

SMAIO

Achat

Capitalisation	17,1	Ticker	ALSMA-FR	Medtech
Objectif de cours	5,0	Nb de titres (en millions)	5,23	
Cours au 16/10/2024	3,28 €	Volume moyen 12m (titres)	868	Flash valeur
Potentiel	52%	Extrêmes 12m (€)	2,26€/4,34€	17/10/2024

Résultats en ligne / poursuite de la croissance en vue

A retenir

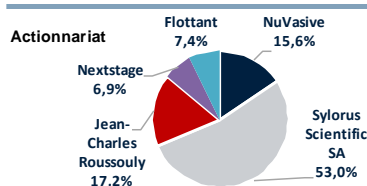
- Légère amélioration des pertes au S1 2024
- Poursuite de la croissance attendue au S2 à la faveur de la forte traction aux US
- Mise en place d'un comité scientifique

Données financières (en M€)

au 31/12	2023	2024e	2025e	2026e
CA	5,4	5,5	8,9	12,0
var %	120,5%	1,8%	62,1%	35,3%
EBE	0,3	-1,1	1,0	2,2
% CA	4,9%	-19,8%	11,7%	18,4%
ROC	-1,1	-2,5	-0,3	0,8
% CA	-20,7%	-44,9%	-3,8%	7,0%
	-0,8	-2,0	0,1	1,3
% CA	-14,9%	-36,2%	1,3%	10,5%
Bnpa (€)	-0,15	-0,38	0,02	0,24
ROCE (%)	-16,1%	-36,3%	-4,4%	8,6%
ROE (%)	-8,9%	-28,4%	1,7%	15,2%
Gearing (%)	-43,1%	-28,4%	-19,4%	-14,6%
Dettes nette	-3,9	-2,0	-1,4	-1,2
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,2
Yield (%)	-	-	-	-

Multiples de valorisation

	2023	2024e	2025e	2026e
VE/CA (x)	1,6	2,0	1,3	1,0
VE/EBE (x)	33,6	ns	10,9	5,2
VE/ROC (x)	ns	ns	ns	13,7
VE (x)	ns	ns	113,3	10,5



Performances boursières

Performances (%) Ytd	1m	3m	12m	
Perf. Absolue	3,6%	-21,6%	-16,3%	37,5%



Publication des résultats semestriels 2024

Après avoir publié un chiffre d'affaires hors millestone de 2,2 M€ en croissance de +79,5% à la faveur d'une forte dynamique aux Etats-Unis, SMAIO publie des résultats opérationnels en ligne avec nos attentes. Dans un contexte de structuration de son activité, le Groupe communique sur un REX de -1,7 M€ contre -1,9 M€ l'an passé (hors millestone). Si la société ne communique pas de guidance pour 2024, le management demeure confiant compte tenu de la montée en puissance de l'activité aux US.

Commentaires

Profitant d'un mix géographique des ventes plus favorable (avec un poids des ventes aux États-Unis en croissance), le taux de marge sur coût des ventes implants s'améliore de 12 pts à 79% (vs 67% au S1 2023).

Au-delà de l'évolution du mix, les charges d'exploitation sont maîtrisées et ressortent en progression de +16,2% à 4,3 M€ traduisant 1/ une hausse des commissions de ventes des commerciaux US, 2/ une hausse des charges de personnel en lien avec la structuration des équipes aux Etats-Unis et 3/ l'intensification des efforts de R&D. Dans ce contexte, le Groupe enregistre un REX de -1,7 M€ (vs -1,9 M€).

Une position de cash toujours solide

SMAIO présente une trésorerie de 5,1 M€ au 30 juin 2024, contre 6,9 M€ fin 2023. Bien que cette baisse reflète les investissements réalisés pour soutenir l'expansion commerciale aux États-Unis, la société conserve une solidité financière qui devrait lui permettre de poursuivre ses investissements humains et technologiques dans le développement de ses solutions.



Perspectives

Après ce début d'exercice solide, SMAIO devrait bénéficier de la montée en puissance des centres enregistrés et connaître une accélération de la croissance à la faveur du doublement du nombre de centres aux États-Unis. Alors que le Groupe a déjà réalisé près d'une centaine de chirurgies Kheiron aux États-Unis (avec un niveau de facturation par procédure près de cinq fois supérieur au niveau européen), les ventes du système devraient être portées par l'élargissement du nombre de chirurgiens utilisateurs.

A ce titre, SMAIO entend poursuivre son expansion sur le marché américain, notamment grâce au soutien de son nouveau conseil scientifique composé d'experts reconnus dans le domaine de la chirurgie vertébrale. La société prévoit de consolider ses positions en multipliant les initiatives sur ce marché clé, telles que l'organisation de Think Tanks et la formation de chirurgiens.

Par ailleurs, l'intégration progressive de l'intelligence artificielle dans ses solutions de planification chirurgicale, notamment via la plateforme KEOPS-4ME, constitue un axe stratégique pour la société. Ces innovations devraient permettre à SMAIO de renforcer son positionnement compétitif dans un marché à forte valeur ajoutée.

A la suite de cette publication, nous maintenons notre scénario pour l'exercice 2024e avec un CA de 5,5 M€ et un EBE de -1,1 M€.

Recommandation

Suite à cette publication, nous réitérons notre recommandation à Achat et notre objectif de cours de 5,00 € sur le titre, objectif qui fait ressortir un potentiel de hausse supérieur à +50%.



Présentation de la société

Fondé en 2009 SMAIO (Software, Machines and Adaptive Implants in Orthopaedics), acteur français de l'orthopédie, se positionne sur les segments à forte valeur ajoutée des dispositifs médicaux dédiés à la chirurgie rachidienne complexe impliquant la nécessité de restaurer l'équilibre de la colonne vertébrale. Aujourd'hui, après avoir enregistré une croissance de son chiffre d'affaires de +120% en 2023, SMAIO a pour ambition d'atteindre 12,0 M€ de CA à horizon 2025 grâce à sa levée de fonds de 8,9 M€ en avril 2022 et à la signature d'un partenariat stratégique avec NuVasive (N°3 mondial des implants).

Argumentaire d'investissement

Un acteur à la pointe des implants sur-mesure pour la colonne vertébrale. SMAIO est spécialisé dans la conception, la fabrication et la distribution d'implants pour la chirurgie personnalisée de la colonne vertébrale. A travers une gamme complète, elle adresse les différentes pathologies du segment thoraco-lombaire. Créée 2009, l'entreprise commercialise I-Kontrol, une offre sur-mesure marquée CE et homologuée par la FDA avec laquelle plus de 1 500 opérations ont été réalisées depuis 2019. Solidement implantée en France, elle ambitionne de conquérir le marché américain qui représente une part non négligeable des 356 000 opérations utilisant des tiges sur le marché nord-américain.

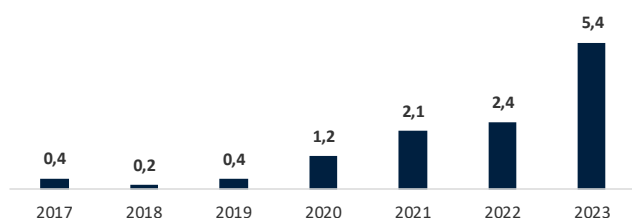
Un partenariat stratégique pour changer de dimension. En mars 2022, la Société a signé avec NuVasive (3ème acteur mondial de la colonne vertébrale), un partenariat stratégique avec un volet commercial et R&D pour le développement de son activité aux USA. SMAIO développera et accordera une licence portant sur une solution logicielle de planification chirurgicale et proposera ses services d'analyse d'imagerie à NuVasive. Cet accord à la fois capitalistique (5M\$ investis lors de l'IPO par Nuvasive) et commercial devrait permettre à SMAIO de percevoir 2 paiements pour un total de 5,0 M\$ (NB: le premier paiement d'un montant de 2,8 M€ a été perçu au S1 2023)

Multiples de valorisation des comparables

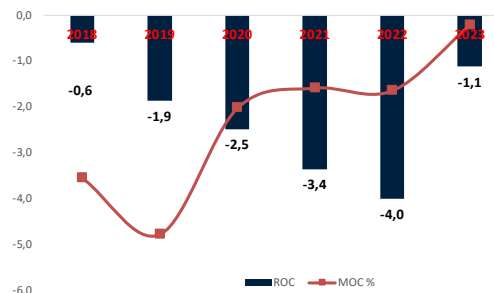
MULTIPLÉS DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Medtronic Plc	106 509,5	4,0x	3,9x	3,7x	14,1x	12,1x	11,3x	15,2x	14,3x	14,2x	15,9x	14,8x	13,6x
Stryker Corporation	93 264,2	5,5x	5,2x	4,8x	21,2x	19,2x	17,5x	22,9x	20,9x	19,2x	25,9x	23,3x	21,3x
Zimmer Biomet Holdings	24 433,7	4,3x	4,1x	3,9x	12,5x	11,8x	11,0x	15,6x	14,7x	13,9x	17,5x	16,2x	15,0x
Globus Medical Inc Class	4 353,7	3,8x	3,5x	3,2x	11,1x	10,0x	9,3x	15,3x	13,6x	12,6x	20,8x	18,4x	17,1x
Moyenne		4,4x	4,2x	3,9x	14,7x	13,3x	12,3x	17,3x	15,9x	15,0x	20,0x	18,2x	16,7x
Mediane		4,2x	4,0x	3,8x	13,3x	11,9x	11,2x	15,5x	14,5x	14,1x	19,2x	17,3x	16,0x

Evolution du chiffre d'affaires (en M€)



Evolution du ROC et MOC (en M€ et %)



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	2,1	2,4	5,4	5,5	8,9	12,0
Excédent brut d'exploitation	-2,3	-2,5	0,3	-1,1	1,0	2,2
Résultat opérationnel courant	-3,4	-4,0	-1,1	-2,5	-0,3	0,8
Résultat opérationnel	-3,4	-4,0	-1,1	-2,5	-0,3	0,8
Résultat financier	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0
Impôts	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	-3,1	2,8	-0,8	-2,0	0,1	1,3
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Actifs non courants	4,3	3,8	3,5	2,9	2,9	3,3
dont goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	2,3	1,5	1,6	2,1	2,8	3,8
Disponibilités + VMP	0,6	4,9	4,2	2,4	1,8	1,6
Capitaux propres	-0,6	9,8	9,0	7,0	7,1	8,4
Emprunts et dettes financières	7,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Total Bilan	8,3	11,7	11,9	10,1	11,6	14,3
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Marge Brute d'autofinancement	-2,0	4,3	0,6	-0,6	1,5	2,6
Variation de BFR	-0,5	0,8	-0,1	-0,4	-0,8	-1,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-2,5	5,1	0,5	-1,1	0,7	1,6
Investissements opérationnels nets	-1,3	-1,0	-1,1	-0,8	-1,3	-1,8
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,3	-1,0	-1,1	-0,8	-1,3	-1,8
Augmentation de capital	2,4	7,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	1,7	-7,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	4,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie	0,3	4,3	-0,6	-1,9	-0,6	-0,2
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Variation chiffre d'affaires	73%	15%	120%	2%	62%	35%
Marge EBE	-110%	-104%	5%	-20%	12%	18%
Marge opérationnelle courante	-158%	-164%	-21%	-45%	-4%	7%
Marge opérationnelle	-158%	-164%	-21%	-45%	-4%	7%
Marge nette	-145%	115%	-15%	-36%	1%	11%
Investissements opérationnels nets/CA	60%	40%	20%	15%	15%	15%
BFR/CA	109%	61%	30%	38%	32%	32%
ROCE	-37%	-56%	-16%	-36%	-4%	9%
ROCE hors GW	-37%	-56%	-16%	-36%	-4%	9%
ROE	500%	29%	-9%	-28%	2%	15%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	10%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Gearing (%)	-1165%	-46%	-43%	-28%	-19%	-15%
Dette nette/EBE	-3,1	1,8	-14,7	1,8	-1,3	-0,6
EBE/charges financières	57,6	312,6	6,7	14,3	20,5	85,7
Valorisation	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nombre d'actions (en millions)	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Nombre d'actions moyen (en millions)	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Cours (moyenne annuelle en euros)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
(1) Capitalisation boursière moyenne	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	7,2	-4,5	-3,9	-2,0	-1,4	-1,2
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	19,9	8,2	8,8	10,7	11,3	11,5
PER	ns	4,7	ns	ns	113,3	10,5
VE / EBE	ns	ns	33,6	ns	10,9	5,2
VE / ROC	ns	ns	ns	ns	ns	13,7
VE/CA	9,3	3,4	1,6	2,0	1,3	1,0
P/B	ns	1,4	1,5	1,9	1,9	1,6
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Bnpa	-0,6	0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,2
Book value/action	-0,1	1,9	1,7	1,3	1,4	1,6
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,24



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : depuis le 17/07/2023

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui



“Disclaimer / Avertissement”

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de SMAIO (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient. Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80

