

I.CERAM

Objectif de cours 5,79 € par action

MARKET DATA

Cours	5,79 €
Nb d'actions diluées (M)	3,442465
Capitalisation boursière (M€)	19,923
Dette nette ajustée (M€)	0,925
Valeur Entreprise (M€)	20,848
Mnemonique	ALICR
ISIN	FR0011511971
Analysts	N.Steinkrietzner
nataliya@nfinance.fr	01-53-05-92-79

En K€	2013a	2014e	2015e	2016e
Revenues	1336	1550	2000	4030
%growth	5,4	22,3	29,0	101,5
EBIT	-349	-330	-183	281
%margin	-26,1	-21,3	-9,2	7%
Net Profit	-394	-358	-205	262
%margin	n.a.	n.a.	n.a.	6,5

En K€	2013a	2014e	2015e	2016e
EV/Sales	15,6	13,5	10,4	5,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	74,3
PE	n.a.	n.a.	n.a.	76,2

Couvert par NFinance depuis le 01 septembre 2014

Actionnariat

Fondateurs	87,15%
Investisseurs privés	12,85%



2006 voit à Limoges la création de la société I.CERAM qui conçoit, en lien très étroits avec les laboratoires de recherche, des implants orthopédiques innovants, ainsi que des implants en céramique biocompatibles. La chaîne de valeur de la société intègre la fabrication et la commercialisation, sous ses propres marques, auprès des établissements de santé. S'appuyant sur son expérience, la société compte accélérer son développement, en lançant une gamme d'implants actifs dédiés au traitement des cancers. I.CERAM a mis au point des solutions chirurgicales pour le traitement des infections orthopédiques et des métastases osseuses, qui n'existent pas, à ce jour, sur le marché. Ces produits effectuent des fonctions de comblement osseux, mais permettront également de re-larguer in situ des molécules actives dans les zones affectées.

Au-delà des certifications ISO 9001, ISO 13485, les produits d'I.Ceram sont protégés par 11 brevets et bénéficient du marquage CE. La société possède de plus son propre laboratoire céramique, où plusieurs partenariats scientifiques au niveau national et européen trouvent leur mise en application. .

Un business model pertinent

Avec son modèle verticalement intégré, la société se positionne sur toute la chaîne de valeur : de la R&D jusqu'à la commercialisation, en accordant une attention particulière à la fabrication de ses produits. Afin de disposer d'une gamme répondant à l'ensemble des besoins des praticiens et ne pas être dépendant d'une seule « pathologie », I.Céram a conçu des gammes de produits : prothèses de hanche, implants de rachis, prothèse d'épaule, prothèses de cheville et implants pour le genou. Aujourd'hui, la société développe des implants innovants : des céramiques Al_2O_3 chargées en antibiotiques et en anti-tumoraux pour un traitement local des métastases osseuses et des infections osseuses, tout en assurant le comblement osseux après des chirurgies lourdes.

I.Ceram envisage de lancer la commercialisation de cette gamme d'implants céramiques pour le traitement des conséquences du cancer en 2015.

News flow et perspectives

I.Ceram poursuit sa stratégie, en offrant une palette de produits très large en France et à l'international (Italie, Costa Rica, Belgique, Angleterre, etc.). Le CA s'élève à 1 336 K€ en 2013, et nous pensons qu'il est susceptible de croître significativement en 2015 et surtout en 2016 grâce au recul clinique reconnu des produits, à la commercialisation des nouvelles gammes de produits et à l'implantation sur de nouveaux marchés internationaux. Nous envisageons des ventes proches de 2000 K€ dès 2015 puis 4030 K€ en 2016. Côté rentabilité, nous attendons un EBIT de 280K€ en 2016 et une forte croissance de la marge opérationnelle les années suivantes.

Valorisation

Nous sommes confiants dans la capacité de I.Ceram à mener à bien ses projets de développement dans les secteurs marqués par une demande en forte croissance. Nous initions la couverture de I.Ceram avec un objectif de cours de 5,79 € par action, en utilisant la méthode des DCF et des comparables (VE/CA et VE/EBIT).

PRESENTATION DU GROUPE	3
FACTEURS D'INVESTISSEMENT	9
Produit révolutionnaire, répondant à une forte demande de marché	9
Marché en plein essor	9
Intégration verticale	9
Diversification du portefeuille d'activités.....	10
Forte intégration dans le milieu médical	10
PROFIL DE RISQUES	11
Réglementation susceptible de changer	11
Eventuelle défaillance des produits ou mauvaise utilisation.....	11
Remboursement des frais médicaux	11
Le secteur d'orthopédie extrêmement concurrentiel	12
MARCHE.....	13
VALORISATION.....	17



PRESENTATION DU GROUPE

Basée à Limoges, I.Ceram conçoit et fabrique des prothèses à visée articulaire : hanche, épaule, cheville, mais également des applications d'ostéosynthèse : rachis et toute partie du squelette. S'appuyant sur son expertise dans le domaine, la société met au point des solutions chirurgicales thérapeutiques innovantes contre les infections et les métastases osseuses.

I.Ceram adresse ses produits avant tout à des chirurgiens spécialisés pratiquant en centres hospitaliers et en cliniques traitant des pathologies osseuses, en matière d'orthopédie, de traumatologie et de cancérologie. Afin d'accéder au client final, I.Ceram dispose de sa propre force commerciale pour accéder à l'utilisateur final mais intervient aussi via des distributeurs d'équipements hospitaliers.

Les implants d'I.Ceram sont protégés par 11 brevets, la société est certifiée ISO 9001 et ISO 13485. De plus, les produits font l'objet du marquage CE conformément à la directive européenne 93/42/CEE.

I.Céram dispose d'un comité de pilotage, intégrant les différentes directions opérationnelles de la société. Les réunions mensuelles de ce comité, permettent le suivi des principaux chantiers opérationnels et des indicateurs économiques et managériaux.

I.Céram dispose de son propre laboratoire, où l'élaboration des produits est piloté par le responsable Recherche et Développement. Par ailleurs, I.Ceram a mis en place un Comité Scientifique, composé de chercheurs (généticiens, biologistes, docteurs...), de chirurgiens, de praticiens et d'experts en orthopédie et en traitement des tumeurs osseuses. Le comité scientifique est animé par un ancien directeur régional de l'ANVAR et du Pôle Européen de la Céramique. Il établit un rapport mensuel de l'avancée des travaux réalisés, de l'avancée technologique.

En complément des équipes internes dédiées aux travaux de recherche et développement, I.Céram bénéficie d'un environnement scientifique, technologique et institutionnel favorable à son développement. Ainsi, de nombreux travaux de recherches ont lieu, tant avec les centres de recherches universitaires (laboratoire céramique CNRS SPCTS ou GEMH), qu'avec la plate-forme de transfert technologique du Centre de Transfert Technologique Céramique. Par ailleurs, I.Céram est membre du Pôle Européen de la Céramique : seul pôle de compétitivité français dédié aux matériaux céramiques.

Les partenaires institutionnels (Conseil Régional du Limousin, Agglomération de Limoges...) et privés (Chirurgiens-praticiens spécialistes de l'articulation et des pathologies osseuses) complètent les partenariats.

I.CERAM se positionne donc sur un marché en devenir et à très fort potentiel, et dispose néanmoins de très fortes barrières à l'entrée. En effet, les exigences du secteur sont très élevées, elles vont allier la fiabilité du processus de consolidation osseuse, la simplicité d'utilisation et l'optimisation tarifaire, le résultat étant soumis à des normes réglementaires strictes.

Afin de répondre aux besoins clients et de proposer une prise en charge complète, la société est organisée selon un modèle verticalement intégré, et propose aujourd'hui des solutions adaptées pour toute sorte de prothèses orthopédiques :



Le domaine de l'implantologie comportant plusieurs formes de risques, notamment celui de la réputation, I.CERAM a fait le choix stratégique de maintenir un haut niveau de performance de ses équipements, et ceci grâce à des investissements récents dans l'outil de production d'ordre de 2 M€.

Aujourd'hui, une grande partie du chiffre d'affaires de I.Ceram est réalisée sur le territoire national. Cependant, la société envisage de se développer à l'international : déjà présent au Brésil, I.CERAM poursuit ainsi son déploiement en Amérique du Sud, ayant signé un contrat de distribution exclusive de ses implants au Costa Rica. Fin juillet 2014, le docteur Montero, chirurgien orthopédiste, a réalisé une dizaine d'implantations de la prothèse de hanche SFAX d'I.CERAM à l'Hospital de Mexico à San José. Après le succès de ces dernières, d'autres opérations sont d'ores et déjà programmées d'ici la fin de l'année.

Ainsi au niveau international, I.Ceram signe des contrats pluriannuels avec des distributeurs spécialisés, pour s'assurer une récurrence de flux financiers dans de nouveaux pays. Par ailleurs, la société vise à dépasser ses objectifs, par le lancement d'une nouvelle gamme et le fort recul clinique sur les produits existants, afin d'accélérer son développement.

GAMMES EXISTANTES

La société a développé une gamme de 14 produits compatibles avec des articulations du corps humain, ainsi que des dispositifs d'ostéosynthèse osseuse.

En effet, quelle que soit l'origine d'une lésion osseuse (arthrose, infection, choc, traitement chirurgical), la consolidation s'opère par une bonne stabilisation de l'implant ou du foyer fracturaire. I.Ceram propose donc toute gamme d'implants qui permet cette stabilisation. Cette offre s'appuie sur :

- L'utilisation des matériaux innovants pour la fabrication des implants : métaux, céramiques ou polymères ;
- Le principe de biocompatibilité des céramiques, reconnu scientifiquement et médicalement.

La fiabilité de ses implants est démontrée sur le plan biomécanique d'une part et chirurgical d'autre part par des études cliniques. La structure même des implants en Al_2O_3 permet une réhabilitation osseuse rapide, l'implant est totalement intégré et parfaitement toléré. De plus la méthode de production, les implants en alumine d'I.Ceram supportent des températures de plus de 1 600 degrés. Ces caractéristiques de fabrication, permettent d'éliminer toutes les impuretés.

Avec 25 000 opérations et 85 000 articles posés, I.Ceram se positionne donc comme un producteur de produits anatomiques, opérant dans le domaine médical avec un label « made in France ».

1/ Solutions orthopédiques intra-articulaires

(a) Implants pour les hanches

Depuis sa création les gammes de prothèses de hanche ont été développées afin de répondre à différentes indications attendues par les chirurgiens et aux multiples techniques opératoires utilisées (avec ou sans ciment). Ainsi, les gammes actuelles comprennent tiges, têtes, cotyles, butées cotyloïdiennes pour remédier à des fractures locales, et sont le plus souvent anatomiques, afin de s'adapter au mieux à la morphologie du squelette et éviter les pics de contraintes.

(b) Prothèses d'épaule M.M.S.

Un concept modulaire donne au chirurgien la possibilité d'obtenir une stabilité et adaptation « in situ » optimale des implants avec une résection osseuse à minima. La gamme MMS comprend un ensemble de diamètres, hauteur et base d'implants permettant l'adaptation au squelette.

Implants et prothèses pour le rachis cervical :Cages cervicales et pastilles de comblement

Les cages inter-somatiques cervicales et pastilles de comblement sont en céramique biologiquement compatible avec le corps humain. Les implants sont conçus pour la chirurgie du rachis cervical afin d'obtenir la fusion de l'espace intersomatique. Le renouvellement des implants a été obtenu en 2014.

(c) Implants et prothèses pour le rachis lombaire : Système birdie

Le système de fixation rachidien Birdie est utilisé dans les cas de fortes scolioses (déformation de la colonne vertébrale). Il est posé sur de jeunes patients, souffrant de myopathies afin de redresser leur colonne vertébrale et permettre aux organes vitaux de mieux fonctionner, et ainsi améliorer leur vie quotidienne.

L'innovation majeure de ce système rachidien réside dans la fixation de la barre à la vis. En effet, les systèmes concurrents utilisent le principe de vissage pour consolider le système et fixer la barre aux différents composants. A l'usage, les multiples micromouvements désolidarise la barre et dévisse l'écrou, ce qui amoindrit l'ostéosynthèse. I.Ceram par son système de verrouillage à clippe, fixe la barre à la vis, ce qui rend la stabilité du système pérenne dans le temps. En plus de cette innovation, ce système permet la compression ou la distraction des vertèbres in situ. En complément, un ancillaire ergonomique, protégé par plusieurs brevets, permet aux chirurgiens une utilisation efficace.

(d) Cales et coins dièdres de dérotation pour le tibia et pour les pieds

Les cales de calcaneum sont utilisées en orthopédie pour le traitement des pieds-plats valgus souples de l'adulte. Les coins dièdres sont destinés à la dérotation de la tubérosité tibiale antérieure. Les calles d'ostéotomie sont destinés à la ré-axation du membre inférieur, et par leur résistance mécanique, évitent la perte de correction. Cet implant assure le maintien de la correction apportée ainsi que la solidarisation de la languette osseuse avec le tibia.

(e) Gamme Akile: prothèses de cheville avec ciment et implants de reprise

Il s'agit d'une prothèse de 3ème génération, possédant une quille tibiale optionnelle verrouillable. Les implants sont en acier inoxydable à haute résistance et répondent à la norme ISO 5832/9. La prothèse Akile est l'unique implant de cheville fabriqué par un laboratoire français.

(f)

2/ Produits d'ostéosynthèse

Les gammes d'ostéosynthèse de la gamme I.CERAM® comprennent des produits suivants :

- *Visserie et rondelles*
- *Plaques*
- *Broches*
- *Agrafes*

- **Système CSP®** (utilisé en cas de fracture du col du fémur chez le sujet âgé)

Conçus pour favoriser la stabilisation des fractures osseuses, ces produits sont utilisés par des chirurgiens orthopédistes. I.Ceram propose une gamme complète pour ce processus, afin de faire face à plusieurs traumatismes ou pathologies : fracture du col du fémur chez le sujet âgé, pathologie de la main, du poignet, du pied, de la cheville, os long chez l'enfant, etc.

GAMME EN COURS DE DEVELOPPEMENT

1/ Biocéramiques à re-larguage

Dans le cadre des traitements des patients atteints de cancers, les métastases osseuses impliquent des altérations physiques considérables pour le patient. Ces altérations entraînent des fractures pathologiques, et à ce jour, les solutions chirurgicales proposées sont lourdes, invalidantes et pour la plupart suivies de radiothérapie complémentaires qui nuisent à la qualité et à la résistance mécanique du squelette.

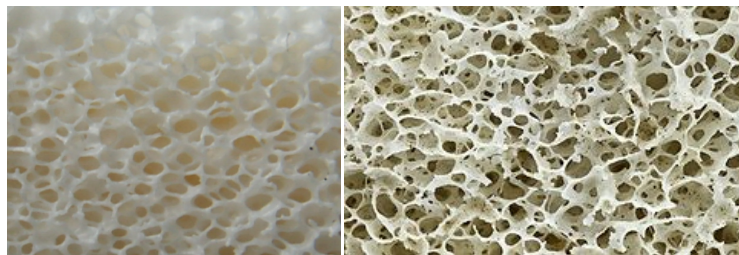
Tous les types d'opérations de chirurgies existantes restent complexes et entraînent des pertes osseuses importantes, voir très importantes. Les chirurgiens orthopédistes n'ont à ce jour pas de solution pour faire face aux pertes de matières osseuses qui conjuguent une résistance mécanique et intégration osseuse. Ce besoin a été exprimé depuis longtemps, sans pour autant avoir trouvé de réponse correspondante.

Aujourd'hui, I.Ceram développe une gamme d'implants actifs en biocéramique pour proposer une solution à ce problème. Le principe est le suivant : un implant en céramique, qui reproduit la structure poreuse d'un os, contient un produit anti-infectieux, qui re-largué in situ et en continu sur la zone osseuse endommagée. Ainsi, les tests réalisés in vitro ont démontré la capacité de ces implants céramiques Céramil tant à stocker un gel contenant un antibiotique qu'à le re-larguer ensuite dans le temps. Outre le traitement des infections et de la douleur, les implants de I.Ceram favorisent une repousse de l'os grâce à une porosité cellulaire ouverte et contrôlée, tout en maîtrisant la résistance mécanique. Les essais cliniques menés, sans l'adjonction d'un gel, confirment les qualités des biocéramiques CERAMIL par leurs facultés d'ostéo-intégration et de biocompatibilité.

Ainsi, cette solution locale de traitement des métastases osseuses et des infections assurera le comblement osseux dans le cas de chirurgies lourdes, grâce aux implants biocompatibles, chargés en antibiotiques et en anti-tumoraux.

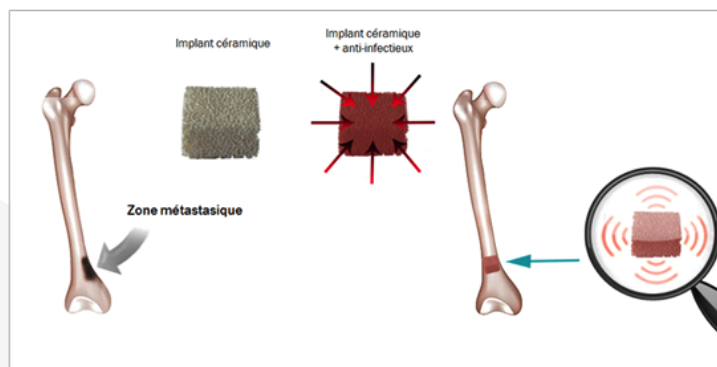
Les produits d'I.Ceram ont des points de différenciation importants, comparés à d'autres produits existants sur le marché. La technologie utilisée par I.CERAM pour la fabrication des cages CERAMIL (ostéo-conductrices et ré-habitable par l'os) permet d'éviter le recours au greffon osseux. Aujourd'hui, la société propose une gamme d'implants en céramique poreuse sans aucun élément humain ou animal, réhabilitable par l'os et non dégradable.

Il est à noter, que les biocéramiques CERAMIL sont inertes et non résorbables, ce qui les différencie de tous les autres produits mis sur le marché par les autres acteurs. Ils sont destinés à être utilisés en comblement de l'espace intervertébral. Ceci confère aux implants CERAMIL des caractéristiques de porosité qui permettent de s'adresser aux marchés de la chirurgie et de la neurochirurgie. Cela rend possible une libre circulation des cellules osseuses dans les espaces inter-somatiques.



A gauche : structure des implants CERAMIL ; à droite : structure de l'os spongieux

La structure obtenue présente un compromis idéal entre porosité, ostéo-conduction et résistance mécanique qui évite tout affaiblissement de la zone traitée. Le gel intégrant le produit anti-infectieux peut être re-largué, en procurant à ce produit des qualités du premier implant osseux actif.



Malgré la demande explicite de ce produit, nous notons que cet implant est le seul sur le marché à présenter ces caractéristiques.

FACTEURS D'INVESTISSEMENT

Produit révolutionnaire, répondant à une forte demande de marché

I.Ceram a mis au point un implant osseux actif, capable de se substituer à l'os et de relarguer un médicament dans une zone affectée en cas de métastases osseuses. Ce produit, qui n'a pas d'équivalents sur le marché, est très attendu par les chirurgiens orthopédistes, qui sont amenés à recourir à des chirurgies lourdes, pouvant avoir comme conséquence une ablation du membre affecté.

Selon Globocan 2012, IARC-Société, 14 millions de nouveaux cancers sont diagnostiqués chaque année dans le monde, parmi lesquels 70% des patients développent des métastases osseuses.

En apportant une solution à cette demande bien présente, le produit biocéramique de I.Ceram se distingue sur le marché des produits de substitution, en répondant de façon précise aux exigences de la chirurgie orthopédique et neurochirurgicale, en matière de reconstruction et de synthèse osseuse.

Marché en plein essor

Le marché affiche une résistance à l'environnement macroéconomique, en démontrant une stabilité dans son évolution. En effet, le secteur de dispositifs médicaux est moins impacté par la crise actuelle que d'autres domaines de l'économie, la santé étant un poste de budget sur lequel les clients font des économies en dernier temps.

Par ailleurs, les deux autres drivers du marché sont constatés au niveau national et mondial. Premièrement, c'est le vieillissement de la population : selon le rapport de l'Insee « Situations démographiques et projections de population 2005-2050 », 69 habitants seraient âgés d'au moins 60 ans ou plus pour tous les 100 habitants de 20 à 59 ans en 2050, soit deux fois plus qu'en 2005. La population totale de la France métropolitaine compterait 70,0 millions d'habitants en 2050, soit 9,3 millions de plus qu'en 2005. Le deuxième driver est une croissance des cas de cancers détectés annuellement, qui reprend les éléments évoqués ci-dessus.

Intégration verticale

Ayant intégré l'ensemble de la chaîne de valeur – de la détection des besoins et la phase R&D jusqu'à la phase commercialisation, en passant par la fabrication avec un contrôle qualité rigoureux, I.Ceram a réussi à retrouver un positionnement solide sur le marché, en proposant des gammes complètes de solutions orthopédiques.

Cette stratégie lui octroie une indépendance vis-à-vis d'éventuels partenaires en amont et en aval, et permet d'éviter des coûts d'agence entre les activités de la chaîne de

valeur. Ceci renforce la position de I.Ceram par rapport à ses concurrents, en lui procurant un pouvoir de marché supplémentaire.

Diversification du portefeuille d'activités

Depuis sa création, I.Ceram mène une politique d'innovation, en élargissant régulièrement son périmètre d'activités. Le portefeuille d'activités actuel est composé aujourd'hui de deux gammes principales répondant à de différents besoins de marché, ce qui permet d'équilibrer la répartition du chiffre d'affaires et de maîtriser des risques de marché. La stratégie de I.Ceram consiste à aller plus loin dans sa diversification, en proposant des produits biocéramiques à re-larguage pour le traitement des cancers et des infections.

Forte intégration dans le milieu médical

Forts de 30 ans d'expérience professionnelle dans le milieu médical, les dirigeants d'I.Ceram bénéficient d'une réputation solide et d'un réseau de contacts conséquent. Ainsi, la notoriété des personnes clés (membres du comité scientifique, dirigeant...) d'I.Ceram offre un pouvoir de persuasion plus important auprès des chirurgiens prospectés, qui sont toujours à la recherche des solutions innovantes pour résoudre les cas complexes auxquels il doivent faire face.

PROFIL DE RISQUES

Réglementation susceptible de changer

Selon la classification, les substituts osseux font partie de la catégorie de dispositifs médicaux qui sont régis par la directive européenne 93/42/CEE. Cet acte normatif décrit également des conditions de mise en vente et de libre circulation des produits en Europe. L'obtention du marquage CE est une condition indispensable d'une mise sur le marché. Les implants ayant obtenu ces certificats sont autorisés à être vendus pendant au moins 3 ans.

Cependant, le changement des normes CE est susceptible de retarder la commercialisation de nouveaux produits, et notamment de la gamme à re-langage. Ce décalage du lancement commercial pourrait avoir un effet défavorable sur le business plan prédéfini par la société.

Eventuelle défaillance des produits ou mauvaise utilisation

En cas de complication de l'état d'un patient et / ou d'incident lors d'une utilisation inappropriée par un chirurgien, I.CERAM peut subir une dégradation de son image, voire être la cible de poursuites judiciaires. Tous ces effets sont susceptibles de nuire à la commercialisation des produits d'I.CERAM et à sa pérennité en général. Aujourd'hui, la société contrôle l'intégralité des processus de fabrication de ses implants, avec plusieurs niveaux de vérification de qualité. Par ailleurs, la société confirme qu'il n'y a eu aucune déclaration de matériovigilance au Ministère de la Santé sur sa gamme d'implants, ayant entraîné un retrait d'un dispositif médical conçu et fabriqué par I.Céram.

Remboursement des frais médicaux

I.Ceram adresse ses produits aux hôpitaux, aux cliniques et aux blocs opératoires, dont les dépenses sont fonction des budgets publics alloués. Généralement, ces derniers dépendent des facteurs politiques et économiques et sont susceptibles de connaître des fluctuations d'une année à l'autre. A titre d'exemple, le Budget national de 2014 prévoit une hausse de dépenses de santé limitée à 2,4%. Pour atteindre cet objectif, 5,8 milliards d'euros d'économies sont nécessaires, avec les principaux efforts portant sur les médicaments, les tarifs dans certaines spécialités ou encore les hôpitaux. La capacité d'I.CERAM à générer du chiffre d'affaires dépend également de la politique de remboursement par le Gouvernement des frais médicaux. Ainsi, les conditions de la prise en charge des dispositifs médicaux peuvent varier d'un pays à l'autre, et ceci est surtout valable pour les nouveaux produits, où les modalités de remboursement restent à définir. L'impossibilité de payer l'intégralité du prix d'implant pour un patient pourrait avoir un impact négatif sur le développement du Groupe.

Le secteur d'orthopédie extrêmement concurrentiel

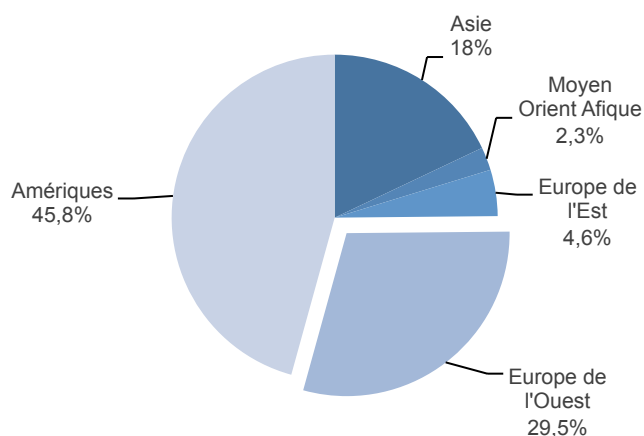
Le secteur des produits orthopédiques pour les chirurgies du genou, de la hanche et du rachis est un marché concurrentiel dominé notamment par de grands acteurs internationaux, qui se sont souvent développés par voie de croissance externe. Même si ce secteur est sensible à l'apparition de nouveaux produits et pratiques commerciales, des produits de référence sont commercialisés depuis plusieurs décennies pour la plupart, attestant de l'existence d'un marché bien établi. De ce fait, I.Ceram est susceptible de ne pas être suffisamment compétitif sur ce marché.

De surcroît, la croissance significative du marché des produits orthopédiques et l'évolution historique de ce marché ont attiré d'autres acteurs de différentes tailles disposant de technologies innovantes, et ont encouragé des sociétés déjà présentes sur ce marché à intensifier leurs efforts concurrentiels ou à se développer par la voie d'acquisitions.

MARCHE

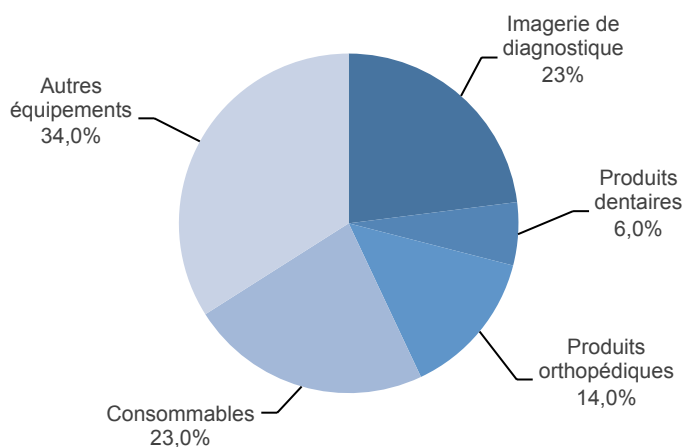
Par son histoire, ses compétences, ses capacités technologiques et ses nouveaux produits, la société I.Céram se situe à l'intersection des marchés de l'orthopédie, du traitement des infections et du traitement des métastases osseuses.

Selon les données Eucomed, le marché des technologies et dispositifs médicaux avoisinerait aujourd'hui les 220 milliards d'euros, en affichant une croissance moyenne de 6% par an. Notons que 80% des entreprises du secteur se situent dans les Amériques et en Europe.



Source : The world medical markets fact book, Espicom Business Intelligence, traitement par l'OMS

Une façon d'analyser le marché des dispositifs médicaux est de le décomposer en 5 grandes catégories (consommables, imagerie de diagnostic, produits dentaires, produits orthopédiques et autres), proposé dans le rapport « The world medical markets fact book » réalisé par Espicom Business Intelligence :



Le tableau ci-dessous résume l'évolution des principaux segments de marchés de l'orthopédie au niveau mondial :

M\$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
-----	------	------	------	------	------	------	------	------

Prothèse de genou	7 192	7 360	7 590	7 829	8 093	8 380	8 695	9 041
Prothèse de hanche	6 353	6 552	6 802	7 079	7 380	7 706	8 063	8 455
Implants rachidiens	6 530	6 775	7 033	7 317	7 627	7 966	8 334	8 736
Total	21 094	21 758	22 552	23 411	24 348	25 365	26 475	27 688

Source : Global Business Intelligence, 2013

Selon le rapport de Global Business Intelligence, publié en 2013, le marché mondial de d'implantologie orthopédique représentait 22 552 millions de dollars, susceptible de démontrer un taux de croissance annuelle de 4% d'ici 2018.

Les 30 plus grandes entreprises de dispositifs médicaux au monde se partagent environ 89% du marché mondial : Zimmer, Smith & Nephew, Johnson & Johnson, GE Healthcare, Siemens Healthcare, Medtronic, Baxter International, Roche Diagnostics, Covidien, Stryker, etc. Les 2/3 de ces 30 géants ont leur maison mère aux Etats-Unis, aucun en France. Les autres 30 000 « pure players » qui composent la filière et emploient près d'un million de personnes, sont principalement des PME et se partagent les 11% qui restent.

Chaque année environ 120 000 prothèses de genoux et 180 000 de hanche sont installées en France. Ce secteur compte 300 entreprises sur le territoire national, principalement des PME, et environ 40 000 salariés dans l'Hexagone.

Le tableau suivant représente un récapitulatif des implants et substituts osseux tout matériaux confondus qui existent sur le marché actuellement, et leur comparaison avec des produits de I.Ceram :

	Implants non résorbables			Céramique CERAMIL®
Origine	métallique	minéral	synthétique	Minérale
Type de matériau	Chrome-cobalt, titane	carbone Peek	Polymères, ciment	Alumine : Al ₂ O ₃
Biocompatibilité	Testée : implant parfaitement toléré quand ils sont monoblocs (ces éléments à l'état de particules sont non biocompatibles et provoquent des réactions inflammatoires)			Testée: totalement biocompatible Recul clinique : 15 ans
Résistance	Importante : pas de compression possible			Importante : + de 20 MPa
Ostéo-induction	nulle			Oui : intégration naturelle liée à la structure du matériau
Ostéoconduction	Nulle : besoin de greffe ou de plaque pour stabiliser le matériel			Oui : fusion rapide, porosité ouverte et contrôlée, stabilité de l'implant optimale
Technique opératoire	Complicquée : nécessité de réaliser 3 temps opératoires pose de la cage, du greffon et de la plaque			Simple : gamme calibrée
Inconvénients	Rigidité, risque de libération de particules			Produits innovants, matériau peu connu
Avantages	Historique			Biocompatibilité du matériau, Pas de risque de migration grâce à la forme semi-anatomique, Pas de greffon complémentaire Pas de plaque complémentaire

L'un des marchés ciblés par I.Ceram est celui du traitement des infections, où la société propose des solutions pour remédier à ces complications chirurgicales. En effet, l'infection de prothèse ostéo-articulaire demeure une complication redoutable, tant au niveau individuel qu'en termes de santé publique. En 2000, 1 000 000 de prothèses ont été posées dans le monde. Les travaux publiés concordent pour souligner l'importance des coûts, humains et économiques, engendrés par cette pathologie. Malgré les techniques récentes qui ont révolutionné le traitement des pathologies articulaires inflammatoires, la pose de matériel prothétique n'est pas à l'abri des complications.

Grâce à l'utilisation d'une antibiothérapie prophylactique et à l'amélioration des salles d'opération équipées d'un flux laminaire, le taux d'infection d'implants orthopédiques a pu être diminué de façon substantielle. Malgré cela et en raison du nombre toujours plus élevé d'implants utilisés, le nombre d'infections augmente régulièrement.

- Chez les patients avec une première implantation de prothèse articulaire, le taux d'infections durant les deux premières années se situe à < 1% pour les prothèses de hanche et d'épaule, < 2% pour les prothèses de genou et < 9% pour les prothèses de coude.
- Environ 5 à 10% des implants d'ostéosynthèse vont s'infecter ; l'incidence des infections après ostéosynthèse pour fractures fermées est généralement plus basse (0,5-2%), tandis qu'elle peut s'élever au-dessus de 30% pour la fixation de fractures ouvertes de stade III.

Le but du traitement est l'éradication de l'infection avec une articulation ou un os indolore. Aujourd'hui, la procédure la moins invasive menant à une guérison devrait être combinée à un traitement antibiotique à long terme. Le choix du traitement optimal doit être basé sur la durée de l'infection, la stabilité de l'implant et la susceptibilité de l'agent pathogène à l'antibiotique. Si tous ces critères sont pris en considération de façon correcte, on peut s'attendre à des taux de guérison au-dessus de 80%.

Enfin, I.Ceram a développé des implants à re-largage de molécules actives pour se positionner en tant que pionnier sur le marché du comblement osseux dans le traitement des métastases.

En 2012, selon l'Agence Internationale pour la Recherche sur le Cancer, il y a eu à travers le monde 14,1 millions de nouveaux cas de cancer, 8,2 millions de morts dus au cancer et on dénombre près de 32,6 millions de personnes vivant avec un cancer. 43% des nouveaux cas de cancers apparaissent sur des personnes vivant dans les pays développés. Plus de 90 % des décès liés au cancer sont déterminés par l'expansion des cellules malignes aux organes vitaux, appelée métastase.

Les principales raisons de cette augmentation varient d'une région à l'autre du globe mais sont, pour l'essentiel, l'augmentation de la population et son vieillissement, des facteurs comportementaux (activité physique, alimentation, consommation tabagique et alcoolique, exposition volontaire au soleil...) et des facteurs liés à l'environnement tels que des expositions professionnelles, polluants atmosphériques, polluants de l'eau, contaminants alimentaires, radiations....

Selon les statistiques de l'Agence Internationale pour la Recherche sur le Cancer, 70% de patients atteint par le cancer, développent des métastases osseuses. 27% des métastases osseuses génèrent des fractures pathologiques nécessitant une intervention chirurgicale.

Les trois principales solutions actuelles pour traiter les métastases osseuses, en fonction de l'état d'avancement de ces dernières et de l'état de santé du patient sont :

- Solutions médicamenteuses (bisphosphonates, radionucléides, anticorps RANKL) ;
- Radiothérapie par irradiation ;
- Solutions chirurgicales : la pose de plaques, de vis ou encore d'endoprothèses, etc. Des méthodes plus récentes - kyphoplastie, vertébroplastie - consistent à introduire une canule dans les vertèbres fracturées afin d'y injecter un ciment osseux. Les actes chirurgicaux représentent des risques liés à l'opération et à l'anesthésie, ainsi qu'une rééducation qui peut parfois être très longue. Par ailleurs, en cas de propagation trop importante des métastases, les chirurgiens sont amenés à procéder à une amputation, ce qui porte un impact psychologique et fonctionnel important pour le patient.

Au-delà des acteurs qui proposent des produits alternatifs pour ce qui concerne les prothèses de hanche, cheville, d'épaule et encore d'ostéosynthèse, aucun produit n'est à ce jour identifié comme concurrent direct des céramiques poreuses biocompatibles à re-language.

Compte tenu de la stratégie d'I.Ceram qui prévoit une expansion de ses activités à l'international, les données du marché et surtout la demande explicite par les personnes concernées promettent un potentiel de croissance considérable à moyen et long terme.

VALORISATION

Notre évaluation d'I.Ceram se base sur une combinaison de la méthode DCF et des comparables boursiers.

METHODE DES COMPARABLES

Nous avons sélectionné 13 sociétés comparables afin d'analyser leurs ratios VE/CA et VE/EBIT.

Société	VE (m) 2014	VE/CA 2014	VE/EBIT 2014
Zimmer	17 337	3,7	12,1
Stryker	33 221	3,7	15,6
Tornier	1 059	3,3	-49,7
Medtronic	67 386	4,0	13,5
Medicrea	78	3,3	86,8
Alphatec	214	1,0	69,9
Exactech Inc	315	1,3	12,4
Symmetry Medical	484	1,2	12,9
AAP Implantate AG	111	3,2	41,1
Becton Dickinson	24 524	2,9	14,5
Wright Medical	1 634	5,3	-28,4
Smith & Nephew Orthopaedics	16 863	3,6	17,0
Baxter International	46 618	2,8	12,7
Mediane		3,25	13,48

Les multiples sont basés sur les estimations 2019, ajustés avec le coefficient d'actualisation 2019. Ainsi, nous obtenons deux valeurs de fonds propres d'I.Ceram, que nous pondérons par la suite avec les données reçues grâce à la méthode DCF.

Valorisation VE/CA	K€
CA 2019	12 800
VE/CA Comparable 14	3,25
Décote de taille	20%
Coefficient d'actualisation	0,56
Valeur des fonds propres	23 462

Valorisation VE/EBIT	K€
EBIT 2019	2 458
VE/EBIT Comparable 14	13,48
Valeur d'entreprise	33 128
Dette nette	925
Coefficient d'actualisation	0,56
Valeur des fonds propres	18 140

DISCOUNTED CASH FLOWS:

Le modèle DCF basé sur un WACC de 11 % et une croissance à l'infini de 2% donne une valorisation de 20 040 K€ :

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Chiffre d'affaires	1 550	2 000	4 030	5 510	8 140	12 800	20 180
<i>Croissance</i>	<i>22,3%</i>	<i>29,0%</i>	<i>101,5%</i>	<i>36,7%</i>	<i>47,7%</i>	<i>57,2%</i>	<i>57,7%</i>
Résultat d'exploitation	-330	-183	281	545	1 172	2 458	4 319
<i>marge d'exploitation</i>	<i>-21,3%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>7,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>14,4%</i>	<i>19,2%</i>	<i>21,4%</i>
Rex - Taxes	-330	-183	281	545	1 172	2 458	4 319
+ Dotations aux amortissements	28	130	430	450	820	1 510	1 023
- Investissements	31	1500	1500	750	407	640	1211
- Variation du BFR	150	677	493	877	466	590	533
Free Cash Flow	-483	-2 230	-1 282	-631	1 119	2 737	3 597

Somme des Cash flow actualisés	276
Val terminale actualisée	20 689
Valeur Entreprise	20 965
Dette nette	925
Valorisation pre-money	20 040

Après avoir pondéré les deux méthodes d'évaluation, nous avons obtenu la valorisation Fair Value de I.Ceram à la hauteur de 19 946 K€ :

	Poids	Fair Value
Discounted Cash Flow	33%	20 040
Valorisation VE/CA	33%	23 462
Valorisation VE/EBITDA	33%	18 140
Fair Value (moyenne pondérée)		19 946

En divisant la valeur obtenue de titres par le nombre d'actions composant le capital social, nous obtenons un objectif de cours de 5,79 €.

Fair Value, K€	19 946
Nombre d'actions (milliers)	3 442
Cours d'introduction	5,79 €

NFinance Securities est une entreprise d'investissement agréée et réglementée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et par l'Autorité des Marchés Financiers. Les informations exprimées dans cette étude sont soumises seulement à titre informatif et ne sont en aucune façon une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre les instruments financiers mentionnés ci-dessus. Les informations exposées dans ces analyses et/ou études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de NFinance Securities ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission. Tout investissement dans les instruments financiers entraîne une prise de risque pouvant résulter, pour l'investisseur, en des pertes en capital du fait, entre autres, des fluctuations des marchés financiers ou des cours d'instruments financiers spécifiques. En applications des règlements de l'AMF nous publions les informations suivantes : participation de NFinance Securities dans l'émetteur : néant, contrat de liquidité : néant, montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, prestations de services : néant, communication préalable à l'émetteur : oui. Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Uni, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financial Securities Act 186 et l'article 11 (13) du Financial Securities Act. Ce document ne peut pas être distribué ou disséminé aux États Unis ou dans ses possessions. Les valeurs mobilières sujet de cette étude n'ont pas été enregistrées avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Le document ci-dessus peut utiliser les méthodes de valorisation suivantes :

- Méthode DCF : la méthode des cash flows actualisés consiste à définir les cash flows qu'une société va dégager dans le futur et à les actualiser à un taux représentant le coût moyen pondéré du capital. Ces hypothèses sont calculées et définies par l'analyste.
- Méthode des comparables boursiers : cette méthode consiste à calculer des ratios de valorisation de sociétés cotées comparables et à appliquer ces ratios aux fondamentaux de la société à valoriser.
- Méthode des ratios de valorisation historiques : cette méthode consiste à calculer les ratios de valorisation moyens historiques de la société et à les appliquer à ses fondamentaux.
- Méthode de l'ANR : consiste à évaluer les actifs du bilan en valeur de marché par la méthode la plus pertinente pour l'analyste Méthode des multiples de transaction : consiste à appliquer à la société les ratios de valorisation récemment constatés lors de transaction sur des sociétés comparables.