Document produit le
27 octobre 2026 à 7h47
Document publié le
27 octobre 2026 à 8h03

MIDCAP

EQUITY RESEARCH

THÉRACLION
INITIATION DE COUVERTURE

ACHAT
OC 1.70€
Potentiel: 189%

Piquer le marché sans aiguille

A l'aube de la décision FDA, nous initions la couverture de Theraclion à l'Achat.

Pas de marché à créer, juste des parts de marché à prendre

Les varices touchent près d'un adulte sur trois entre 18 et 64 ans et alimentent un marché des dispositifs médicaux estimé à 1,5Md$, en croissance de 5 à 8%. Depuis plusieurs décennies, les techniques de traitement évoluent vers des interventions toujours moins invasives, de la chirurgie au laser puis à la radiofréquence et à la colle. Avec Sonovein, Theraclion pousse cette logique encore plus loin en proposant un traitement par ultrasons focalisés, entièrement réalisé depuis l'extérieur du corps, donc sans incision ni ponction, avec une efficacité déjà au niveau des techniques établies. Fort du marquage CE MDR obtenu en septembre 2025, le groupe dispose désormais des arguments pour s'attaquer à un marché d'environ 5 millions de procédures annuelles directement adressables. Theraclion n'a ainsi pas à créer la demande, elle existe déjà. Tout l'enjeu est désormais de capter une partie des volumes aujourd'hui réalisés avec des techniques conventionnelles.

Une machine installée, des revenus à chaque intervention

Theraclion a fait du paiement à l'usage le cœur de son modèle : les machines sont mises à disposition des établissements et chaque procédure réalisée génère du CA. Cette part récurrente représente déjà 53% du CA 2025 et offre un double levier de croissance, entre nouvelles installations et utilisation accrue du parc existant. Avec 21 centres déjà équipés, dont certains réalisant déjà plus d'une centaine de procédures annuelles malgré l'absence de remboursement généralisé, le modèle commence déjà à faire ses preuves. La montée en puissance des volumes devrait également générer un important levier sur la rentabilité : le management situe le seuil de rentabilité autour d'une bonne centaine de machines installées, ce qui illustre à la fois le chemin restant à parcourir et l'effet taille attendu du déploiement commercial.

Une fenêtre favorable pour accompagner le changement d'échelle

Après des années consacrées au développement de Sonovein, Theraclion arrive à un tournant de son histoire. Le marquage CE MDR est acquis, une décision de la FDA est attendue d'ici la fin d'année et un premier code CPT entrera en vigueur aux Etats-Unis dès janvier 2027 ouvrant la voie à un éventuel remboursement plus large à terme. Le calendrier apparait donc favorable pour accélérer le déploiement commercial, notamment sur un marché américain estimé à 1000 établissements adressables. Cette montée en puissance nécessitera encore des financements pour renforcer les équipes commerciales et absorber les coûts qui précèderont les revenus alors que la trésorerie de 5,2M€ à fin juin 2026 offre une visibilité jusqu'au T1/T2 2027. Mais Theraclion se distingue de nombreux dossiers medtech : la technologie a fait ses preuves sur le plan clinique, les principales étapes règlementaires sont en passe d'être franchies et le relais passe désormais au commerce. Avec plusieurs catalyseurs à court terme et un potentiel commercial encore largement inexploité, le momentum nous parait favorable pour se positionner sur cette nouvelle phase de développement. Nous initions la couverture de Theraclion à l'Achat avec un OC de 1.7€.

TP ICAP Midcap Estimates	12/25	12/26e	12/27e	12/28e
Chiffre d'affaires (m €)	1,2	1,3	3,6	7,5
ROC (m €)	-2,1	-6,9	-7,2	-5,6
MOC (%)	na	na	na	na
BPA (publié) (€)	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF (m €)	-7,3	-7,6	-8,2	-8,4

Valuation Ratio	12/26e	12/27e	12/28e
VE/Sales	na	13,2	6,4

Source: TPICAP Midcap

Key data	
Prix actuel (€)	0,6
Secteur	Healthcare
Ticker	ALTHE-FR
Nb d'actions (M)	73,123
Capitalisation boursière	43,0
Prochain évenement	CA 2026 - 01/2027

Source: FactSet

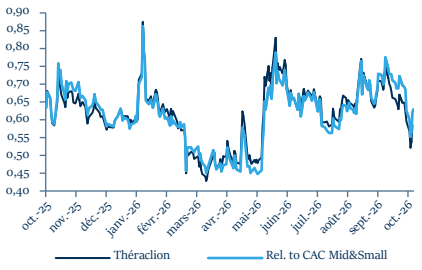
Actionnaires (%)	
Unigestion & B. Sabrier	29,7
Furui	27,5
Management	4,2
Free float	38,6

Source: TPICAP Midcap estimations

BPA (€)	12/26e	12/27e	12/28e
Estimation	-0,10	-0,10	-0,09
Changement de nos estimations (%)	na	na	na

Source: TPICAP Midcap estimations

Performance (%)	1D	1M	YTD
Evolution du cours	0,5	-14,2	-2,3
Rel CAC Mid&Small	1,2	-10,0	4,7



Source: FactSet

Analyst
Florian Cariou - Flocara Finance for TP ICAP Midcap
fcariou@flocarafinance.com
+336622300558



PIQUER LE MARCHE SANS AIGUILLE 1

DESCRIPTION 3

SWOT ANALYSIS 3

LE SANG QUI STAGNE, LE MARCHE QUI BOUGE 4

THERACLION : FERMER LA VEINE SANS JAMAIS Y ENTRER 8

LE BUSINESS MODEL : LA RECURRENCE AVANT TOUT 12

LE BON MOMENT DE L'HISTOIRE 14

QUELLE TRAJECTOIRE FINANCIERE ATTENDRE ? 17

VALORISATION 22

ANNEXES 25

FINANCIAL DATA 27

Description

Theraclion est une société française de MedTech engagée dans le développement d'une alternative non invasive à la chirurgie grâce à l'utilisation innovante des ultrasons focalisés. Les ultrasons focalisés de haute intensité (HIFU) ne nécessitent ni incision ni salle d'opération, ne laissent pas de cicatrice et permettent aux patients de reprendre immédiatement leurs activités quotidiennes. La méthode HIFU concentre les ultrasons thérapeutiques vers un point focal interne depuis l'extérieur du corps. Theraclion développe Sonovein®, une plateforme robotique HIFU pour le traitement des varices, marquée CE sous MDR (UE 2017/745), ayant le potentiel de remplacer des millions de procédures chirurgicales chaque année. Basée à Malakoff (Paris), l'équipe de Theraclion est constituée d'environ 40 personnes.

SWOT Analysis

Strengths

- Une technologie réellement différenciante, seule approche non invasive du traitement des varices, sans incision, aiguille ni cathéther
- Une technologie cliniquement validée et déjà autorisée en Europe avec 96,8% d'occlusion à 12 mois dans l'étude Veinreset et un marquage CE MDR obtenu en septembre 2025
- Un modèle à forte composante récurrente reposant sur le PPU ou les consommables et la maintenance en cas de vente
- Barrières technologiques et savoir-faire importants : un portefeuille de 134 brevets accordés et plus de 10 ans de développement des HIFU

Weaknesses

- Une structure logiquement encore fortement déficitaire avec une consommation de trésorerie importante par rapport à un CA encore modeste
- Le modèle PPU est consommateur de cash au démarrage, Theraclion devant financer les machines avant leur montée en puissance
- Une organisation commerciale encore limitée après des années principalement consacrées à la R&D et au règlementaire
- Dépendance à de nouveaux financements avec un risque sensible de dilution pour les actionnaires

Opportunities

- Ouverture potentielle du marché américain avec une décision FDA attendue d'ici la fin d'année
- Un marché adressable conséquent avec environ 5 millions de procédures annuelles directement adressable par Sonovein
- Extension progressive du remboursement susceptible d'accélérer sensiblement l'adoption de Sonovein aussi bien aux Etats-Unis (code CPT catégorie III à partir de 2027) qu'en Europe
- Une feuille de route qui élargit le marché : réduction du temps de traitement (vers 20 minutes), extension vers des veines plus grandes et plus profondes; assistance IA qui pourrait permettre à terme d'adresser également le canal esthétique.

Threats

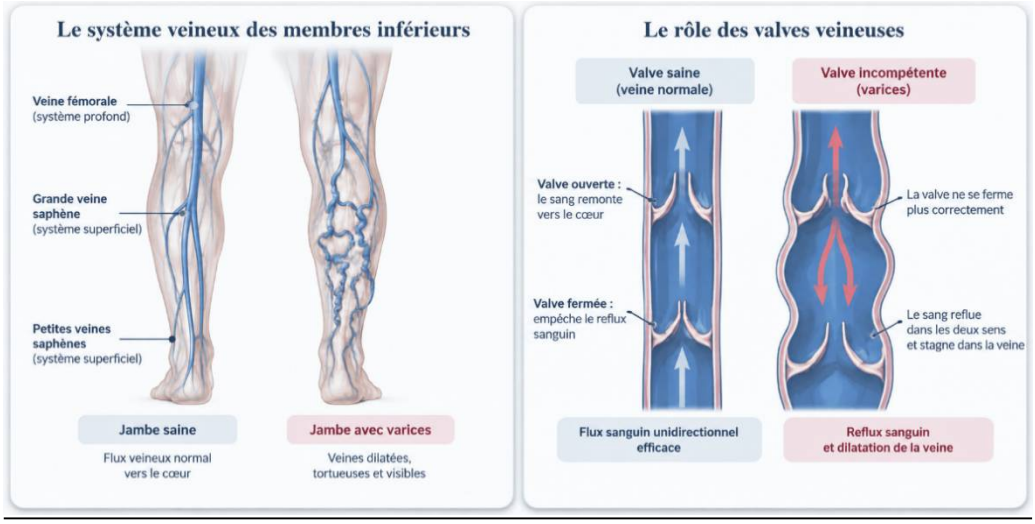
- Risque règlementaire américain : une décision négative ou un report de la FDA décalerait mécaniquement le scénario de montée en puissance
- Technologies concurrentes déjà bien implantées, efficaces, connues des praticiens et bénéficiant d'un historique de remboursement
- Risque d'exécution commerciale avec la nécessité d'installer et faire monter en puissance rapidement un nombre important de centres
- Dilution liée aux nouveaux financements à prévoir

Le sang qui stagne, le marché qui bouge

La varice n'est pas belle à voir, c'est un fait. Mais réduire le sujet uniquement à l'esthétique serait une erreur : passé ce constat, c'est en effet une pathologie vasculaire à part entière, capable de provoquer des douleurs, une sensation de jambes lourdes, des gonflements au niveau des chevilles et, dans les formes les plus avancées, des complications sérieuses comme des inflammations, des lésions cutanées ou des ulcères.

Le mécanisme, lui, est simple. Les veines des jambes sont équipées de petites valves qui empêchent normalement le sang de redescendre sous l'effet de la gravité. Lorsqu'elles ne ferment plus correctement, une partie du sang repart vers le bas, s'accumule dans la veine et finit par la dilater jusqu'à la rendre visible sous la peau : c'est la varice. Les médecins parlent alors de reflux veineux. Ce phénomène touche principalement le réseau veineux superficiel, par opposition au réseau profond qui assure l'essentiel du retour du sang vers le cœur. La grande veine saphène, qui remonte de la cheville jusqu'à l'aine, constitue le principal tronc de ce réseau superficiel. Ce sont généralement les veines qui s'y raccordent, plus proches de la peau, qui deviennent visibles lorsque le mécanisme s'enraye. C'est précisément ce réseau superficiel que cible Sonovein, la plateforme non invasive de Theraclion que nous présenterons dans la partie suivante. Elle ne s'adresse donc pas à l'ensemble des pathologies veineuses mais uniquement à une partie bien précise ce qui délimite naturellement son marché.

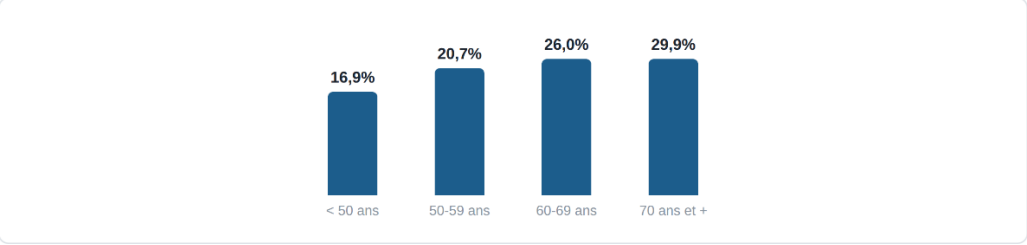
Le système veineux et le mécanisme de valve à l'origine des varices



Source : ESVS Clinical Practice Guidelines (2022), illustration générée par IA, TP ICAP

Cette pathologie est particulièrement répandue et plusieurs tendances structurelles devraient continuer d'en soutenir la prévalence. L'Edinburgh Vein Study estime en effet que près d'un adulte sur trois entre 18 et 64 ans présentent des varices. Sans surprise, l'âge constitue le premier facteur de risque : selon le San Diego Population Study, la prévalence des varices visibles passe de 16,9% avant 50 ans à près de 30% au-delà de 70 ans. Le poids joue également un rôle significatif : chaque tranche supplémentaire de 10kg augmente de 32% le risque de maladie veineuse modérée chez les femmes, tandis que chaque hausse de 10cm de tour de taille accroit le risque de forme sévère de 37% chez les hommes et de 24% chez les femmes d'après la même étude. Enfin, la sédentarité vient compléter le tableau, une étude menée sur près de 83000 participants de la UK Biobank pendant 7 ans a pu mettre clairement en évidence une association entre immobilité prolongée et risque accru de varices, la contraction des mollets jouant normalement un rôle de pompe dans le retour du sang vers le cœur. Vieillissement de la population, progression de l'obésité et sédentarité constituent ainsi trois moteurs structurels du besoin de prise en charge.

La prévalence des varices augmente nettement avec l'âge



Source: San Diego Population Study

Alors comment traiter une varice ? Le principe est finalement assez simple : mettre la veine défaillante hors circuit. Lorsque les valves ne remplissent plus correctement leur rôle, le traitement consiste à supprimer le reflux, soit en retirant la veine ou soit en la fermant définitivement. Cela est possible car la grande saphène appartient au réseau superficiel : l'essentiel du retour sanguin est assuré par le réseau profond, le sang peut ainsi être naturellement redirigé vers les autres veines fonctionnelles. La veine malade peut donc être sacrifiée sans compromettre la circulation de la jambe.

Pendant longtemps, traiter une varice importante signifiait passer par la chirurgie. La technique de référence, le stripping, consistait tout simplement à retirer la veine malade. L'arrivée du laser et de la radiofréquence au début des années 2000 a ensuite profondément changé la prise en charge. Plus besoin de retirer la veine : il suffit désormais de simplement la fermer. Concrètement, le médecin introduit une fine sonde à l'intérieur de celle-ci par une ponction puis utilise la chaleur pour en provoquer l'occlusion. Réalisées en ambulatoire, ces techniques ont ainsi permis de rendre le traitement nettement moins lourd pour le patient que la chirurgie.

Moins lourd ne signifie en revanche pas non invasif. Laser et radiofréquence nécessitent toujours de pénétrer à l'intérieur de la veine avec une sonde. La chaleur impose également de réaliser plusieurs injections d'anesthésique tout autour de celle-ci, à la fois pour limiter la douleur et protéger les tissus environnants : c'est l'anesthésie tumescente. Une nouvelle génération de traitements a donc cherché à s'en affranchir. La colle cyanoacrylate permet de sceller la veine de l'intérieur sans chaleur, tandis que les techniques mécano-chimiques associent une action mécanique sur sa paroi à l'injection d'un produit destiné à provoquer sa fermeture. Le geste s'allège encore mais une contrainte demeure : pour traiter la veine, il faut toujours y rentrer.

Theraclion va ainsi désormais un cran plus loin avec les ultrasons focalisés de haute intensité (HIFU). Avec Sonovein, l'énergie est délivrée depuis l'extérieur du corps et concentrée sur la veine pour la chauffer et provoquer sa fermeture, sans incision, sans aiguille ni cathéter. L'objectif thérapeutique reste le même, à savoir mettre la veine malade hors circuit, mais cette fois sans jamais y pénétrer. Déjà utilisée pour traiter des patients, la technologie doit désormais changer d'échelle pour s'imposer à terme comme le nouveau standard de soin.

Le traitement des varices s'est progressivement allégé



Source : Babcock (1907), FDA, marquages CE

Cette évolution répond finalement à une logique assez simple : obtenir le même résultat en imposant le moins de contraintes possible au patient. Les principales techniques affichent aujourd'hui des niveaux d'efficacité globalement proches. Quelques différences apparaissent avec le recul, mais la question n'est plus vraiment de savoir si l'on sait fermer une veine malade : plusieurs technologies le font déjà très bien. L'enjeu se déplace donc progressivement vers la manière la plus simple et la moins contraignante d'y parvenir.

Les principales techniques de traitement des varices

Technique	Comment fonctionne le traitement ?	INVASIVITÉ DU GESTE				Fermeture à 12 mois
		Ponction	Chaleur	Anesthésie	Implant résiduel	
Radiofréquence	Une sonde introduite dans la veine la ferme par la chaleur	Oui	Oui	Oui	Non	~97%
Laser endoveineux	Une fibre introduite dans la veine la ferme par la chaleur	Oui	Oui	Oui	Non	Du même ordre
Colle cyanoacrylate	Une colle injectée dans la veine provoque sa fermeture	Oui	Non	Non	Oui	~97,2%
Mécano-chimique	Une sonde irrite la veine puis injecte un produit qui la ferme	Oui	Non	Non	Non	Légèrement inférieur

Source : Morrison et al., Phlebology, 2019 (VeClose)

Le non-invasif a déjà bouleversé certains standards de soin

Passer du mini-invasif au totalement non-invasif n'aurait rien d'inédit en médecine. L'exemple historique le plus parlant est celui des calculs rénaux. Dans les années 1980, l'arrivée de la lithotritie extracorporelle a permis de fragmenter les calculs grâce

à des ondes générées depuis l'extérieur du corps, contribuant avec l'endoscopie à rendre la chirurgie ouverte aujourd'hui marginale.

Plus récemment, HistoSonics a appliqué une logique comparable aux tumeurs du foie. Son système Edison utilise des ultrasons focalisés depuis l'extérieur du corps pour détruire mécaniquement le tissu ciblé, sans incision ni aiguille. Autorisée par la FDA en 2023, la technologie connait depuis une adoption très rapide. Ce n'est évidemment pas encore un standard de soin établi mais la technologie commence clairement à trouver sa place dans la pratique clinique.

Ces précédents ne préjugent évidemment pas du succès de Sonovein mais ils montrent en revanche qu'une technologie capable de supprimer un geste invasif tout en conservant une efficacité suffisante peut profondément modifier la prise en charge de la pathologie.

Derrière cette évolution technologique se trouve un marché déjà très conséquent. Grand View Research estime le marché mondial des dispositifs de traitement des varices à environ 1,6Mds$ en 2026 contre 1,4Mds$ en 2023 et anticipe une progression jusqu'à 2,1Mds$ en 2030, soit une croissance annuelle moyenne de 6,4%. En prenant en compte un périmètre plus large comprenant l'ensemble des coûts de prise en charge, Theraclion indique que le marché représenterait même environ 13Mds$ au niveau mondial. Par zone géographique, l'Amérique du Nord constitue de loin le premier débouché avec près de 45% du marché mondial, devant l'Europe tandis que l'Asie-Pacifique devrait continuer d'afficher la croissance la plus forte, autour de 8% par an, une

dynamique portée par le vieillissement de la population, la hausse des dépenses de santé et l'accès croissant aux techniques modernes de traitement.

Au-delà de sa croissance en valeur, le marché repose surtout des volumes de patients considérables. Theraclion estime ainsi à plus de 10 millions le nombre de procédures veineuses réalisées chaque année dans le monde dont environ 5 millions de procédures superficielles directement adressables par Sonovein. Ce chiffre permet de confirmer le terrain de jeu du groupe : il ne s'agit pas de créer un nouveau marché mais de venir prendre une place dans un parcours de soin déjà largement établi.

Ces volumes ne sont par ailleurs pas uniquement alimentés par de nouveaux patients. Traiter une varice ne signifie en effet pas guérir définitivement de pathologies veineuses. La veine défaillante peut très bien avoir été retirée ou fermée et de nouvelles varices apparaitre ailleurs plusieurs années plus tard. Le phénomène est loin d'être marginal : une étude publiée en 2026 portant sur 543 patients traités par laser estime que près d'un patient sur deux présente une récidive clinique à 10 ans. Une partie significative des patients déjà traités revient donc à terme dans le parcours de soin.

Finalement, le marché apparait particulièrement favorable à l'émergence d'une nouvelle approche. La pathologie est fréquente, les volumes sont importants et soutenus par des tendances structurelles tandis que les pratiques évoluent depuis vingt ans dans une même direction, à savoir traiter avec toujours moins de contraintes pour le patient. Le principe thérapeutique lui ne change pas : mettre la veine malade hors circuit. Après la chirurgie, la chaleur puis les techniques endoveineuses, Sonovein pousse cette logique jusqu'au bout en réalisant le traitement entièrement depuis l'extérieur du corps. La technologie est déjà opérationnelle et des patients sont déjà traités, l'enjeu pour Theraclion est désormais d'en faire un nouveau standard de soin.

Theraclion : fermer la veine sans jamais y entrer

Sur ce marché important et déjà bien établi, Theraclion arrive avec une proposition unique : fermer la veine malade sans jamais y entrer. Sonovein ne cherche donc pas à réinventer le traitement de la varice mais à supprimer le dernier geste invasif qu'il impose encore. Derrière ce principe en apparence simple se cache une technologie développée depuis plus de 15 ans et désormais suffisamment mature pour être confrontée aux standards actuels du marché.

Sonovein, la ponction en moins

Sonovein, la technologie développée par Theraclion, repose sur les ultrasons focalisés de haute intensité que les praticiens désignent par le sigle anglais HIFU. Le principe est assez simple : le dispositif envoie une énergie ultrasonore à travers la peau et la concentre sur la veine malade grâce à un bras robotisé, sans incision, cathéter ni aiguille. Une imagerie échographique intégrée permet au praticien de suivre le traitement en temps réel et de s'assurer que l'énergie atteint bien sa cible. Avant chaque traitement, la machine est équipée d'un consommable à usage unique brevetée, l'ePack™ , rempli d'un liquide de couplage qui circule au niveau de la tête du traitement, il assure à la fois la transmission des ultrasons, le refroidissement de la peau du patient tout en contribuant à la qualité de l'image.

Sur le plan thérapeutique, rien ne change par rapport à la radiofréquence ou le laser décrits précédemment : l'objectif reste de fermer durablement la veine pathologique par un effet de chaleur contrôlée pour que le sang se redirige ensuite naturellement vers les veines saines voisines. Si le mécanisme biologique est donc le même, ce qui change c'est en revanche la façon de délivrer la chaleur : depuis l'intérieur de la veine pour les techniques endoveineuses, depuis l'extérieur du corps pour Sonovein. Cette innovation produit des effets bénéfiques pour l'ensemble des parties prenantes.

Coté patients d'abord. L'absence d'incision, de cathéter et d'anesthésie tumescente change radicalement l'expérience de soin : pas de cicatrice, pas de point de ponction à surveiller, une sortie généralement dans l'heure et aucun arrêt de travail nécessaire. Ce confort va bien au-delà du seul bien être des patients actuels. Selon Theraclion, environ la moitié des patients atteints hésite par crainte de la chirurgie alors même que les techniques endoveineuses actuelles sont déjà considérées comme mini invasives. En levant ce blocage psychologique, Sonovein ne rend pas seulement le soin plus agréable, il élargirait ainsi également potentiellement la patientèle qui accepterait plus facilement de se faire traiter.

Coté praticiens et établissements de santé ensuite. Le geste, guidé par imagerie et automatisé par la robotique dépend moins de la dextérité manuelle de l'opérateur que les techniques par cathéter, réduisant ainsi la variabilité des résultats d'un praticien à un autre. Ce geste se pratique surtout hors bloc opératoire, dans un cabinet standard, avec un seul opérateur, sans équipe chirurgicale à mobiliser ni créneau de bloc à réserver. Pour un hôpital ou une clinique, cette bascule hors bloc libère de fait la ressource la plus rare et couteuse de l'établissement au profit d'interventions plus complexes et mieux valorisées.

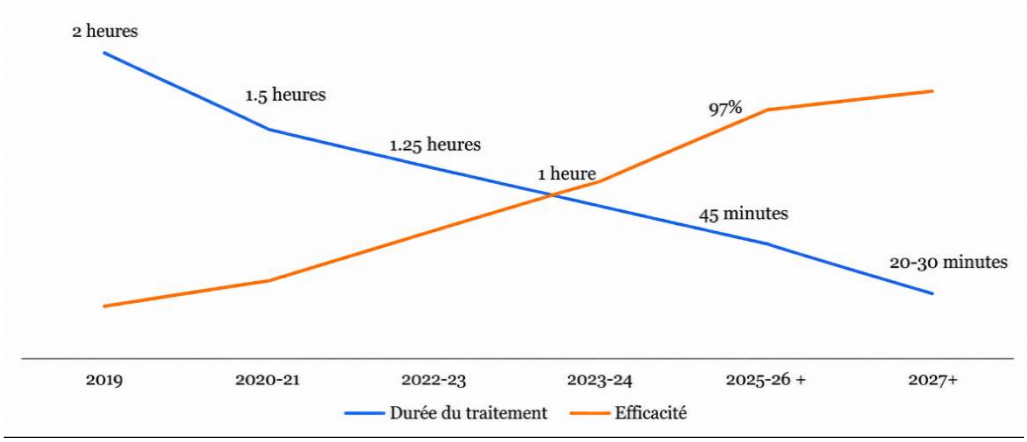
Illustration dispositif Sonovein



Source: Theraclion

La technologie a déjà beaucoup évolué depuis le lancement de Sonovein en 2019. L'une des principales améliorations concerne la durée de traitement, passée d'environ 2 heures à l'origine à 45 minutes à 1 heure aujourd'hui. Theraclion ne compte cependant pas s'arrêter là et vise désormais un traitement en seulement 20 minutes, un objectif actuellement à l'essai avec SpeedPulse à Prague. L'enjeu dépasse le simple gain de temps. Plus le geste se raccourcit, plus Sonovein devient facile à intégrer dans la pratique quotidienne d'un médecin. Avec un temps de traitement raccourci, c'est aussi permettre aux centres de soin d'accueillir plus de patients à traiter sur une journée. A l'heure actuelle, il est vrai que le temps passé au poste de traitement reste un peu plus long avec Sonovein qu'avec une procédure endoveineuse mais la comparaison ne peut pas s'arrêter au seul geste. Une intervention endoveineuse nécessite en effet la préparation du patient en amont, l'anesthésie et l'accès à un environnement opératoire ce qui fait qu'en durée totale le parcours est déjà beaucoup plus rapide pour le patient avec Sonovein.

Sonovein, un dispositif de plus en plus rapide



Source: Theraclion

Mais aller plus vite n'est qu'un des axes de développement de Sonovein. Theraclion cherche également à rendre le geste plus simple et moins dépendant de l'expertise de l'opérateur. La société développe pour cela un guidage assisté par intelligence artificielle avec un double objectif : ouvrir Sonovein à des praticiens moins spécialisés en échographie vasculaire et réduire fortement la courbe d'apprentissage. Le sujet est en effet loin d'être anecdotique. Aujourd'hui, Theraclion accompagne directement les nouveaux praticiens lors de leurs premières procédures et parfois, plusieurs mois peuvent être nécessaires avant qu'ils ne soient pleinement autonomes. Cette contrainte mobilise les équipes de Theraclion à chaque nouvelle installation. En automatisant progressivement certaines étapes du traitement, l'IA doit donc permettre à la fois d'élargir le nombre de praticiens capables d'utiliser Sonovein et de rendre leur formation beaucoup plus rapide.

L'autre axe consiste à élargir ce que la machine peut traiter. Theraclion travaille notamment sur des veines de plus gros calibre et plus profondes, avec cette fois l'objectif d'augmenter le nombre de patients accessibles avec la même plateforme. À plus long terme, cette plateforme conserve enfin un potentiel au-delà des varices. Les briques technologiques de Sonovein, à savoir l'HIFU, la robotique et l'imagerie intégrée, sont en effet les mêmes que celles utilisées autrefois par Theraclion pour traiter les nodules thyroïdiens et les fibroadénomes du sein. Une diversification reste donc possible, mais elle n'est clairement pas la priorité aujourd'hui.

D'Echopulse à Sonovein : la même technologie mais un marché bien plus gros

Sonovein n'est pas vraiment le point de départ de l'histoire. Theraclion, créé en 2004 comme émanation d'EDAP TMS, travaille sur les ultrasons thérapeutiques depuis plus de 20 ans. Pendant près d'une décennie, le groupe a développé les principales briques technologies que l'on retrouve aujourd'hui dans Sonovein à savoir les ultrasons focalisés, la robotique et l'imagerie de guidage. En revanche, elles ont d'abord été utilisées pour traiter les nodules thyroïdiens bénins puis les fibroadénomes du sein sous la marque Echopulse, commercialisée à partir de 2013.

Dans les deux cas, Echopulse permettait de traiter depuis l'extérieur du corps des pathologies pouvant jusque-là nécessiter une intervention chirurgicale. Problème : le marché s'est avéré

beaucoup trop restreint. En effet, la grande majorité des nodules thyroïdiens et des fibroadénomes n'ont tout simplement pas besoin d'être traités, une surveillance suffit dans la plupart des cas. Seule une fraction des patients finit par nécessiter une intervention. Même avec une technologie efficace, le marché réellement accessible pour le groupe restait donc finalement trop limité. Avec les varices, l'équation change complètement. Theraclion s'attaque à une pathologie déjà massivement traitée et à un marché qui existe depuis longtemps. Le groupe n'a donc pas besoin de créer un nouvel usage, il pousse simplement l'évolution du traitement plus loin en supprimant la ponction qui subsiste avec les techniques endoveineuses.

Le virage est ainsi pris en 2019 avec le marquage CE et le lancement du premier Sonovein. Deux nouvelles générations vont ensuite suivre avec Sonovein S en 2020 et Sonovein HD en 2022 avec des améliorations successives de l'imagerie, de l'ergonomie et de la fiabilité du traitement. Theraclion ira finalement au bout de sa logique en 2024 en arrêtant définitivement la commercialisation d'Echopulse. La technologie reste donc la même mais le marché adressé lui n'a plus rien à voir.

Veinreset : la preuve que la technologie fonctionne

Reste évidemment à vérifier que supprimer la ponction ne se fait pas au détriment de l'efficacité. C'est tout l'enjeu de Veinreset, l'étude pivotale menée entre 2023 et 2025 pour soutenir la demande d'autorisation de Sonovein aux États-Unis. Au total, 70 patients atteints de la grande veine saphène ont été traités dans quatre centres aux États-Unis, en Autriche et en République tchèque. Le résultat est plutôt clair. À 12 mois, 96,8% des veines traitées étaient toujours occluses et le reflux veineux, à l'origine de la pathologie, avait disparu chez 98,5% des patients. Aucun événement indésirable grave n'a par ailleurs été rapporté. Sonovein parvient donc bien à fermer durablement la veine depuis l'extérieur du corps.

Mais c'est surtout la comparaison avec les traitements actuels qui donne du sens à ces chiffres. Nous avions vu en partie 1 que la radiofréquence avec ClosureFast permettait d'obtenir environ 97% de fermeture à 12 mois, contre 97,2% pour la colle VenaSeal. Avec 96,8%, Sonovein se situe donc dans la même fourchette que deux des techniques endoveineuses les plus établies du marché. À une différence près : pour obtenir ce résultat, Sonovein n'a pas besoin d'entrer dans la veine. Veinreset apporte ainsi la pièce qui manquait à la démonstration. Theraclion ne se contente plus de proposer une manière différente de traiter la varice. La société dispose désormais de données cliniques montrant que supprimer le dernier geste invasif ne semble pas se faire au prix d'une moindre efficacité.

Et la preuve ne repose plus uniquement sur cette étude. Plusieurs publications parues en 2025 ont depuis retrouvé des résultats similaires chez des patients traités en pratique courante, y compris sur d'autres veines comme les petites saphènes ou les veines perforantes. Les données commencent donc à dépasser le cadre très contrôlé de Veinreset pour se retrouver dans la pratique.

Sonovein largement au niveau des standards actuels, sans ponction



Source: Theraclion

Une avance qui ne tient pas qu'aux brevets

La technologie reste évidemment protégée. Theraclion dispose aujourd'hui de 134 brevets accordés et de 170 demandes en cours, répartis au sein de 23 familles. Ils couvrent les principales briques de Sonovein, de la tête de traitement robotisée jusqu'au consommable utilisé lors de chaque procédure.

Mais les brevets ne racontent qu'une partie de l'histoire. Depuis les premiers traitements réalisés avec Sonovein, plus de 4 000 patients ont été pris en charge. Theraclion a entre-temps mené Veinreset à son terme, accumulé des données en vie réelle et progressivement affiné ses protocoles. Cette expérience compte d'autant plus que la société cherche désormais à automatiser une partie du geste grâce à l'intelligence artificielle : chaque procédure apporte de nouvelles données susceptibles d'améliorer les outils d'aide au traitement.

Un concurrent peut donc toujours développer une autre technologie et contourner certains brevets. Il lui est en revanche beaucoup plus difficile de reproduire rapidement plusieurs années d'expérience clinique et plusieurs milliers de traitements. L'avance de Theraclion ne repose donc pas seulement sur la protection de sa technologie, mais aussi sur tout ce qui s'est accumulé autour d'elle depuis les premiers patients.

Sonovein arrive donc au terme d'un développement technologique engagé il y a plus de quinze ans. La machine a changé, les temps de traitement se sont fortement raccourcis et les résultats cliniques sont désormais au niveau des standards du marché.

Le business model : la récurrence avant tout

La technologie fonctionne, reste donc désormais à la commercialiser. Le modèle économique de Theraclion repose sur une logique assez simple : installer des machines et générer ensuite des revenus récurrents à mesure qu'elles sont utilisées. Selon les marchés, le groupe s'appuie pour cela sur deux modèles de commercialisations.

Deux modèles, une même logique de récurrence

Theraclion s'appuie en effet aujourd'hui sur deux modèles de commercialisation. En Europe et aux Etats-Unis, le groupe privilégie le paiement à l'usage (PPU, pay-per-use) : le centre n'achète pas la machine et Theraclion se rémunère ensuite à chaque procédure réalisée. Le management compare ce fonctionnement au modèle ChatGPT : pas de licence achetée une fois pour toutes mais un paiement qui dépend de l'usage. Le principe est simple : supprimer l'investissement initial pour faciliter l'adoption puis monétiser la machine à mesure qu'elle est utilisée.

En Chine et au Moyen-Orient, Theraclion privilégie en revanche davantage la vente directe, selon la logique que le groupe compare cette fois au modèle Nespresso : le centre achète la machine puis continue d'acheter les consommables nécessaires à son utilisation. Dans le cas de Sonovein, il s'agit principalement des ePacks utilisées à chaque procédure, auxquels s'ajoutent les revenus de maintenance (généralement 1 fois par an). Cette différence tient aussi à la proximité avec les centres. Le PPU est en effet privilégié sur les marchés ou Theraclion dispose d'équipes capables d'assurer directement le suivi des machines et des praticiens tandis que les zones géographiques plus éloignées où le groupe s'appuie principalement sur des distributeurs, la vente sèche de machines est naturellement plus adaptée.

Cette répartition n'est cependant pas figée du tout. Theraclion se veut en effet très pragmatique et adapte le modèle aux attentes du client : un centre américain souhaitant acheter directement la machine peut par exemple le faire. A terme, d'autres modes de financement pourraient également être envisagés, notamment via des acteurs du leasing qui achèteraient les machines avant de les louer à des centres de santé.

Finalement PPU ou vente directe, la logique économique reste à chaque fois la même : installer des machines et générer des revenus récurrents à mesure qu'elles sont utilisées. A maturité, Theraclion vise ainsi 85% de revenus récurrents dans son modèle.

Une économie qui s'améliore avec l'utilisation

Le PPU présente cependant une contrepartie pour Theraclion : puisque le centre n'achète pas la machine, c'est le groupe qui finance son installation. Un Sonovein représente aujourd'hui, selon nos estimations, un coût entre 120 et 150K€, coût que Theraclion doit donc récupérer progressivement à mesure que la machine est utilisée. Le modèle est donc par nature consommateur de BFR d'autant que les équipements ne sont pas produits à la commande. Theraclion constitue en effet son parc en amont du pipeline commercial afin de pouvoir installer rapidement une machine lorsqu'un nouveau site est signé. La croissance nécessite donc de mobiliser du cash avant même que les premières procédures soient facturées.

La facturation du PPU fonctionne ensuite par paliers, en fonction du nombre de procédures réalisées chaque mois. Le premier palier correspond à un minimum contractuel de 6 procédures par mois, facturées un peu plus de 1000 euros chacune, soit un peu plus de 6K€ de chiffre d'affaires mensuel par machine. A mesure que le praticien monte en charge et développe sa patientèle, le site passe progressivement aux paliers supérieurs. Les centres matures atteignent aujourd'hui environ 11 procédures par mois, soit environ 130K€ de chiffre d'affaires annuel pour Theraclion. A ce rythme, le groupe estime à environ 18 mois le temps nécessaire pour récupérer son investissement initial. La durée de vie de la machine est évidemment bien supérieure. Theraclion amortit ses équipements sur 5 ans alors que certains restent en fonctionnement beaucoup plus longtemps. Le groupe dispose par ailleurs encore aujourd'hui d'une machine installée en 2013. Une fois l'investissement récupéré puis la machine comptablement amortie, celle-ci peut donc continuer à générer des revenus pendant plusieurs années.

C'est là tout l'intérêt du modèle à mesure qu'un site gagne en maturité. La facturation augmente avec le nombre de procédures réalisées tandis que l'essentiel de l'investissement a déjà été engagé lors de l'installation de la machine. Les centres matures dégagent ainsi aujourd'hui une marge brute de l'ordre de 70% vs 45-50% au niveau groupe, l'écart s'expliquant principalement par la jeunesse du parc encore largement constitué de machines en phase de montée en charge. Ce niveau de 70% n'est d'ailleurs pas considéré comme un plafond. A plus long terme, le groupe vise en effet une marge brute proche de 90% avec deux leviers : davantage de procédures réalisées sur chaque machine et une baisse du coût de fabrication de Sonovein estimé à -40/-50%. Un site pourrait ainsi atteindre 250 à 300 procédures par an contre 100 à 150 aujourd'hui pour les centres matures.

Du parc installé au levier opérationnel

L'intérêt du modèle apparait alors à mesure que le parc grandit. Après plusieurs années d'investissements importants en R&D, ces dépenses devraient désormais progresser plus modérément. L'effort doit en revanche progressivement se déplacer vers le commercial. Si aujourd'hui à peine 2% des effectifs y sont consacrés, le groupe vise à terme un objectif d'environ 25%.

Theraclion doit donc encore investir pour construire sa force de vente et accélérer les installations mais cette montée en puissance n'a pas forcément vocation à suivre indéfiniment celle du parc. Une fois une machine installée et le praticien autonome, les revenus qu'elle génère peuvent continuer à progresser avec son utilisation sans nécessiter une hausse équivalente des coûts du groupe. La réduction progressive du temps d'accompagnement des praticiens, notamment grâce aux développements autour de l'IA évoqués précédemment doit également permettre aux mêmes équipes de suivre davantage de sites. Theraclion estime ainsi pouvoir atteindre son point mort autour d'une bonne centaine de machines installées.

Le modèle reste donc évidemment coûteux à construire mais la nature des dépenses est en train d'évoluer : après avoir largement financé le développement de la technologie, Theraclion doit désormais financer son déploiement commercial. A mesure que le parc grandira et gagnera en maturité, cette structure doit progressivement faire apparaitre un puissant effet de levier.

Intuitive Surgical : un modèle qui a fait ses preuves

Reste désormais une question : ce type de modèle économique peut-il fonctionner dans la medtech ? Theraclion cite régulièrement Intuitive Surgical comme référence. La comparaison ne porte évidemment ni sur la taille des deux groupes ni sur leurs marchés mais sur une même logique : installer une plateforme technologique puis générer l'essentiel des revenus dans la durée à mesure qu'elle est utilisés.

Chez Intuitive Surgical, cette logique a mis du temps pour prendre son ampleur. Il aura en effet fallu près de 10 ans au groupe pour installer ses 1400 premiers systèmes Da Vinci. La décennie suivante aura ensuite été celle du changement d'échelle avec près de 10000 systèmes supplémentaires installés. A mesure que le parc s'est développé, davantage de praticiens ont été formés, les usages se sont multipliés et les revenus récurrents générés par la base installée ont pris une place croissante. C'est exactement cette mécanique que Theraclion entend ainsi reproduire.

L'histoire d'Intuitive Surgical montre que cette construction n'est pas nécessairement linéaire avec une longue phase d'adoption qui peut précéder ensuite une accélération beaucoup plus forte.

Le modèle économique de Theraclion est donc coûteux à amorcer, mais son potentiel apparaît au fur et à mesure que son parc grandit, gagne en maturité et surtout en utilisation. L'histoire d'Intuitive Surgical montre en tout cas surtout une chose : dans le medtech, une adoption lente peut durer plusieurs années avant de changer brutalement de rythme. Theraclion est certes encore loin d'avoir changé d'échelle mais après plusieurs années passées à développer sa technologie, démontrer son efficacité et poser les premières briques de son modèle commercial, le groupe pourrait justement se rapprocher progressivement de ce point de bascule.

Le bon moment de l'histoire

Pendant longtemps, investir dans Theraclion revenait d'abord à financer une promesse. Celle d'une technologie capable de traiter les varices, sans incision, sans aiguille et sans cathéter mais dont il fallait encore démontrer l'efficacité, valider la sécurité et obtenir les autorisations nécessaires à sa commercialisation. Ce temps touche désormais à sa fin.

La R&D la plus lourde est en effet désormais derrière le groupe. Sur le plan clinique, Veinreset a livré ses résultats : 96,8% d'occlusion à douze mois, donc complètement au niveau des standards de soin actuels, et aucun évènement indésirable grave. En Europe, Sonovein a obtenu sa certification CE MDR en septembre 2025 et aux Etats-Unis, le suivi des patients à 12 mois s'est achevé en juin 2025 avec finalement la demande De Novo déposée auprès de la FDA en décembre.

Il aura fallu de nombreuses années pour en arriver là : entre une étude pilote dès 2022, une étude pivot engagée en 2023, le recrutement et le traitement des patients, 12 mois de suivi puis l'analyse des résultats et la constitution du dossier règlementaire. C'est en effet la réalité du développement d'un dispositif médical : beaucoup de capital, beaucoup de temps et pendant plusieurs années peu de certitudes sur ce qu'il y aura au bout. Theraclion arrive ainsi aujourd'hui de l'autre coté de cette séquence. Tout n'est évidemment pas encore joué, à commencer par la décision américaine mais le risque a changé de nature. Il ne s'agit plus vraiment de savoir si Sonovein fonctionne mais de savoir si Theraclion peut le vendre.

Pour un investisseur, la différence est importante. Si une technologie en développement s'évalue essentiellement sur des résultats cliniques et des échéances règlementaires parfois lointaines, une technologie qui entre dans sa phase commerciale devient beaucoup plus concrète : des machines s'installent, des nouveaux centres signent, les praticiens commencent à l'utiliser et des revenus apparaissent. C'est précisément à ce moment de l'histoire que Theraclion se trouve.

La FDA, dernier verrou avant les Etats-Unis

Il reste cependant un dernier verrou à débloquer. La décision de la FDA sur la demande De Novo est attendue d'ici la fin de l'année 2026, c'est évidemment un catalyseur majeur pour le titre à court terme. Une décision favorable ouvrirait ainsi à Sonovein le marché américain après plusieurs années de développement clinique outre-Atlantique.

L'enjeu est d'autant plus important que les Etats-Unis constituent de très loin le premier marché mondial du traitement des varices. Theraclion y estime à environ 1000 le nombre de centres adressables et entend cibler en priorité les plus importants, à savoir ceux réalisant plus de 2000 traitements par an. Une décision favorable ne viendrait donc pas simplement ajouter une nouvelle géographie, elle ouvrirait l'un des principaux marchés sur lesquels doit se construire le développement futur de Sonovein.

Le risque règlementaire n'a évidemment pas encore totalement disparu tant que la décision n'est pas rendue mais sa temporalité a changé : l'investisseur n'attend plus le lancement d'une étude dont les résultats seront connus plusieurs années plus tard, mais une décision annoncée à quelques mois. Et pendant ce temps, Theraclion a déjà commencé à vendre ailleurs.

Une dynamique commerciale qui s'accélère déjà

La bascule vers le commercial n'attend en effet pas les Etats-Unis. Theraclion compte aujourd'hui déjà 21 centres équipés avec 7 nouveaux contrats signés sur le seul premier semestre 2026, Allemagne, France, Chine, Espagne, Grèce, Roumanie et Hongrie, majoritairement sous PPU. Une soixantaine de centres composent désormais le pipeline commercial actif et le groupe ambitionne de faire doubler sa base installée tous les 18 mois.

Si nous sommes évidemment encore loin d'un déploiement à grande échelle, Theraclion n'est cependant déjà plus du tout au stade des premières machines destinées à démontrer que la technologie fonctionne. Les premiers signes d'adoption sont bien là et l'essentiel de la croissance est devant le groupe. L'Europe, où 6 des 7 derniers contrats ont été signés, constitue déjà un terrain de jeu significatif pour le groupe. Theraclion estime en effet à plus de 1500 le nombre de sites potentiellement adressable par le groupe contre environ 1000 aux Etats-Unis.

Cartographie des centres équipés de Sonovein



Source: Theraclion

La traduction dans les chiffres du groupe mettra en revanche logiquement un peu plus de temps. Comme nous l'avons vu précédemment, une machine nouvellement installée n'atteint pas immédiatement son rythme de croisière : il faut d'abord former le praticien, lancer l'activité puis espérer progressivement une augmentation du nombre de procédures. A ce stade de développement, la progression du parc installée donne donc probablement une image plus avancée de la dynamique commerciale du groupe que le seul chiffre d'affaires.

Installer davantage de machines suppose également de faire évoluer l'organisation. Theraclion part évidemment d'assez loin sur le plan commercial. Jusqu'alors concentré sur la R&D, le groupe compte encore aujourd'hui seulement 2% de ses effectifs dédiés aux activités commerciales. Sur les prochaines années, le groupe ambitionne de porter cette proportion à 25%. Les recrutements récents vont dans ce sens. Le groupe a en effet renforcé sa gouvernance et son équipe opérationnelle avec un nouveau président du conseil au profil tourné vers le développement américain, une nouvelle directrice des opérations et un directeur commercial et marketing. L'organisation du groupe commence donc elle aussi à basculer vers l'exécution.

Cette évolution impliquera logiquement des coûts supplémentaires mais Theraclion n'a pas vocation à reproduire une force commerciale intégrée dans chaque pays. En Europe, où le PPU domine et où le groupe dispose déjà d'équipes, la proximité avec les centres permet une approche plus directe. En Chine, le développement passera surtout par une coentreprise avec Furui Medical Science, également actionnaire de Theraclion à hauteur de 27,5%. Au Moyen-Orient et sur d'autres marchés plus éloignés, le groupe s'appuie en revanche davantage sur des distributeurs locaux.

Pour le développement aux Etats-Unis, l'architecture commerciale n'est pas encore totalement arrêtée. Cette zone constitue évidemment l'un des grands enjeux de développement pour le groupe. Theraclion y vise notamment en priorité les plus grands centres veineux, ceux réalisant autour de 2000 traitements par an. La piste actuellement envisagée serait de disposer sur place d'une équipe propre relativement légère pour ouvrir les premiers centres, accompagner leur démarrage et démontrer le modèle avant de s'appuyer plutôt sur des distributeurs pour accélérer le déploiement. Cette approche traduit une certaine prudence dans le développement, Theraclion n'entend en effet pas surdimensionner son organisation en anticipation de la croissance mais plutôt renforcer progressivement ses moyens au fur et à mesure que le parc se développe.

L'ouverture attendue du marché américain doit permettre de franchir une nouvelle étape. Mais y installer des machines ne suffira pas : encore faudra-t-il que les patients puissent accéder au traitement dans de bonnes conditions économiques. Après l'autorisation réglementaire et la construction du réseau commercial, c'est donc la question du remboursement qui devient progressivement centrale.

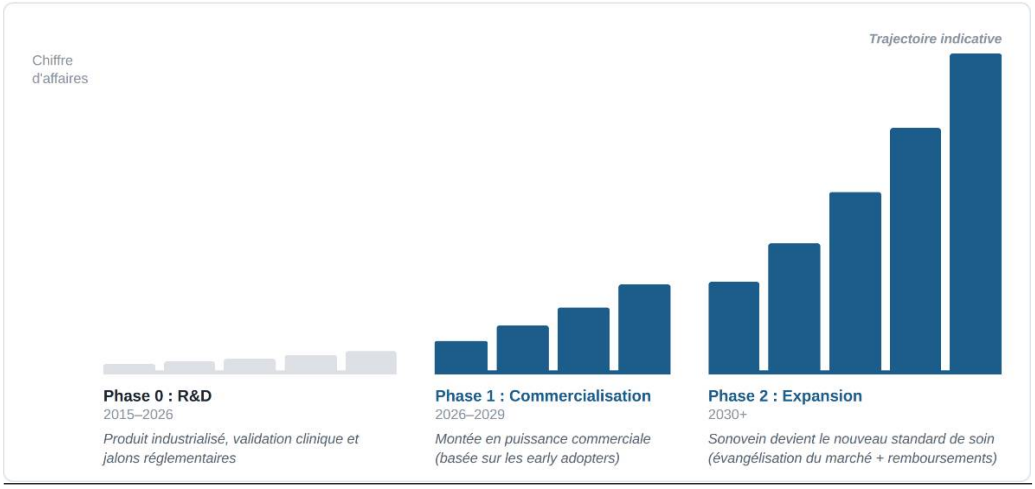
Le remboursement, prochain accélérateur

Le sujet ne concerne évidemment pas que les Etats-Unis. En Europe, la situation reste très différente d'un pays à l'autre et Theraclion travaille donc à obtenir progressivement la prise en charge de Sonovein marché par marché, au gré des différents systèmes nationaux. Là encore, fort du marquage CE MDR, le déploiement commencer avant que l'ensemble des remboursements soit en place mais leur obtention devrait permettre une accélération sensible.

Aux Etats-Unis, à compter du 1er janvier 2027, Sonovein disposera ainsi d'un code CPT dédié, le 1099T. Il s'agit pour l'instant d'un code de catégorie III, utilisé pour les technologies émergentes. Contrairement à ce que son caractère temporaire pourrait laisser penser, cela ne signifie pas que les procédures ne peuvent pas être remboursées. Elles peuvent l'être, notamment par les assureurs privés, mais cette prise en charge n'est ni automatique ni uniforme, elle dépend de la politique de chaque payeur et doit donc se construire progressivement. Le travail a ainsi déjà été engagé par Theraclion, le groupe indiquant avoir préparé les discussions avec plusieurs payeurs privés ainsi qu'avec le CMS, l'administration qui gère notamment Medicare. Une fois l'autorisation de la FDA obtenue et le code 1099T entré en vigueur, le groupe pourra donc commercialiser Sonovein tout en cherchant à obtenir progressivement la couverture de la procédure auprès des différents payeurs.

Le passage ultérieur à un code CPT de catégorie I marquera une autre étape. Il correspond à une technologie dont l'utilisation est davantage établie et doit faciliter une prise en charge beaucoup plus large et standardisée. Selon le calendrier standard, Theraclion pourra en faire la demande après 3 années de code CPT de catégorie III, donc autour de 2030. La distinction est assez essentielle, Theraclion n'a absolument pas besoin d'attendre 2030 pour vendre Sonovein aux Etats-Unis ni même pour que certaines procédures soient remboursées. La catégorie III est largement suffisante pour construire son marché, payeur après payeur, la catégorie I doit ensuite surtout permettre de changer radicalement d'échelle.

Une dynamique de croissance en deux temps



Source: Theraclion

Au final, le moment nous semble idéal pour s'intéresser à Theraclion. Il y a quelques années encore, investir dans Theraclion revenait surtout à parier sur la réussite des développements cliniques et règlementaires dont l'issue restait incertaine. Alors certes, attendre quelques années supplémentaires permettrait probablement d'avoir davantage de certitudes sur l'adoption de Sonovein mais une partie du chemin aurait alors déjà été parcourue.

Aujourd'hui, Theraclion se trouve précisément entre les deux périodes. La technologie a fait ses preuves, le principal rendez-vous règlementaire est désormais dans quelques mois seulement et les premiers signes d'adoption commerciale sont déjà bien visibles. Mais avec seulement 21 centres installés, une organisation commerciale encore en construction et le marché américain encore à ouvrir, l'essentiel du potentiel reste devant le groupe.

Quelle trajectoire financière attendre ?

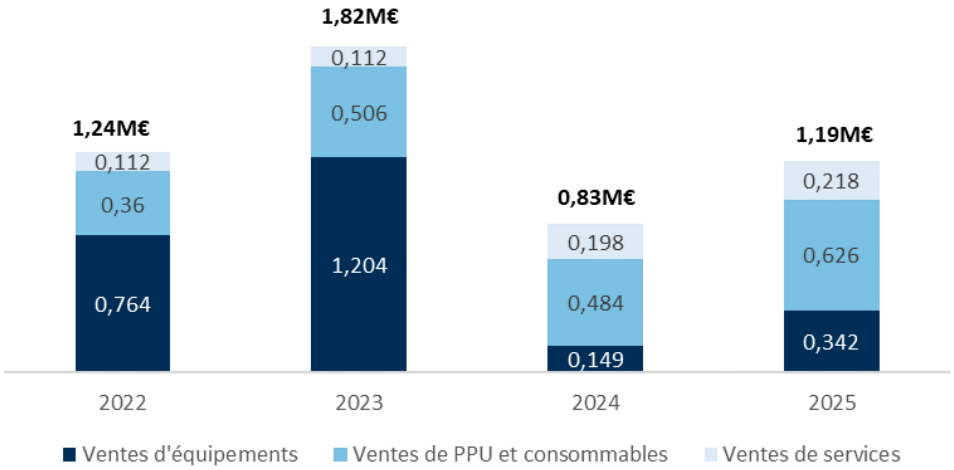
Pour connaitre la trajectoire financière de Theraclion dans les années à venir, il est clair que l'historique financier du groupe apportera assez peu d'enseignements. Après des années consacrées au développement de Sonovein, à sa validation clinique et aux démarches règlementaires, le groupe entre en effet désormais dans une toute nouvelle phase de son développement consacré au déploiement de sa technologie.

Reste donc désormais à savoir jusqu'où Theraclion pourrait aller si Sonovein rencontre le succès commercial espéré et combien il lui faudra encore dépenser pour y parvenir. L'exercice comporte nécessairement une part importante d'incertitude, le modèle étant encore jeune. Nos estimations présentées ici viseront donc avant tout à donner un ordre de grandeur du chiffre d'affaires et de la rentabilité que Theraclion pourrait atteindre à terme ainsi que des financements nécessaires pour y parvenir.

La croissance : du déploiement au changement d'échelle

Le chiffre d'affaires de Theraclion reste à l'heure actuelle évidemment très modeste avec 1,2M€ généré en 2025, en croissance de 43% par rapport à 2024. Ce taux de croissance est d'ailleurs biaisé par le fait que l'exercice 2024 avait été pénalisé par un avoir exceptionnel de 680K€ lié à l'arrêt de la commercialisation d'Echopulse. Plus que l'évolution globale de l'activité, c'est en revanche sa composition qui est plus intéressante avec les revenus issus du PPU et des consommables en croissance de 29% sur 2025 à 626K€ soit 53% du chiffre d'affaires du groupe. Les prestations de services, notamment la maintenance, auront contribué à hauteur de 218K€ et les ventes d'équipements, correspondant sur la période principalement à des ventes de pièces détachées en Chine, ont représenté 342K€. Le graphique ci-dessous retrace l'évolution du chiffre d'affaires par nature sur les 4 dernières années.

Evolution historique du CA par nature (M€)



Source : Theraclion, TP ICAP

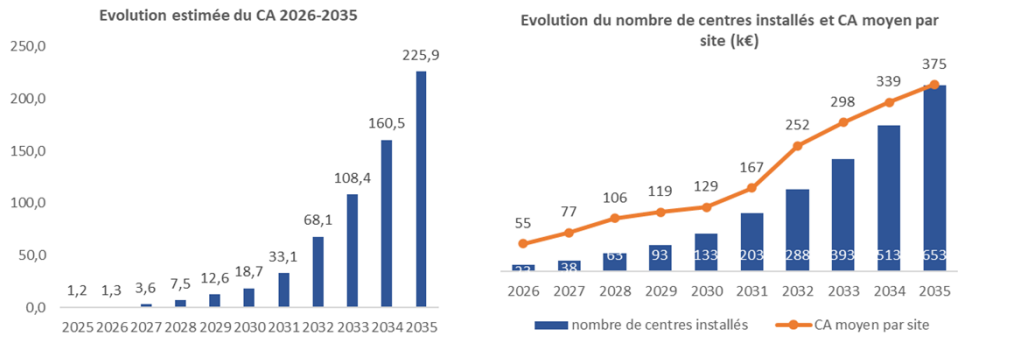
Après l'obtention du marquage CE MDR en septembre 2025, Theraclion dispose désormais d'un cadre règlementaire qui lui permet d'accélérer sensiblement son déploiement commercial sur l'Europe. Les premiers signes sont d'ailleurs très encourageants avec déjà 21 centres équipés actuellement dont 7 nouveaux contrats signés sur le premier semestre. La montée en puissance prendra néanmoins du temps : après une phase d'accompagnement initial, chaque nouveau centre doit progressivement développer son activité alors que le remboursement reste encore à construire dans chaque pays. Nous anticipons ainsi une accélération graduelle du chiffre d'affaires avec un changement de rythme plus marqué d'ici 2030/2031, lorsque le remboursement pourrait être généralisé sur l'ensemble des zones adressées par le groupe y compris les Etats-Unis (pour rappel, passage possible au code CPT de catégorie I après 3 ans sous-catégorie III). La base de départ étant relativement modeste, les taux de croissance resteront d'ici là tout de même élevés.

Le premier semestre 2026 illustre bien cette phase de transition. Sur la période, le groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 663K€ en baisse de 21% par rapport à l'an dernier, la fin de contrats de maintenance historiques non renouvelés pour le moment ayant plus que compensé la hausse de 9% du chiffre d'affaires lié au PPU. Notons par ailleurs que les 7 nouveaux centres signés sur le 1er semestre ont été pour l'essentiel installés sur la fin de semestre et n'ont donc pas encore contribué. Nous anticipons ainsi un S2 en forte hausse avec une croissance annuelle du chiffre d'affaires PPU de 31% pour un chiffre d'affaires global de 1,3M€ (+11%).

Au-delà de 2026, nos estimations reposent principalement sur deux hypothèses : le rythme d'installation des machines et le chiffre d'affaires généré par chaque centre. Nous distinguons pour cela l'Europe et les États-Unis, en suivant séparément les sites installés dans chaque zone. En Europe, nous retenons 9 à 12 installations par an jusqu'en 2027, 20 en 2028, puis 25 à 30 jusqu'en 2030 et 40 à 70 par an ensuite. Aux États-Unis, le déploiement débuterait en 2027 à un rythme modeste, avec un parc limité à 23 sites fin 2030 dans l'attente du remboursement, que nous attendons dès 2031, avant l'Europe, puis 30 à 80 nouveaux sites par an. Le parc total passerait ainsi de 23 sites fin 2026 à 133 fin 2030 et à 653 fin 2035. Cette montée en puissance suppose que le groupe renforce ses équipes commerciales, s'appuie sur des distributeurs, notamment aux États-Unis, et convertisse progressivement son pipeline de prospects en centres signés. L'essentiel de la croissance reposerait sur le PPU et les consommables, complétés par des ventes de Sonovein au Moyen-Orient et en Chine et par des revenus de services liés à leurs maintenances.

Au niveau des revenus, nous retenons un prix d'environ 1 000 € par procédure en Europe et d'environ 2 500 € aux États-Unis, soit 2,5 fois le tarif européen. En Europe, un centre mature réaliserait environ 132 procédures par an, soit 11 par mois et 132 K€ pour le groupe, un niveau déjà quasiment atteint par certains centres équipés malgré l'absence de remboursement qui limite encore l'accès au traitement. Aux États-Unis, les centres visés sont de plus grande taille et traiteraient davantage de patients : nous retenons environ 13 procédures par mois avant remboursement, soit 390 K€ par centre. Une fois le remboursement en place, l'élargissement de la prise en charge et la réduction du temps de traitement, qui permettrait d'accueillir davantage de patients, porteraient le volume à environ 250 procédures par an en Europe (250 K€ par centre), progressivement de 2032 à 2035, et à environ 300 aux États-Unis (750 K€ par centre), dès 2032, soit trois fois le revenu européen par centre. Cet effet volume, cumulé à l'accélération des installations, rend la montée en puissance beaucoup plus géométrique après 2031.

Montée en puissance anticipée du groupe entre 2026 et 2035



Source : Estimations TP ICAP

Un potentiel de rentabilité important mais encore plusieurs années de pertes

La montée en puissance du parc installé devrait progressivement améliorer la rentabilité du groupe. Le modèle PPU présente en effet un levier opérationnel important : une fois la machine installée, une grande partie des coûts est déjà engagée, chaque procédure supplémentaire contribue donc directement à l'amélioration de la marge. Nous estimons que l'investissement initial consenti par le

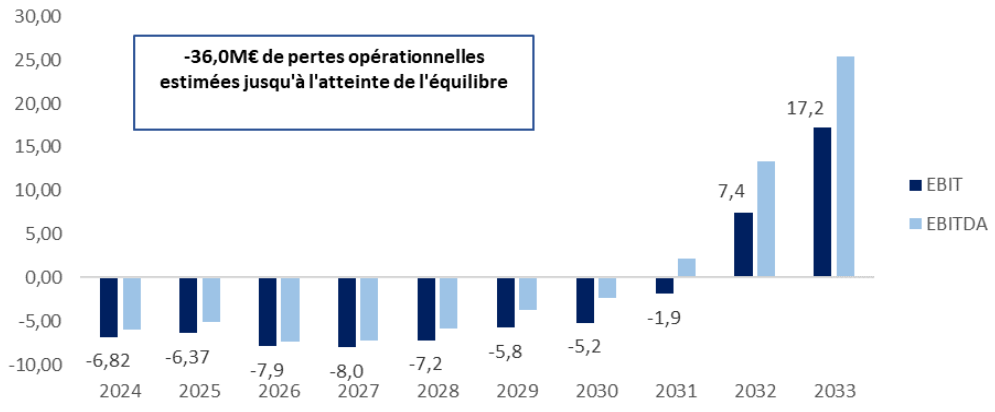
TP ICAP Classification: Public

groupe pour la machine pourrait être récupéré en 18 mois à 24 mois environ alors que sa durée d'amortissement comptable est de 5 ans et que sa durée de vie technique pourrait facilement dépasser les 10 ans. La rentabilité a donc vocation à s'améliorer sensiblement au fur et à mesure que les centres gagnent en maturité. La marge brute par site, comprenant également le coût des machines au travers de l'amortissement, est ainsi estimée autour de 70% pour un centre mature réalisant plus de 100K€ de chiffre d'affaires annuel, représentant une centaine de procédures par an. A plus long terme, le management estime que celle-ci pourrait même atteindre les 90%, une hypothèse qui s'entend en cas de réelle montée en puissance des centres pour atteindre environ 250 procédures par an, vraisemblablement atteignable uniquement lors de la généralisation du remboursement.

De notre côté, nous tablons naturellement sur une montée en puissance graduelle de la marge brute qui passerait d'environ 47% en 2026 à un peu moins de 80% en 2033. La réduction attendue du coût de fabrication des machines, aujourd'hui estimé entre 120 et 130K€ pourrait par ailleurs également contribuer à améliorer les marges sur les nouvelles installations.

Du côté des charges d'exploitation, Theraclion dispose aujourd'hui d'une structure de coûts représentant environ 7M€ (hors achats de matières et marchandises et amortissements des machines). Cette base correspond encore très largement à celle d'une société historiquement tournée vers la R&D avec des effectifs commerciaux relativement limités, ces derniers représentant actuellement seulement 2% des salariés. L'entrée du groupe dans une nouvelle phase de son développement implique de ce fait logiquement un fort renforcement des effectifs commerciaux. Le groupe entend en effet atteindre d'ici 2030 le seuil des 25% de ses effectifs dédiés au développement commercial. De notre côté, nous avons ainsi pris en compte une multiplication par 2,6 de la structure de coûts d'ici 2030, à près de 19M€, intégrant à la fois le renforcement des équipes et les coûts de distribution et d'accompagnement des centres qui augmentent avec l'activité. Cette évolution devrait logiquement peser sur les résultats des prochaines années. Elle est inhérente au modèle PPU, dans lequel les dépenses commerciales précèdent la montée en puissance des revenus, générés progressivement à mesure que les machines sont installées et que leur utilisation augmente. Après avoir affiché une perte opérationnelle de 6,4M€ en 2025, nous anticipons une détérioration sur les prochaines années avec des pertes de respectivement -7,9M€ en 2026 et un pic à -8,0M€ en 2027, avant une amélioration graduelle avec l'accélération anticipée de la croissance (-7,2M€ en 2028, -5,2M€ en 2030), puis un EBIT positif dès 2032.

Evolution anticipée de l'EBITDA et de l'EBIT 2026-2033



Source : Estimations TP ICAP

À plus long terme, la croissance des revenus devrait permettre d'absorber la progression des charges, dont seule une partie évolue avec l'activité, et d'exprimer ainsi pleinement l'effet de levier. Le recours à des distributeurs envisagé sur certains marchés, notamment les Etats-Unis, pourrait par ailleurs permettre de limiter sensiblement les besoins commerciaux pour accélérer le déploiement, au prix d'une marge légèrement plus faible. Dans notre scénario, nous estimons que Theraclion atteindrait l'équilibre au niveau de l'EBITDA en 2031 (+2,2M€). Cette trajectoire nous

semble cohérente avec les indications du management qui estime pouvoir atteindre son seuil de rentabilité avec une bonne centaine de machines à maturité. Notre modèle prévoit pour sa part un équilibre autour de 170 machines actives en moyenne sur l'année, dont une partie encore en phase de montée en charge.

Au-delà de ce point mort, le levier opérationnel devrait devenir très important. Nos estimations font en effet ressortir un EBIT de 17,2M€ en 2033, soit une marge opérationnelle de 16%, puis de 55,5M€ en 2035, soit environ 25%. Ce dernier niveau est d'ailleurs cohérent avec celui des groupes qui ont bâti un modèle comparable. Intuitive Surgical en est la référence : une machine installée chez le client, le consommable facturé à chaque intervention et des revenus récurrents représentant 85% du chiffre d'affaires. En 2025, Intuitive Surgical dégageait ainsi une marge opérationnelle de 29% en publié et même de plus de 37% hors éléments non récurrents. Autre exemple, ResMed suit exactement la même logique avec des appareils placés chez les patients et des consommables vendus de façon répétée et affiche actuellement des marges supérieures à 33%. Evidemment, Theraclion est encore très loin de cette échelle mais son modèle de PPU repose bien sur le même mécanisme : le coût de la machine est engagé une fois et l'essentiel de la marge se construit sur les procédures qui suivent.

Un besoin de financement encore important avant l'équilibre

La perspective de plusieurs années de pertes pose naturellement la question de leur financement. Ce sujet n'est évidemment pas nouveau pour Theraclion qui a historiquement eu recours aux marchés financiers pour financer le développement de Sonovein (et d'Echopulse auparavant), sa validation clinique et son parcours règlementaire. Depuis 2023, le groupe a ainsi levé environ 23M€ à travers différentes augmentations de capital, émissions d'obligations convertibles et exercices de BSA. Le groupe a également bénéficié de financements publics notamment sous forme de subventions d'avances remboursables de Bpi France (assimilés à des fonds propres, le remboursement étant conditionné à la réussite des projets financés).

Historique des financements de Theraclion depuis 2023

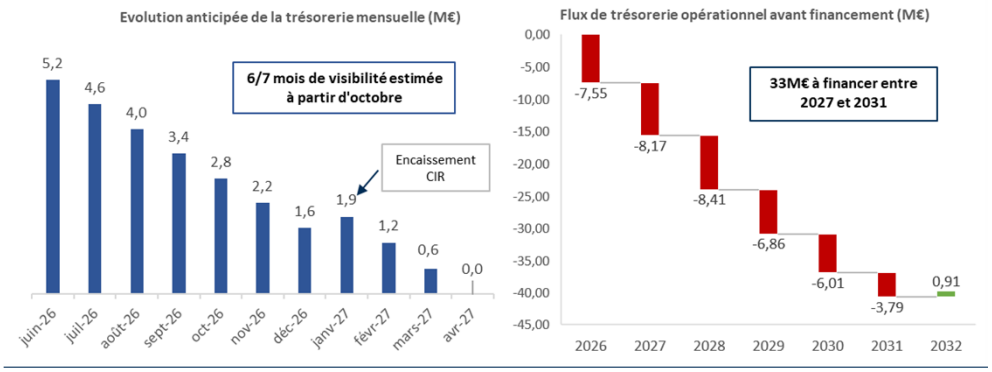
Période	Opération	Montant brut (M€)	Prix par action (€)	Actions nouvelles (M)
févr-23	Augmentation de capital réservée	0,209	0,905	0,230415
juin-23	Augmentation de capital réservée	0,112	0,668	0,167664
juin-23	Offre au public	8,354	0,577	14,478269
sept-23	Augmentation de capital réservée	0,050	0,633	0,078988
nov-23	Augmentation de capital réservée	0,115	0,633	0,182185
déc-23	Exercice de BSA	0,500	0,577	0,866551
2023		**9,34**		**16,004072**
sept-24	Augmentation de capital réservée	0,110	0,310	0,354838
2024		**0,110**		**0,354838**
oct-25	Exercice de BSA	0,792	0,58	1,358722
déc-25	Emission d'OCA (660 titres) Furui et Unigestion	6,600	0,20	
déc-25	Conversion d'OCA (hors trésorerie)	na	0,20	11,297372
déc-25	Compensation de créance	0,09	0,85	0,10588
2025		**7,482**		**12,761974**
mai-26	ABSA avec maintien du DPS	5,993	0,480	12,484467
2026		**5,993**		**12,484467**
2023/2026		**22,925**		41,605351

Source : Theraclion, TP ICAP

A fin 2025, Theraclion disposait d'une trésorerie de 3,4M€ vs 4,2M€ en 2024. La consommation de cash lié à l'exploitation s'est élevée à 7,2M€ dont près d'1,9M€ liés à l'augmentation du BFR, reflet principalement de la constitution de stocks de machines en anticipation de l'accélération du déploiement commercial. Le groupe a depuis renforcé sa situation financière grâce à une nouvelle levée de fonds d'environ 6M€ finalisée sur le premier semestre 2026 permettant d'afficher à fin juin une trésorerie brute de 5,2M€. Avec un rythme de cash burn mensuel estimé à 600K€, Theraclion dispose ainsi d'une visibilité jusqu'à la fin du T1/début du T2 2027.

De nouveaux financements seront donc nécessaires pour accompagner le groupe jusqu'à l'équilibre. Nous estimons le besoin cumulé à un peu moins de 37M€ entre le second semestre 2026 (environ 3,6M€) et 2031 (33M€ sur la période 2027-2031), soit près de 7M€ par an, un rythme proche de celui des quatre dernières années. La trésorerie de 5,2M€ au 30 juin couvre le second semestre 2026 et laisserait selon nos estimations environ 1,6M€ fin 2026 : le montant restant à trouver ressort ainsi à environ 31M€ (29M€ en cas d'exercice intégral des BSA 2026) avec un point haut de consommation entre 2027 et 2029, à l'aube de l'accélération attendue de la croissance. Ce besoin reflète les pertes opérationnelles, que nous attendons jusqu'en 2031, année du point mort d'EBITDA, mais aussi les besoins propres au modèle PPU. Le groupe doit en effet financer la fabrication des machines avant leur installation, puis attendre leur montée en charge pour récupérer progressivement son investissement. La constitution d'un parc de plus de 200 sites implique donc un besoin en fonds de roulement et des investissements importants, qui expliquent que le flux de trésorerie libre ne redevienne positif qu'en 2032, un an après l'équilibre d'EBITDA.

Evolution prévisionnelle de la consommation de trésorerie 2026-2032



Source : Estimations TP ICAP

La question des modalités de financement restera donc naturellement centrale pour les actionnaires. Theraclion a jusqu'ici largement privilégié les augmentations de capital et les instruments convertibles, et ces levées ont reposé en grande partie sur les mêmes investisseurs : le concert Sabrier/Unigestion et Furui, qui détiennent ensemble 57,2% du capital. Ces derniers ont en effet souscrit l'emprunt obligataire convertible de 2025 et participé à hauteur de 4,5M€ sur la dernière levée d'environ 6M€ conclue au 1er semestre. Ce soutien est évidemment un atout important pour le groupe mais il représente également un point de vigilance : le calendrier et le montant des prochains financements dépendront probablement encore en partie de l'intérêt de ces actionnaires à poursuivre. Plusieurs solutions pourraient toutefois limiter la dilution future. Le groupe dispose d'un crédit d'impôt recherche d'environ 0,9 M€ par an, dont le préfinancement lui permettrait de mobiliser plus tôt la trésorerie correspondante. Il étudie également le financement des machines par des partenaires, notamment des acteurs du leasing aux États-Unis, ce qui réduirait le capital immobilisé dans le parc PPU. Ces solutions réduiraient le besoin à couvrir par le capital sans le supprimer, et nous ne les intégrons pas à nos prévisions à ce stade. Nous considérons donc que de nouvelles augmentations de capital sont probables, avec un impact dilutif qui dépendra des montants levés, du rythme de déploiement et des conditions de marché au moment des opérations.

Valorisation

A ce stade de son développement, valoriser Theraclion avec les méthodes traditionnelles est relativement peu pertinent. Un DCF classique suppose des flux projetables avec une visibilité raisonnable, or le groupe ne dégagera pas d'EBITDA positif avant 2031 et sa valeur dépend en bonne partie d'un évènement binaire, la décision FDA, puis d'une adoption à démontrer site par site. Le même raisonnement s'applique aux comparables, dont les multiples reflètent des stades de développement bien différents.

Nous gardons donc la logique de ces deux méthodes en les adaptant : un DCF prolongé jusqu'en 2040, année de maturité, et une valeur de sortie qui projette en 2040 trois scénarios de pénétration du marché. Notre scénario intégrant déjà une décision favorable de la FDA, avec des installations américaines dès 2027, le risque binaire est porté par le taux d'actualisation et non par les chiffres.

Approche par DCF

Pour le DCF, nous avons effectué trois adaptations : i/ l'allongement de l'horizon à 2040, afin de valoriser la société une fois rentable plutôt qu'en phase de perte, ii/ un taux d'actualisation fixe de 18,6% sur toute la période, intégrant une prime de risque spécifique de 7 points (1 point de risque réglementaire résiduel lié à la FDA, 4 points de risque d'adoption commerciale et de remboursement et 2 points de risque de financement et d'exécution), que nous réviserons à la baisse une fois la décision de la FDA connue, et enfin iii/ une valeur terminale fondée sur un multiple d'EBITDA de medtechs matures (15,8x, soit la médiane de 21,1x diminuée de 25%), cohérent selon nous avec la maturité qu'aura alors atteint Theraclion à cet horizon.

La trajectoire est celle détaillée dans la partie précédente. Le chiffre d'affaires passerait de 1,3M€ en 2026 à 33,1M€ en 2031, première année portée par le remboursement américain, puis à 226M€ en 2035 et à environ 350M€ en 2040. L'EBITDA est attendu négatif jusqu'en 2030 avec un point bas de 7,4M€ en 2026, avant de devenir positif dès 2031 (+2,2M€) puis d'atteindre environ 103M€ en 2040, soit une marge de 29% niveau que nous jugeons cohérent avec les standards observés chez d'autres medtech matures à modèle équipement et consommables (marge EBITDA entre 28 et 38% pour Intuitive, Edwards, Dexcom, LeMaitre, ResMed ou Globus). Le besoin de financement estimé, d'environ 33M€ entre 2027 et 2031, est par ailleurs bien reflété dans les flux du DCF.

Scénario DCF

Paramètres d'actualisation					
OAT 10 ans	4,7%	Prime de risque spécifique	7%	WACC 2026-2027	18,6%
Beta Refinitiv 3Y	1,06				
Prime de risque	6,50%				

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Chiffre d'affaires	1,32	3,62	7,46	12,62	18,74	33,05	68,06	108,35	160,51	225,93	259,82	285,8	310,8	334,1	350,8
variation	*11,3%*	*174,1%*	*106,3%*	*69,1%*	*48,5%*	*76,3%*	*105,9%*	*59,2%*	*48,1%*	*40,8%*	*15,0%*	10,0%	8,8%	7,5%	5,0%
EBIT	**-7,91**	**-8,04**	**-7,17**	**-5,76**	**-5,20**	**-1,89**	**7,42**	**17,21**	**33,32**	**55,50**	**64,05**	**70,70**	**77,16**	**83,24**	**87,71**
marge	*-599,6%*	*-222,2%*	*-96,1%*	*-45,6%*	*-27,7%*	*-5,7%*	*10,9%*	*15,9%*	*20,8%*	*24,6%*	*24,7%*	*24,7%*	*24,8%*	*24,9%*	*25,0%*
Impôts	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	-0,95	-3,40	-7,43	-12,97	-15,11	-16,78	-18,39	-19,91	-21,03
taux IS	*-11,4%*	*-11,2%*	*-12,5%*	*-15,6%*	*-17,3%*	*-47,6%*	*-12,9%*	*-19,8%*	*-22,3%*	*-23,4%*	*-23,6%*	*-23,7%*	*-23,8%*	*-23,9%*	*-24,0%*
NOPAT	**-7,01**	**-7,14**	**-6,27**	**-4,86**	**-4,30**	**-0,99**	**6,46**	**13,81**	**25,89**	**42,52**	**48,94**	**53,93**	**58,77**	**63,33**	**66,68**
D&A	0,50	0,79	1,34	2,06	2,90	4,10	5,90	8,18	10,15	12,21	13,13	13,79	14,39	14,93	15,30
% du CA	37,7%	21,7%	17,9%	16,3%	15,5%	12,4%	8,7%	7,5%	6,3%	5,4%	5,1%	4,8%	4,6%	4,5%	4,4%
CAPEX	-0,20	-1,56	-2,76	-3,15	-3,15	-4,50	-6,75	-8,55	*-10,21*	*-11,88*	*-13,54*	-15,2	-15,3	-15,4	-15,5
% du CA	-15,2%	-43,1%	-37,0%	-25,0%	-16,8%	-13,6%	-9,9%	-7,9%	-6,4%	-5,3%	-5,2%	-5,3%	-4,9%	-4,6%	-4,4%
Variation du BFR	-0,56	0,04	-0,41	-0,61	-1,16	-2,10	-4,47	-6,59	-8,71	-10,92	-5,66	-4,34	-4,18	-3,89	-2,79
FCF	**-7,27**	**-7,87**	**-8,11**	**-6,57**	**-5,71**	**-3,50**	**1,14**	**6,85**	**17,11**	**31,94**	**42,87**	**48,18**	**53,69**	**58,97**	**63,69**
Facteur actualisation	0,17	1,17	2,17	3,17	4,17	5,17	6,17	7,17	8,17	9,17	10,17	11,17	12,17	13,17	14,17
Discounted FCF	**-7,07**	**-6,45**	**-5,60**	**-3,83**	**-2,81**	**-1,45**	**0,40**	**2,02**	**4,25**	**6,69**	**7,57**	**7,18**	**6,74**	**6,25**	**5,69**

Somme FCF	19,59
Valeur terminale (Multiple EBITDA 2040)	1630,1
Valeur terminale actualisée	145,6
EV	**165,2**
Provisions	0,0
Dette nette 2025 (+ABSA du S1 2026)	-10,4
Avances conditionnées	6,3
Valorisation des capitaux propres	**169,3**
Nombre actions diluées	97,5
Valeur par action	**1,74**

Table de sensibilité : WACC / Multiple de sortie valeur terminale							
	12,8	13,8	14,8	15,8	16,8	17,8	18,8
16,6%	1,87	1,99	2,11	2,23	2,35	2,47	2,59
17,1%	1,76	1,87	1,98	2,10	2,21	2,32	2,44
17,6%	1,65	1,76	1,86	**1,97**	2,08	2,18	2,29
18,1%	1,55	1,65	1,75	1,85	1,95	2,05	2,15
18,6%	1,45	1,55	1,64	**1,74**	1,83	1,93	2,02
19,1%	1,36	1,45	1,54	1,63	1,72	1,81	1,90
19,6%	1,28	1,36	1,45	1,53	1,62	1,70	1,78
20,1%	1,20	1,28	1,36	1,44	1,52	1,60	1,67
20,6%	1,13	1,20	1,28	1,35	1,42	1,50	1,57

Source : Refinitiv, Estimations TP ICAP

Nos estimations sont actualisées à un WACC de 18,6% (OAT à 4,7%, bêta de 1,06, prime de risque de 6,5%), comprenant une prime de risque spécifique de 7% décomposée en : 1 point pour le risque réglementaire résiduel avec la décision FDA, 4 points pour le risque d'adoption commerciale et de remboursement et 2 points pour le risque de financement et d'exécution. Notons que compte tenu de la structure financière actuelle du groupe, nous nous basons uniquement sur le coût des capitaux propres.

La valeur terminale, qui représente logiquement l'essentiel de la valeur du DCF (88% de la valeur d'entreprise), est calculée sur la base des résultats estimés pour 2040 à partir d'un multiple d'EBITDA, plus cohérent selon nous qu'appliquer un taux de croissance à l'infini pour une société encore en phase d'expansion à cet horizon. Nous appliquons un multiple de 15,8x qui correspond à la médiane observée sur un échantillon de 6 sociétés mondiales de dispositifs médicaux matures (21,1x), détaillé ci-dessous, décotée de 25% pour tenir compte de la différence de taille, de liquidité et d'une croissance plus modérée à cet horizon. Nous aboutissons à une valeur de 146M€ actualisée.

Sociétés comparables matures – multiple de valorisation

	Market cap (Md$)	CA (M$)	Marge EBITDA	EV/CA	EV/EBITDA
Intuitive Surgical	15,1	11000	37,90%	13,2	34,9
Edwards Lifesciences	49,8	6500	30,70%	7,1	23,2
Dexcom	32,1	5000	28,20%	6,3	22,2
LeMaitre Vascular	1,85	262	31,60%	6,3	20
ResMed	33,2	5700	37,10%	5,7	15,5
Globus Medical	10,2	3100	32,10%	3,0	9,4
Médiane				**6,3**	**21,1**
Multiple retenu (décote 25%)				**4,7**	**15,8**

Source : stockanalysis.com

Au final, avec cette méthode, nous obtenons une valorisation de 1,74€ par action en prenant en compte l'ensemble des instruments dilutifs en circulation. Nous présentons une table de sensibilité entre le WACC et le multiple EV/EBITDA retenu pour déterminer la valeur terminale. Notons ainsi qu'en cas de décision favorable de la FDA dans les prochains mois, avec un WACC ramené à 17,6%, le DCF nous donnerait une valorisation de 1,97 euro par action.

Approche par valeur de sortie actualisée

Pour la seconde approche de valorisation, nous avons retenu la méthode de la valeur de sortie actualisée, méthode inspirée du capital risque qui projette la valeur de la société à sa sortie, à maturité, avant de la ramener à aujourd'hui. Cette méthode permet en partie de répondre à une question que le DCF ne traite que très partiellement : que vaudrait Theraclion si Sonovein s'imposait comme un nouveau standard de soin ?

Nous avons décidé de retenir 2040 comme année de sortie pour deux raisons. D'une part, nous situons à 2030/2031 l'extension du remboursement sur l'ensemble des zones adressées par le groupe notamment aux Etats-Unis avec le passage possible au code CPT de catégorie I. 2040 correspond ainsi à 10 ans de remboursement généralisé, durée qui nous semble nécessaire pour qu'un parc installé atteigne sa pleine maturité. D'autre part, ce délai nous semble cohérent avec le temps long de déploiement des nouvelles technologies médicales, le changement de pratique, la formation des praticiens et l'équipement progressif des centres.

Cette méthode part de la taille du marché que Theraclion peut adresser : 2 500 sites (1 500 en Europe et 1 000 aux États-Unis), soit un potentiel d'environ 1,1 Md€ de chiffre d'affaires annuel à pénétration complète. Cette estimation repose sur environ 250 procédures par an et par site européen mature, facturées 1 000 €, soit environ 250 K€ de chiffre d'affaires par site, et sur environ 300 procédures par site américain, facturées 2 500 €, soit environ 750 K€, les centres américains étant de plus grande taille. Elle ne valorise que le récurrent Europe et États-Unis : le reste du monde, davantage porté par des ventes d'équipement moins prévisibles, constitue une option que nous ne valorisons pas. Nous retenons trois scénarios de pénétration en 2040 : 20%, 50% et 75% des sites,

TP ICAP Classification: Public

soit environ 225 M€, 560 M€ et 845 M€ de chiffre d'affaires. Nous valorisons ce chiffre d'affaires par un multiple de 4,7x, issu de medtechs matures (détaillé précédemment) et minoré de 25%, que nous ramenons à fin 2026 en l'actualisant sur 14 ans au taux de 18,6%. Nous déduisons ensuite le besoin de financement additionnel de 2027 à 2031 (environ 30 M€) et les avances conditionnées (6,3 M€), puis ajoutons la dette nette 2025 retraitée de la conversion des OCA et du produit de l'ABSA et de l'exercice des BSA. Nous pondérons enfin les trois scénarios avec des probabilités volontairement prudentes de 50% pour le bas, 35% pour le central et 15% pour le haut.

Les détails de calcul sont présentés ci-après et aboutissent à une valorisation d'environ 1,61€ par action, soit 175% au-dessus du cours actuel, avec une fourchette de 0,67€ dans le scénario bas à 3,43€ dans le scénario où le groupe équipe 75% des sites adressables.

Approche par la valeur de sortie actualisée

	Bas	Central	Haut
Part de marché	20%	50%	75%
Chiffre d'affaires 2040 (M€)	225,0	562,5	843,8
Valeur d'entreprise 2040 (4,7x CA)	1063,1	2657,8	3986,7
Valeur d'entreprise actualisée	**97,7**	**244,3**	**366,4**
Dette nette actuelle retraitée	-10,4	-10,4	-10,4
Avances conditionnées	6,3	6,3	6,3
Montant à financer actualisé (2026-2031)	36,7	36,7	36,7
Valorisation des capitaux propres	**65,1**	**211,7**	**333,8**
Nombre actions diluées	97,5	97,5	97,5
Valeur par action	**0,67**	**2,17**	**3,42**
Pondération	50%	35%	15%

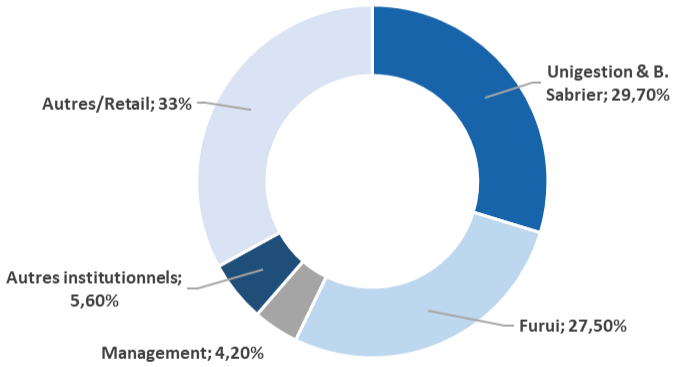
Valorisation par action retenue	**1,61**

Source : Estimations TP ICAP

Au final, nous pondérons le DCF à 75%, étant donné qu'il s'appuie sur une trajectoire détaillée site par site, et la valeur de sortie actualisée à 25%, car son horizon et ses parts de marché offrent une visibilité logiquement plus faible. Elle apporte toutefois un éclairage que le DCF ne donne pas : elle teste le scénario où Sonovein devient un standard de soin dans le traitement des varices, avec une fourchette de 0,67€ dans le scénario bas à 3,43€ dans le scénario où le groupe équipe 75% des sites adressables. Les deux méthodes ressortent finalement à des niveaux très proches (1,74 € pour le DCF et 1,61 € pour la valeur de sortie), ce qui donne un objectif de cours de 1,71€, soit un potentiel supérieur à 190% par rapport au cours actuel. Nous initions en ce sens la couverture de Theraclion à l'Achat avec un OC arrondi à 1,7€.

Annexes

Annexe 1 : Structure actionnariale au 31 juillet 2026



Source : Theraclion

Annexe 2 : Composition de l'équipe de direction



Source : Theraclion

Annexe 3 : Composition du board



Source : Theraclion

Annexe 4 : échantillon de sociétés comparables

Société matures (échantillon de référence)

Intuitive Surgical : acteur américain de la chirurgie robotisée (robot da Vinci) réalisant environ 11Md$ de CA pour une marge EBITDA de 38%. Comme Theraclion, la société place un équipement chez le praticien et réalise l'essentiel de son CA en consommables et services récurrents par procédure avec une adoption conditionnée à la formation des médecins et au remboursement.

Edwards Lifesciences : acteur américain de valves cardiaques percutanées réalisant environ 6,5Mds$ de CA avec une marge EBITDA de 31%. Comme Sonovein face à la chirurgie veineuse, sa technologie a remplacé une chirurgie lourde par une approche moins invasive avec une adoption longue portée par les preuves cliniques et le remboursement.

Dexcom : acteur américain spécialisé dans la mesure continue du glucose, environ 5Mds$ et 28% de marge EBITDA. Comme Theraclion, la société combine un dispositif et des consommables récurrents et sa croissance dépend de l'extension du remboursement à de nouvelles populations.

LeMaitre Vascular : acteur américain des dispositifs vasculaires de niche vendus en direct, environ 260 M$ de CA et 32 % de marge d'EBITDA. C'est le comparable le plus proche par la spécialité médicale (pathologies vasculaires) et par la taille, avec les mêmes interlocuteurs que Theraclion : les chirurgiens et médecins vasculaires.

ResMed : acteur américain des appareils et masques pour l'apnée du sommeil, environ 5,7 Md$ de CA et 37 % de marge d'EBITDA. Comme Theraclion, la société adresse une population large et sous-diagnostiquée avec un appareil et des consommables récurrents, dans un marché ouvert par le remboursement.

Globus Medical : acteur américain de la chirurgie du rachis, environ 3,1 Md$ de CA et 32 % de marge d'EBITDA. La proximité est plus lointaine : sa robotique et sa navigation entraînent la vente d'implants, un modèle équipement plus consommables proche de Theraclion, mais avec une croissance plus faible.

Sociétés de plus petite taille ou à un stade plus précoce (à titre indicatif)

CVRx : acteur américain de la stimulation des barorécepteurs (implant Barostim) pour l'insuffisance cardiaque. Comme Theraclion, la société déploie une technologie nouvelle dont la montée en charge dépend de la couverture par les payeurs et de l'adoption par les médecins.

Apyx Medical : acteur américain de l'énergie plasma et radiofréquence pour la chirurgie esthétique (technologie Renuvion). La proximité est lointaine : un appareil d'énergie et ses consommables à usage unique, mais sur un marché esthétique non remboursé.

EDAP TMS : acteur français des ultrasons focalisés (HIFU) pour la prostate (Focal One). C'est le seul comparable direct sur la technologie, avec le même modèle de console installée et de consommable par procédure.

SI-BONE : acteur américain des implants de fusion de l'articulation sacro-iliaque. Comme Theraclion, la société a construit son marché sur une procédure mini-invasive dont l'adoption a été portée par le remboursement et la formation des médecins.

Establishment Labs : acteur costaricien coté aux États-Unis, spécialisé dans les implants mammaires. La proximité est lointaine : un dispositif médical à diffusion progressive, mais sur un marché esthétique non remboursé.

Profound Medical : acteur canadien de la thérapie par ultrasons guidée par IRM (TULSA-PRO). Comme Theraclion, la société développe une thérapie ultrasonore non invasive, avec une console installée en établissement et un consommable par procédure.

FINANCIAL DATA

Compte de résultat	12/23	12/24	12/25	12/26e	12/27e	12/28e
CA total	1,8	0,8	1,2	1,3	3,6	7,5
Variation (%)	47,5	-54,5	42,9	11,3	174,1	106,3
Marge brute	3,6	0,7	2,2	2,1	3,6	7,5
% du CA	196,9	88,7	188,8	160,6	100,0	100,0
EBITDA	**0,1**	**-6,3**	**-0,9**	**-6,4**	**-6,5**	**-4,3**
% du CA	5,9	-754,3	-72,7	-485,9	-178,6	-57,0
ROC	**-0,7**	**-7,1**	**-2,1**	**-6,9**	**-7,2**	**-5,6**
% de CA	-36,1	-858,6	-180,0	-523,6	-200,3	-75,0
Eléments non récurrents	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	-0,3	-7,1	-2,1	-6,9	-7,2	-5,6
Résultat financier	-2,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Impôt sur les résultats	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9
Taux d'impôt (%)	-47,2	-14,0	-36,6	-12,5	-11,9	-15,3
Résultat Net part du groupe	**-1,2**	**-6,1**	**-1,5**	**-6,3**	**-6,6**	**-5,0**

Bilan financier	12/23	12/24	12/25	12/26e	12/27e	12/28e
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations corp. et incorp.	1,3	2,0	2,0	1,7	2,5	3,9
Droit d'utilisation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immobilisations financières	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
BFR	3,7	0,4	2,2	2,8	2,7	3,2
Autres actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total actifs	6,3	3,5	5,4	5,7	6,4	8,3
Capitaux propres	11,9	6,3	3,7	2,2	1,8	3,2
Intérêts Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts différés	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dette Nette	-5,9	-2,9	1,7	3,5	4,6	5,0
Autres passifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Passifs	6,3	3,5	5,4	5,7	6,4	8,3
Dette Nette hors IFRS16	-5,9	-2,9	1,7	3,5	4,6	5,0
Gearing	-0,5	-0,5	0,5	1,6	2,6	1,6
Levier	-54,8	0,5	-2,0	-0,5	-0,7	-1,2

Tableau de flux	12/23	12/24	12/25	12/26e	12/27e	12/28e
CAF après coût de l'endettement et impôt	-1,1	-4,9	-5,3	-6,8	-6,7	-5,2
ΔBFR	-1,4	2,0	-1,9	-0,6	0,0	-0,4
Cash flow généré par l'activité	-2,5	-2,9	-7,2	-7,4	-6,6	-5,6
Capex net	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-1,6	-2,8
FCF	-2,6	-3,0	-7,3	-7,6	-8,2	-8,4
Free Cash Flow excl IFRS 16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acquisition/Cession	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-1,6	-2,8
Autres investissements	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Variation d'emprunts	-0,8	-0,7	3,8	5,8	7,0	8,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement des dettes locatives	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operation au Capital	8,8	0,1	3,0	5,8	7,0	8,0
Autres flux	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de trésorerie nette sur l'année	5,3	-3,6	-0,8	4,0	5,8	7,6

DISCLAIMER

Certifications d'analyste

Ce Rapport de recherche (le " Rapport ") a été approuvé par Midcap, une division commerciale de TP ICAP (Europe) SA (" Midcap "), un Prestataire de Services d'Investissement autorisé et régulé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (" ACPR "). En publiant ce Rapport, chaque analyste de recherche ou associé de Midcap dont le nom apparaît dans ce Rapport certifie par la présente que (i) les recommandations et les opinions exprimées dans le Rapport reflètent exactement les opinions personnelles de l'analyste de recherche ou de l'associé sur tous les titres ou Emetteurs sujets discutés ici et (ii) aucune partie de la rémunération de l'analyste de recherche ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées par l'analyste de recherche ou l'associé dans le Rapport.

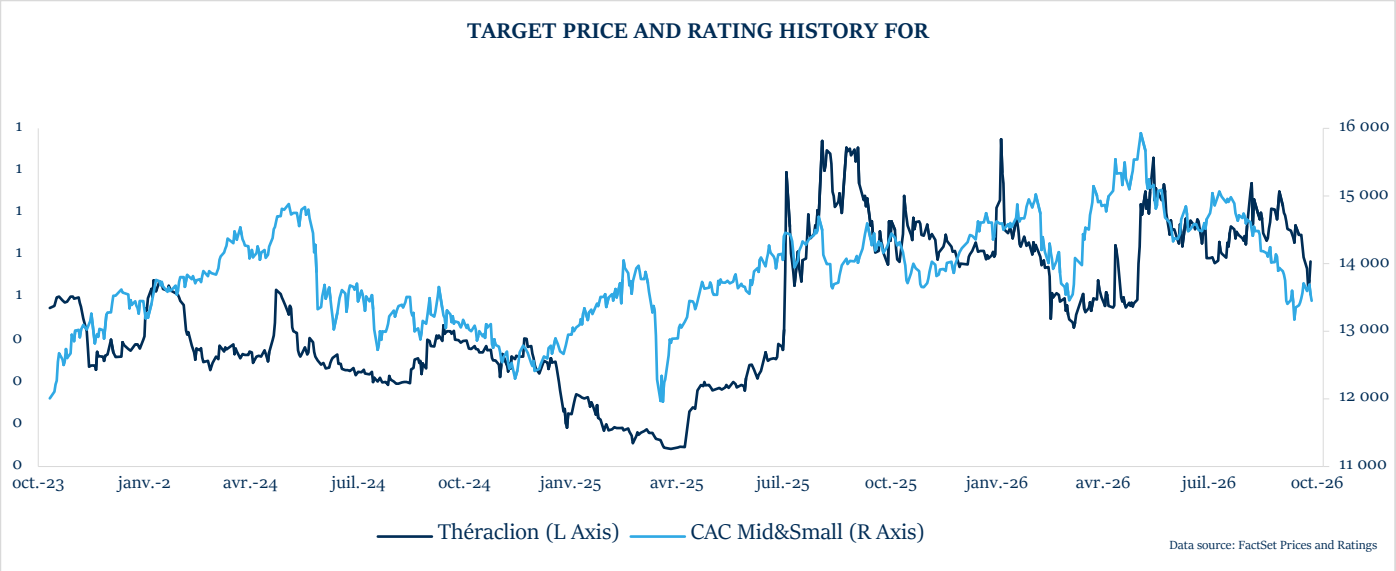
Méthodologie

Ce Rapport peut mentionner des méthodes d'évaluation définies comme suit :
1. Méthode DCF : actualisation des flux de trésorerie futurs générés par les activités de l'Emetteur. Les flux de trésorerie sont déterminés par les prévisions et les modèles financiers de l'analyste. Le taux d'actualisation utilisé correspond au coût moyen pondéré du capital, qui est défini comme le coût moyen pondéré de la dette de l'Emetteur et le coût théorique de ses fonds propres tels qu'estimés par l'analyste.
2. Méthode des comparables : application des multiples de valorisation boursière ou de ceux observés dans des transactions récentes. Ces multiples peuvent servir de référence et être appliqués aux agrégats financiers de l'Emetteur pour en déduire sa valorisation. L'échantillon est sélectionné par l'analyste en fonction des caractéristiques de l'Emetteur (taille, croissance, rentabilité, etc.). L'analyste peut également appliquer une prime/décote en fonction de sa perception des caractéristiques de l'Emetteur.
3. Méthode de l'actif et du passif : estimation de la valeur des fonds propres sur la base des actifs réévalués et ajustés de la valeur de la dette.
4. Méthode du dividende actualisé : actualisation des flux de dividendes futurs estimés. Le taux d'actualisation utilisé est généralement le coût du capital.
5. Somme des parties : cette méthode consiste à estimer les différentes activités d'une entreprise en utilisant la méthode d'évaluation la plus appropriée pour chacune d'entre elles, puis à en réaliser la somme.

Conflit d'intérêts entre TP ICAP Midcap et l'émetteur

G. Midcap et l'Emetteur ont convenu de la fourniture par la première à la seconde d'un service de production et de distribution de la recommandation d'investissement sur ledit Emetteur: Théraclion

History of investment rating and target price – Théraclion



Recommendations et objectifs de prix historiques (-1Y)

Date	Analyste	Ancien Objectif de prix	Nouveau Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommendation	Nouvelle Recommendation

Distribution des recommandations d'investissement

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Achat	70%	76%
Conserver	20%	61%
Vente	4%	43%
Sous revue	6%	89%

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :
Acheter : Devrait surperformer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.
Conserver : performance attendue entre -10% et +10% par Rapport au marché, sur un horizon de 6 à 12 mois.
Vendre : l'action devrait sous-performer les marchés de 10% ou plus, sur un horizon de 6 à 12 mois.

L'historique des recommandations d'investissements et le prix cible pour les Emetteurs couverts dans le présent Rapport sont disponibles à la demande à l'adresse suivante : https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer.

Avis de non-responsabilité générale

Ce Rapport est confidentiel et est destiné à l'usage interne des destinataires sélectionnés uniquement. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite, distribuée ou transmise sans le consentement écrit préalable de Midcap.

Ce Rapport est publié à titre d'information uniquement et ne constitue pas une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente des titres qui y sont mentionnés. Les informations contenues dans ce Rapport ont été obtenues de sources jugées fiables et publiques, Midcap ne fait aucune déclaration quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. Les prix de référence utilisés dans ce Rapport sont des prix de clôture de la veille sauf indication contraire. Toutes les opinions exprimées dans ce Rapport reflètent notre jugement à la date des documents et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les titres abordés dans ce Rapport peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs et ne sont pas destinés à recommander des titres, des instruments financiers ou des stratégies spécifiques à des clients particuliers. Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions d'investissement en fonction de leur situation financière et de leurs objectifs d'investissement. La valeur du revenu de votre investissement peut varier en raison de l'évolution des taux d'intérêt, de l'évolution des conditions financières et opérationnelles des entreprises et d'autres facteurs. Les investisseurs doivent être conscients que le prix du marché des titres dont il est question dans ce Rapport peut être volatil. En raison du risque et de la volatilité du secteur, de l'Emetteur et du marché en général, au prix actuel des titres, notre note d'investissement peut ne pas correspondre à l'objectif de prix indiqué. Des informations supplémentaires concernant les titres mentionnés dans ce Rapport sont disponibles sur demande.

Ce Rapport n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par une entité citoyenne ou résidente, ou une entité située dans une localité, un territoire, un état, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire ou limitée par la loi ou la réglementation. L'entité ou les entités en possession de ce Rapport doivent s'informer et se conformer à de telles restrictions, y compris MIFID II. Ce Rapport est uniquement destiné aux personnes qui sont des Contreparties Eligibles ou des Clients Professionnels au sens de la réglementation MIFID II. Il n'est pas destiné à être distribué ou transmis, directement ou indirectement, à toute autre catégorie de personnes. Le Rapport fait l'objet d'une diffusion réservée. La recherche a été réalisée conformément aux dispositions de la Charte des Bonnes Pratiques relative à la recherche sponsorisée. Midcap a adopté des dispositions administratives et organisationnelles efficaces, y compris des " barrières d'information ", afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts en matière de recommandations d'investissement. La rémunération des analystes financiers qui participent à l'élaboration de la recommandation n'est pas liée à l'activité de corporate finance.

La société peut fournir des services de corporate access, consistant notamment en l'organisation de rencontres, conférences ou échanges entre investisseurs et émetteurs. Ces services sont séparés de l'activité de recherche et n'ont aucune influence sur le contenu, la qualité ou l'objectivité des analyses présentées dans ce document. Les opinions exprimées sont fondées exclusivement sur des sources jugées fiables et sur l'analyse propre de l'auteur, indépendamment de toute relation commerciale ou organisation d'accès aux émetteurs. La rémunération de l'auteur ou de l'associé n'était, n'est ou ne sera directement ou indirectement liée aux relations commerciales ou organisations d'accès aux émetteurs.

Les services de corporate access sont fournis dans le respect des exigences réglementaires applicables.

RECHERCHE FINANCÉE PAR L'ÉMETTEUR

La présente étude constitue une recherche financée par l'émetteur et a été produite conformément au Code de conduite de l'Union européenne applicable aux recherches financées par l'émetteur, établi par le Règlement délégué (UE) 2026/1092.
Cette recherche est partiellement financée par l'émetteur couvert. Elle est qualifiée de « réservée jusqu'au 17.11.2026 » et, jusqu'à cette date, est accessible uniquement aux investisseurs ayant contribué à son financement. Elle deviendra accessible conformément aux modalités prévues à compter de cette date.
La politique du prestataire relative à la prévention et à la gestion des conflits d'intérêts est consultable à l'adresse suivante : [lien]

Le chiffre d'affaires généré par i) le paiement de l'émetteur au prestataire de recherche, ii) d'autres sources de chiffre d'affaires liées à l'émetteur ou iii) les recherches financées par l'émetteur ne représente pas plus de 5 % du chiffre d'affaires consolidé du prestataire de recherches financées par l'émetteur sur l'exercice précédent.