert LDR Médical pour 1 milliard de dollars (six fois son chiffre d'affaires) en 2016. Ce spécialiste des implants rachidiens encore déficitaire générera 150 millions d'euros de ventes. En avril dernier, Boston Scientific s'est emparé du concepteur de valves aortiques Symetis pour environ 400 millions d'euros (9 fois son chiffre d'affaires), au moment où il lançait son introduction en Bourse (sur une valeur de 230 millions). Le multiple moyen de 6 à 8 fois les ventes constaté lors d'OPA est bien supérieur aux valorisations des rares medtechs françaises, Vexim, Amplitude Surgical et EOS Imaging, qui affichent un



Trois medtechs en forte croissance proches de la rentabilité

SOCIÉTÉ (NOMÉMO)	CHIFFRE D'AFFAIRES (EN M€)		BÉNÉFICE (PERTE) (EN M€)		DETTE NETTE (EN €)		CAPITALISATION BOURSÈRE (EN M€)		COURS AU 9-6-2017
	2016	2017 (e)	2016	2017 (e)	2016	2017 (e)	2016	2017 (e)	
VEXIM (ALVXM)	18,5	24	-2,7	-0,2	-9,8	-6,5	111	111	14,60 €
EOS IMAGING (EOSI)	30,8	38	-6	-3,5	-14,9	-16	110	110	5,30 €
AMPLITUDE SURG. (AMPLI)	81	93	-0,6	-1,1	50	55	205	205	4,36 €

* Exercice clos au 30 juin.

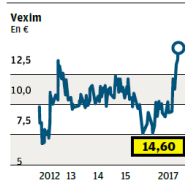
dynamisme commercial. Pour les autres acteurs dont les ventes sont encore confidentielles, des réorganisations ont été engagées. C'est le cas pour Stentys, Supersonic Imagine ou Mauna Kea. Mais il leur faudra du temps pour rattraper leur retard. Nous sommes à l'achat spéculatif de certaines medtechs massacrées, comme Implantet, Stentys, Spine-

Guard, Cellinovo ou Theraclion, pour jouer la moindre accélération des ventes. Nous privilégions toutefois les trois sociétés présentées ci-dessous qui ont fait leurs preuves, sont bien financées et pourraient séduire un grand acteur du secteur grâce à leurs innovations différenciantes. — DOSSIER RÉALISÉ PAR ANNE BARLOUTAUD

VEXIM

Le catalyseur américain

Le Spine Jack, innovation mise au point par Vexim, est un petit cric en titane qui redonne à une vertèbre tassée ou fracturée (accident, ostéoporose...) sa hauteur initiale. Il est posé en trente minutes par voie percutanée, alors que les réparations d'une fracture par chirurgie classique sont lourdes et que celles, également peu invasives, utilisant la cyphoplastie par ballonnet — la référence aux Etats-Unis — sont peu satisfaisantes pour restaurer l'anatomie de la vertèbre.



Depuis le lancement de Spine Jack, en 2011, la société s'est octroyé 13 % du marché européen de la traumatologie du dos, pour en devenir le numéro trois : 46.000 implants ont été posés. Grâce à une croissance de 30 % par an, qui devrait se poursuivre cette année, Vexim a généré des ventes de 19 millions en 2016 et atteint l'équilibre opérationnel au second semestre. D'ici cinq ans, la direction vise 100 millions d'euros de chiffre d'affaires.

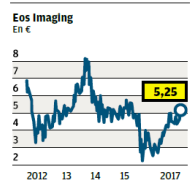
plastic par ballonnet de Medtronic sont attendus au dernier trimestre afin d'obtenir l'agrément de la FDA. Compte tenu de la supériorité de son produit, Vexim nous semble bien armé : des discussions ont débuté avec des acteurs américains pour sa promotion, mais la stratégie commerciale (partenariat ou distribution directe) reste à définir. Reste que le brevet de Medtronic sur la cyphoplastie a expiré. L'érosion de son monopole devrait inciter à trouver d'autres innovations.

NOTRE CONSEIL
 ACHETER : le rebond boursier (+ 73 % en un an) a sauté la performance. L'entrée aux Etats-Unis en 2018 devrait dopper le titre. Vexim pourrait être une cible pour un major du secteur.
Objectif : relevé à 17 €.

EOS IMAGING

Une véritable innovation

La société, qui avait pris du retard par rapport à son plan d'introduction, a passé le cap des 30 millions d'euros de chiffre d'affaires l'année dernière grâce à une croissance qui s'est accélérée (+ 40 %). Le premier trimestre 2017 (qui n'est pas le plus fort) est en progression de 34 %. Pionnier de l'imagerie médicale orthopédique 3D, EOS a mis au point (sur la base des travaux du Prix Nobel Georges Charpak) un système de radiologie qui permet de réaliser une image du corps debout intégrant toutes les forces s'appliquant à la colonne vertébrale, ce qui rend les calculs des corrections à réaliser pour la pose de prothèses beaucoup plus précis, réduisant le risque d'échec. L'examen est très rapide (vingt secondes) et, surtout, la dose de radiations divisée par trois. Cet appareil vendu 400.000 € améliore la productivité des centres de radiologie et des hôpitaux spécialisés dans l'orthopédie. Deux cents machines ont été commercialisées dans une trentaine de pays. La société est présente dans des centres américains réputés (réseau Carolinas Healthcare System, etc.) et vient de signer ses premiers contrats en Chine. Grâce au développement d'une plateforme d'outils logiciels associés



(aide à la planification chirurgicale, simulation biomécanique...). EOS a conclu des accords de marketing avec de grands fabricants d'implants : Medtronic au Japon et Stryker au Royaume-Uni. Ces nouvelles fonctionnalités vont contribuer à l'atteinte du point mort visé en 2018. « Il n'est pas exclu qu'un acteur de l'imagerie médicale comme Siemens, General Electric ou Philips cherche à intégrer la technologie d'irradiation à faible dose d'EOS, qui offre une réelle opportunité de différenciation », indique Lionel Labourdette, expert du secteur.

NOTRE CONSEIL
 ACHETER : l'action est encore 25 % au-dessous de son prix d'introduction de 2012. L'attrait spéculatif est élevé.
Objectif : 17 €.

AMPLITUDE SURGICAL

Entrée aux Etats-Unis

Amplitude Surgical, entré en Bourse en 2015, est la seule medtech à avoir atteint la taille critique, avec 93 millions d'euros de chiffre d'affaires estimé en 2016-2017 (exercice clos au 30 juin). Sa spécificité repose sur la mise à disposition, pour le chirurgien qui utilise ses implants (hanche et genou), de systèmes de guidage innovants permettant de suivre sur écran la position des prothèses. Sur les neuf premiers mois de 2016-2017, les facturations ont crû de 18 %, portées par l'international.

L'exercice en cours marque un cap important, avec l'obtention en janvier de l'agrément américain pour la prothèse du genou Anatomic, qui avait pris du retard, expliquant le recul du titre depuis l'introduction en Bourse. Il va permettre à Amplitude de faire une entrée sur le marché américain de la reconstruction des membres inférieurs, estimé à 4 milliards de dollars. La société y a toutefois fait un tout premier pas avec sa nouvelle activité d'implants pour les extrémités (hallux valgus) dont la percée (+ 70 % sur neuf mois, à 4,5 millions) a été tirée par les Etats-Unis, ce qui est de bon augure. Forte de sa réussite en Europe, la direction va recruter une équipe commerciale outre-Atlantique. La marge d'Ebida, qui s'élevait à 16 % en 2015-2016, risque d'être affectée ponctuellement par les dépenses de lancement d'Anatomic. La société, qui vise un doublement de taille en cinq ans, devrait commencer, dès l'année prochaine, à recueillir les fruits de sa montée en puissance outre-Atlantique, où les prix de vente sont élevés.

NOTRE CONSEIL
 ACHETER : l'expansion géographique va accélérer et la société, en légère perte, devient bénéficiaire dès juin 2019. Sur la base d'un ratio de 2,7 fois les ventes estimées (pour 2017-2018), la valorisation est inférieure aux sociétés comparables, qui se paient 3,6 fois en moyenne.
Objectif : 6 €.