



Ikonisys

Technologies médicales / France

Des solutions « automatisées » pour le diagnostic oncologique

Initiation cov. - 20/07/2021

Le groupe Ikonisys dans le secteur du diagnostic entame un cycle de lancement de produits majeurs – dont la plateforme Ikoniscope20 « entièrement automatisée », seule application véritablement permanente et définitive disponible sur le marché depuis peu devant assurer des gains de parts de marché durables au détriment des produits manuels ou semi-automatiques. Il convient de noter que l'augmentation de la base installée devrait dans un second temps renforcer les capacités du groupe à générer des revenus récurrents (à marge élevée). Une introduction en bourse réussie ayant permis de répondre aux besoins de financement à court terme, le groupe étant dirigé par une équipe hautement expérimentée, l'avenir s'annonce prometteur pour Ikonisys. **Recommandation ACHAT.**

Recommandation et potentiel de hausse

Nous entamons le suivi d'Ikonisys avec une recommandation à l'achat et un objectif de cours de 11,6€ par action. L'adoption que nous attendons rapide de sa plateforme « entièrement automatisée » récemment mise sur le marché, l'Ikoniscope20, est à l'origine de notre optimisme concernant ce groupe du secteur du diagnostic. Fait notable, cet instrument de nouvelle génération (s'appuyant sur une technologie éprouvée) est positionné comme une véritable solution permanente et définitive – ne nécessitant aucune surveillance du début à la fin du processus, permettant aux pathologistes de parvenir plus rapidement à des résultats plus précis – cette caractéristique sans équivalent devant permettre des gains réguliers de parts de marché par rapport aux solutions manuelles/semi-automatisées à l'horizon des prochaines années. En outre, le besoin de solutions entièrement automatisées sur le marché de la FISH (croissance de 8% par an) et de l'analyse CTC (croissance de 25% par an) est flagrant. La dépendance vis-à-vis des pathologistes, aux emplois du temps généralement surchargés et aux effectifs insuffisants, rend en effet difficile le traitement de volumes plus importants sans dégradation de la précision.

Pour libérer tout le potentiel commercial de l'Ikoniscope20, la direction nouvellement renforcée doit progressivement mettre en place une stratégie de commercialisation en théorie efficace. Compte tenu des performances réalisées dans le passé par les nouveaux membres de la direction en matière de lancements de produits de diagnostic variés, nous restons confiants quant aux perspectives de succès commercial de l'Ikoniscope20. En particulier, l'augmentation de la base installée – nous tablons sur le placement d'environ 500 unités d'ici fin 2025 – devrait dans un second temps renforcer les capacités du groupe à générer des revenus récurrents (sous forme d'applications logicielles, de kits de réactifs/consommables et de services de maintenance). En outre, la part croissante de revenus récurrents à marge élevée dans le mix devrait entraîner une bonne visibilité sur les résultats – selon nos estimations, l'EBITDA du groupe devrait passer en territoire positif en 2023 – et conduire à des flux de trésorerie plus stables/moins incertains à moyen terme. Le développement dans les domaines thérapeutiques de l'immuno-oncologie et des maladies infectieuses pourrait être à l'origine d'un potentiel supplémentaire. De plus, il se pourrait qu'Ikonisys soit racheté par l'un des poids lourds du secteur avant même que



Sumit SAYAL

health@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Achat Potentiel: 196 %

Cours objectif à 6 mois	11,6 €
Cours	3,92 €
Cap. boursière M€	37,2

Momentum du cours	
Extrême 12 mois	76,0 ▶ 76,0
Sustainability score	5,6 / 10
Credit Risk	DDD →
Bloomberg	ALIKO FP EQUITY
Reuters	ALIKO.PA

[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)

Performance	1s	1m	3m	12m
Ikonisys	n/a	n/a	n/a	n/a
Santé	-0,56 %	3,93 %	6,14 %	20,6 %
STOXX 600	-3,59 %	-1,72 %	0,48 %	19,2 %

Dernière maj : 20/07/2021	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté (x)	-21,9	ns	-9,87	38,5
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	ns	ns	-10,9	32,8
BPA ajusté (€)	-0,18	-0,03	-0,40	0,10
Croissance des BPA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	0,39	0,55	8,76	20,0
Autre marge (%)	97,9	62,8	47,3	55,7
Résultat net pdg (M€)	-1,57	-0,29	-3,77	0,96
ROE (après impôts) (%)	-27,7	-4,02	-52,2	16,6
Taux d'endettement (%)	16,1	-1,88	21,8	59,1

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

l'Ikoniscope20 n'atteint pas la masse critique. Recommandation ACHAT.

Activité et tendances

Ikonisys est un groupe spécialisé dans le diagnostic développant des instruments et des logiciels liés aux tests oncologiques et au dépistage prénatal. Il opère sur le marché mondial très concentré du diagnostic in vitro (DIV), représentant environ 69md\$ et tente de s'imposer sur deux niches au sein du marché – FISH (hybridation in situ par fluorescence ; un marché d'une taille de 1,2md\$) et CTC (cellules tumorales circulantes ; marché d'une taille de 0,5md\$).

Depuis cinq ans, priorité a été largement donnée à la recherche et au développement. Ikonisys étant parvenu à mettre au point un produit susceptible de changer la donne, l'Ikoniscope20, l'accent est donc mis désormais sur la commercialisation – l'objectif sur le moyen terme étant d'équiper 1 450 laboratoires de taille moyenne à grande aux Etats-Unis et en Europe par des revendeurs et de la vente directe. Comme les autres intervenants sur le marché du diagnostic, Ikonisys fonctionnera sur un modèle économique de type « lame de rasoir », reposant sur le placement d'instruments/solutions permettant de réaliser les tests auprès des laboratoires/hôpitaux dans le cadre de contrats de fourniture de logiciels et de vente de consommables. Par conséquent, les applications logicielles, les kits de réactifs/consommables et les services de maintenance – que des activités récurrentes par nature – devraient devenir la principale source de chiffre d'affaires.

En particulier, alors que le microscope numérique robotisé Ikoniscope (mis sur le marché en 2006) a été jusqu'à présent la plateforme stratégique au sein de la gamme de produits du groupe, ce dernier a récemment commencé à commercialiser son produit de nouvelle génération. Comparé à ses prédécesseurs, l'Ikoniscope20 (commercialisé depuis le T2 2021) offre de meilleures performances en termes d'imagerie haute résolution et de débit, et ce pour une taille nettement plus réduite. Fait notable, l'automatisation a également progressé d'un cran et l'Ikoniscope20 est positionné comme une solution permanente et définitive entièrement automatisée ne nécessitant aucune intervention extérieure sur l'ensemble du processus. Ces caractéristiques permettent de supprimer le risque d'erreur humaine dans les tests et de garantir une plus grande cohérence, tout en réduisant la charge de travail des pathologistes aux emplois du temps généralement surchargés. Compte tenu de la pénurie de pathologistes, agissant comme un goulot d'étranglement pour la croissance du secteur, l'avancée est majeure et nous estimons que les gains de parts de marché d'Ikonisys au détriment des produits manuels ou semi-automatiques sur le point de devenir obsolètes devraient être conséquents. Comme son prédécesseur, l'Ikoniscope20 peut être appliqué dans un grand nombre de tests centrés sur la technique FISH pour les tissus solides (marché dont la croissance atteint 8% par an) et est également adapté aux biopsies CTC/liquides (marché dont la croissance atteint 25% par an). A moyen terme, la plateforme pourrait également présenter un potentiel supplémentaire dans les domaines thérapeutiques de l'immuno—oncologie et des maladies infectieuses.

A savoir

Compte tenu de sa petite taille et de ses investissements continus dans la R&D, Ikonisys n'a jusqu'à présent publié que des résultats d'exploitation en perte depuis sa création. Son produit phare, l'Ikoniscope20, devant nécessiter d'importantes dépenses commerciales à court et à moyen terme et une hausse de la R&D autour de l'IA et des applications logicielles, Ikonisys ne devrait pas dégager de rentabilité significative et/ou générer de trésorerie avant deux ans.

Le succès d'Ikonisys pourrait toutefois dépendre de sa capacité à lever des

fonds. Pour libérer tout le potentiel commercial de l'Ikoniscope20, le groupe doit progressivement mettre en place une organisation de vente et de marketing et, dans cette optique, lever des capitaux frais (environ 4m€) – Le produit de l'introduction en bourse devrait être consacré à hauteur de 75% aux efforts de commercialisation, tandis que le solde devrait être utilisé soit pour la R&D, soit pour le fonds de roulement. Rappelons que la direction a été récemment renforcée afin d'assurer la réussite commerciale de l'Ikoniscope20.

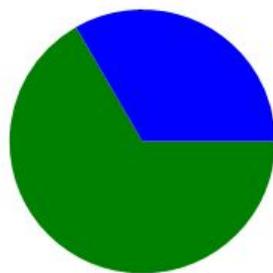
Compte tenu de la faible présence des solutions entièrement automatisées au sein du secteur, nous tablons sur une adoption de plus en plus rapide de la plateforme Ikoniscope20. De fait, les ventes d'équipements et d'instruments devraient fortement contribuer au chiffre d'affaires à court terme. Comme pour toute autre entreprise de DIV, la part des revenus récurrents à marge élevée (applications logicielles, réactifs et services de maintenance) devrait dans un second temps progresser, au fur et à mesure que la base installée s'agrandira. Selon nos estimations, l'EBITDA du groupe devrait passer en territoire positif en 2023 et la base installée devrait avoisiner 500 unités fin 2025.

Notons que le conseil est présidé par Mario Mauri, par ailleurs président-directeur général du principal actionnaire d'Ikonisys, Cambria Funds (qui détient environ 89% des actions d'Ikonisys SA).

Principaux risques

Si les ventes de l'Ikoniscope20 ne parvenaient pas à décoller, Ikonisys serait en difficulté. Bien que la stratégie de commercialisation paraisse bonne, la direction a besoin de fonds pour mettre à l'échelle ses outils. Un retard sur le front du financement conduirait à faire de l'Ikoniscope20 une bonne idée sur le papier. En outre, même après la mise sur le marché, empiéter sur la concurrence pourrait s'avérer une tâche herculéenne. Enfin, les budgets d'investissement des hôpitaux étant limités en raison de la COVID-19, le déploiement de l'Ikoniscope20 pourrait être plus lent que prévu. Il existe également un risque technologique pour les tests FISH, notamment lié aux technologies de diagnostic moléculaire qui se développent plus rapidement, telles que le séquençage de nouvelle génération. Sans compter que l'équipe de direction est assez récente et doit faire ses preuves quant à l'exécution du plan de développement.

Géographie du chiffre d'affaires



■ North America (66,7 %)
■ Europe (33,3 %)

Compte d'exploitation consolidé

		12/20A	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	M€	0,39	0,55	8,76
Croissance du CA	%	-37,6	43,6	1 483
Variation des coûts de personnel	%	1,01	50,0	90,0
EBITDA	M€	0,17	-0,34	-3,74
Marge d'EBITDA(R)	%	44,9	-62,2	-42,7
Dotations aux amortissements	M€	-0,07	0,00	0,00
Résultat opérationnel courant	M€	0,10	-0,35	-3,74
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	0,20	-0,25	-3,74
Résultat financier net	M€	-1,77	-0,04	-0,01
dt serv. des engagts de retraites	M€	0,00	0,00	0,00
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-0,01	0,00	-0,02
Mises en équivalence	M€			
Intérêts minoritaires	M€			
Résultat net ajusté, pdg	M€	-1,57	-0,29	-3,77
NOPAT	M€	0,07	-0,24	-2,62

Tableau de financement

EBITDA	M€	0,17	-0,34	-3,74
Variation du BFR	M€	0,15	-1,13	-1,33
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-0,01	0,00	-0,02
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-2,62	0,10	0,00
Cash flow d'exploitation total	M€	-2,31	-1,38	-5,09
Investissements matériels	M€	0,00	-0,01	-0,13
Flux d'investissement net	M€	0,00	-0,01	-0,13
Charges financières nettes	M€	-1,77	-0,04	-0,01
Dividendes (maison mère)	M€			
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,09	4,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	2,03	3,01	3,69
Variation de la trésorerie	M€	-0,14	1,62	-1,53
Cash flow disponible (avant div)	M€	-4,08	-1,43	-5,23

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	8,78	9,48	9,48
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	8,78	9,13	9,48
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	-0,18	-0,03	-0,40
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	9,77 €	40 %	● Qiagen
Somme des parties	18,5 €	40 %	
P/E	1,96 €	5 %	
VE/Ebitda	0,00 €	5 %	
Cours/Actif net comptable	3,70 €	5 %	
Rendement	0,00 €	5 %	
Objectif de cours	11,6 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/20A	12/21E	12/22E
Survaleurs	M€	4,42	4,42	4,42
Total actif incorporel	M€	7,92	7,92	7,92
Immobilisations corporelles	M€	0,00	0,01	0,14
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€			
BFR	M€	-1,03	0,10	1,43
Autres actifs courants	M€	0,03	0,03	0,03
Actif total (net des engagements CT)	M€	7,01	8,15	9,61
Capitaux propres part du groupe	M€	5,39	9,10	5,33
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€	0,27	0,27	0,27
Intérêts minoritaires	M€			
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	M€			
Total des prov. pr risques et charges	M€	0,00	0,00	0,00
Charges d'IS	M€			
Autres charges	M€	0,23	0,23	0,23
Endettement net / (trésorerie)	M€	1,11	-1,45	3,78
Passifs totaux	M€	7,01	8,15	9,61

Capitaux employés

Capitaux investis	M€	6,89	8,03	9,49
-------------------	----	------	------	------

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	-27,7	-4,02	-52,2
Rendement des capitaux investis	%	1,07	-3,01	-27,6
Ratio d'endettement	%	16,1	-1,88	21,8
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	6,43	4,22	-1,01
Couverture des frais financiers	x	0,06	-7,76	-552

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-21,9	ns	-9,87
Rendement du cash flow disponible	%	-11,9	-3,85	-14,1
P/ANC	x	6,39	4,09	6,97
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	34,4	37,2	37,2
+ Provisions	M€	0,00	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	1,04	-1,53	3,69
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	0,01	0,01	0,01
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€			
= Valeur d'entreprise	M€	35,4	35,6	40,8
VE/EBITDA(R)	x	ns	ns	-10,9
VE/CA	x	92,0	64,4	4,66

Analyste : Sumit Sayal, Changements de prévisions : 20/07/2021.