

Abionyx Pharma

Acquisition structurante dans l'ophta., une belle opportunité pour accélérer

18 novembre 2021

ACHAT

Objectif : 8.1€

Potentiel : **+440%**

Acquisition de 100% du capital d'Iris Pharma payée en titres

Les dirigeants avaient annoncé en octobre dernier leur intention de nouer un partenariat stratégique avec le CRO qui a conduit les études précliniques du groupe dans le domaine de l'ophtalmologie (uvéïte). Plus qu'un partenariat, Abionyx Pharma ce porte acquéreur de 100% du capital de la société Iris Pharma pour 5 M€ (complément de prix possible en 2024 indexé sur l'atteinte d'objectifs de développements de produits), acquisition payée en titres sur la base d'un cours de 3,6 € (création d'un peu moins de 1,4 millions d'actions), soit près de 2,5x le dernier cours de clôture de l'action mais en ligne avec notre précédent objectif de cours.

Une opportunité pour pénétrer rapidement le segment de l'ophta.

L'acquisition apporte au groupe un savoir-faire de plus de 30 ans dans le développement de médicaments et dispositifs médicaux à destination des pathologies ophtalmiques : des premiers tests jusqu'au lancement sur le marché à l'échelle mondiale (Europe, Amérique du Nord et Asie), en passant par la conduite des études cliniques et les étapes réglementaires. Cette expertise devrait permettre d'accélérer les développements d'Abionyx dans le domaine de l'ophta, mais surtout elle valide l'efficacité de la molécule CER-001 dans ces nouvelles indications par un professionnel reconnu du secteur (plus de 400 clients), ce qui devrait très probablement faciliter la pénétration du marché une fois les AMM obtenues, et laisse augurer de revenus significatifs en ophta à horizon 2025-2026 selon nous.

Augmentation de capital de 5 M€ pour financer les développements

Pour financer l'accélération des travaux de recherche dans le domaine de l'ophta, (développement de 3 nouveaux bio-médicaments à destination de 14 indications) les dirigeants annoncent viser une levée de fonds de 5 M€ par placement privé, sur la base du prix de transaction d'Iris, soit 3,6 € par action. Cette levée de fonds étant en grande partie déjà sécurisée (75%) notamment par souscription d'une partie des investisseurs historiques, nous l'intégrons dans notre modélisation, soit la création de près de 1,4 millions de titres additionnels.

Changement significatif de notre scénario

L'acquisition d'Iris étant conditionnée à la réalisation de l'augmentation de capital (période de souscription du 18 nov. au 1er déc.), et compte tenu des délais de closing, nous intégrons ces opérations dans le bilan au 31/12/21 mais considérons une consolidation d'Iris à compter du 1^{er} janvier 2022 en termes opérationnels soit un CA additionnel de près de 8 M€ et un résultat de 0,7 M€ (contribution activité CRO). Nous intégrons également une accélération des dépenses de R&D à partir de 2022 pour les projets qui vont être lancés en ophta : 2,5 M€ additionnels en 2022, 7,5 M€ en 2023 et 9,5 M€ en 2024, ce qui ne sera pas compensé au cours de la période par les revenus issus de la commercialisation des produits. En effet, même si le temps de développement dans l'ophta sont plus courts que dans d'autres secteurs, et si le savoir-faire d'Iris devrait probablement permettre d'aller vite, nous estimons la première AMM et les revenus pour une première indication ophta vers la fin de 2024. A court terme les pertes opérationnelles du groupe devraient donc se creuser.

Opinion à l'achat, objectif de cours passé de 3,6 € à 8,1€

Nous intégrons désormais des indications ophta dans notre approche de valorisation (LCAT et sepsis uniquement avant). Avec l'hypothèse du lancement de deux produits dans ce secteur, notre objectif de cours est passé de 3,6 à 8,1€, ce qui nous conforte dans notre opinion Acheter sur le titre.

Infos marché	
Secteur	Santé
Cours (€)	1,5
Capitalisation (M€)	40,6
Marché	Euronext
Bloomberg	ABNX:FR

Actionnariat	
Domundi (E. Huynh)	12,1%
Cyrille Tupin	3,4%
Luc Demarre	3,6%
Christian Chavy	0,7%
BPI France	6,6%
TVM Life Biosciences	4,9%
Autres	68,7%

M€ (30/09)	2020	2021e	2022e	2023e
CA (M€)	0,0	0,0	8,2	9,4
Var	Na	Na	Na	Na
ROC	-3,0	-4,2	-5,8	-10,6
Marge op.	Na	Na	Na	Na
RNpg	-1,9	-4,2	-6,1	-11,0
BNPA publié €	-0,07	-0,15	-0,21	-0,34
Var. BNPA	-192%	101%	40%	60%
Dividende (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement	Na	Na	Na	Na
FCF	-0,7	-5,2	-6,7	-11,5
ROCE	Na	Na	Na	Na
VE/CA (x)		Na	Na	Na
VE/ROC (x)		Ns	Ns	Ns
PER (x)		Ns	Ns	Ns
Dette fin. Nette	-9,1	-1,9	-0,1	-0,7
Gearing	-137%	-25%	-2%	-9%

Estimations Midcap Partners

Prochain évènement : Situation au 31 déc. 2021

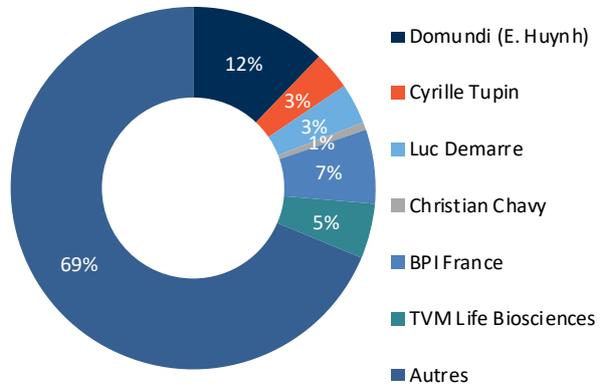


I. Présentation d'ABIONYX PHARMA

Description

Sur la base des actifs développés par Cerenis Therapeutics, notamment une molécule HDL recombinante (lipoprotéine de haute densité, communément appelé « bon cholestérol »), la société Abionyx Pharma a réorienté les programmes de recherche vers de nouvelles indications telles que les maladies rénales, le secteur de l'ophtal. ou encore certaines affections métaboliques.

Structure actionnariale actuelle



Analyse SWOT

Forces

- Portefeuille de brevets
- CER-001, un bio produit parmi les plus avancés (HDL métabolique)
- CER-002 (PPAR), un PPARδ hautement sélectif
- Maîtrise des phases de production
- Management renouvelé
- Situation financière saine

Faiblesses

- Un historique opérationnel et boursier compliqué
- Des réorientations d'indication qui ne sont qu'à leur début (lancement phase IIa pour la plus avancée)

Opportunités

- Nouvelles indications pour CER-001 : insuffisances rénales aiguës (premiers résultats prometteurs), LCAT et ophtalmo (support d'experts et de KOL, France et Italie et désormais du savoir-faire d'un CRO reconnu)
- Plateforme HDL comme vecteur d'administration d'autres molécules ou traitements
- Partenariat dans les PPARδ

Menaces

- Nouvel échec des travaux de R&D
- Impossibilité de nouer de nouveaux partenariats (recherche, développement produit, commercialisation, etc.)
- Nécessité de trouver des financements pour accélérer les programmes de recherche



Acquisition d'Iris Pharma

Plus qu'un partenariat : acquisition de 100% du capital d'Iris pharma

Les dirigeants avaient annoncé en octobre dernier leur intention de nouer un partenariat stratégique avec le CRO qui a conduit certaines études précliniques du groupe dans le domaine de l'ophtalmologie (uvéïte). Plus qu'un partenariat, Abionyx Pharma ce porte acquéreur de 100% du capital de la société Iris Pharma.

L'ensemble des actionnaires d'Iris Pharma, son fondateur et plusieurs managers, ont accepté que cette opération soit réalisée uniquement par le paiement en titres Abionyx que ce soit pour l'acquisition de 100% du capital qui devrait être réalisée dans les semaines à venir, comme pour le complément de prix qui devrait être versé en 2024 sur la base d'atteinte d'objectifs en matière de développements produits.

Cette opération met en lumière selon nous trois éléments clés :

- le prix auquel a été valorisé l'action Abionyx pour le paiement de 100% des titres : 3,6 € par action, en ligne avec notre précédent objectif de cours, mais qui ressort près de 2,5x plus haut que le dernier cours de clôture témoignant de la confiance des dirigeants d'Iris dans le portefeuille de produits du groupe ;
- la validation des effets de la molécule CER-001 dans les affections ophtalmiques liées à des problématiques de dépôts lipidiques, et tout le potentiel qui s'offre au groupe dans ce nouveau secteur d'activité (nombreuses applications possibles seul ou en combinaison avec d'autres principes actifs) ;
- la confiance dans la capacité du nouveau groupe ainsi formé à amener à un stade avancé plusieurs bio médicaments dans le domaine optha. d'ici 2024 soit en 3 ans (complément de prix conditionné au développement de produits).

Une activité CRO qui va se poursuivre

Iris Pharma est un CRO (Contract Research Organisation) français basé à Nice et spécialisé dans les études pré-cliniques et les études cliniques dans le domaine de l'ophtalmologie. Au cours de son histoire (32 ans) la société a participé à de nombreuses études qui lui ont permis de tester pour de 5 000 molécules qui ont conduit au lancement sur le marché d'environ 70 traitements et produits.

Iris Pharma offre des services d'études d'efficacité in vivo et de bio-analyse, applique les principes GLP (good laboratory Practice) dans le cadre d'étude pré-clinique, mène des études cliniques pour ses clients (phase I à IV, en Europe, Amérique du Nord, et Asie), réalise des études marketing et offre des services de consulting (support pour déterminer la meilleure indication pour une molécule ou un produit en développement).

Dans le cadre des recherches menées dans l'ophta. (premiers résultats précliniques prometteurs de la molécule CER-001 dans des cas d'uvéïte communiqués le 7 octobre dernier) la société a eu l'occasion de travailler avec Iris Pharma. Aux vues des résultats obtenues avec la molécule CER-001, les dirigeants et actionnaires d'Iris Pharma ont décidé de rejoindre le projet d'Abionyx en cédant leur société contre des titres (3,4% du capital post opération inclus la levée de 5 M€ prévue d'ici le 1^{er} décembre).

La direction d'Iris Pharma va rester aux mains de Yann Quentric qui poursuivra l'activité de CRO historique de la société, et son fondateur le Docteur Pierre-Paul Elena va rejoindre les équipes Abionyx pour mener les projets de développement visés en tant que CSO (responsable des études cliniques). Ils auront par ailleurs tout deux une place au Conseil d'Administration d'Abionyx Pharma. Cyril Tupin conserve la direction générale du nouvel ensemble.



Une opération structurante pour la société, le fondateur d'Iris devient CSO du groupe

L'acquisition apporte au groupe une équipe de 60 personnes (moins de 10 personnes chez Abionyx) qui dispose d'un savoir-faire de plus de 30 ans dans le développement de médicaments et dispositifs médicaux à destination des pathologies ophtalmiques. Cette expertise devrait permettre d'accélérer les développements d'Abionyx dans le domaine de l'ophta, mais surtout elle valide l'efficacité de la molécule CER-001 dans ces nouvelles indications par un professionnel reconnu du secteur (plus de 400 clients), ce qui devrait très probablement faciliter la pénétration du marché une fois les AMM obtenues, et laisse augurer de revenus significatifs en ophta à horizon 2025-2026 selon nous.

Accélération dans l'ophta.

CER-001 : premiers résultats prometteurs dans une maladie rare LCAT et dans les uvéites

Dans le cadre des recherches menées sur les malades atteints d'une mutation du gène LCAT, le groupe avait obtenu des premiers résultats prometteurs dans le domaine ophtalmique pour un patient français dès fin 2020, avec une nette amélioration du flou visuel après quelques semaines de traitement. Cette amélioration des fonctions visuelles est toujours observée après plus d'un an de suivi. Les résultats ont suggéré les propriétés anti-inflammatoires et/ou d'augmentation du transport inverse de cholestérol du CER-001 pouvant améliorer la vision chez les patients avec un déficit d'activité de LCAT appelé généralement « fish eye » (ou œil de poisson).

Cette découverte, et les données précédentes montrant le rôle de l'apoA-I dans le développement de l'opacification de la cornée et des dépôts lipidiques cornéens, ont ouvert la voie à des études pré-cliniques testant le CER-001 à destination du modèle ophtalmo. La molécule s'est avérée sûre et bien tolérée pour une administration au niveau de la surface oculaire (en gouttes), à l'intérieur de l'œil (injection dans le vitré), ou via intraveineuse. Par ailleurs, la molécule a montré son efficacité sur une uvéite (inflammation de l'œil) provoquée par injection dans le vitré de lipopolysaccharides (mesures de la concentration de protéines et de l'infiltration cellulaire dans l'humeur aqueuse).

Sur la base de ces premiers résultats, et avec le soutien de Praticiens de renom : Pr. Christophe Baudoin (Chef de service d'Ophtalmologie au Centre Hospitalier National d'Ophtalmologie de l'hôpital des Quinze-Vingts à Paris), Pr. Catherine Creuzot-Garcher (Professeur d'Ophtalmologie à Dijon, Chef du service d'ophtalmologie au CHU de Dijon, Professeur des Universités, co-responsable de l'équipe Œil, nutrition et signalisation cellulaire au Centre des Sciences du Goût et de l'Alimentation de Dijon), et Dr. Niyazi Acar (responsable de l'équipe Œil, nutrition et signalisation cellulaire au Centre des Sciences du Goût et de l'Alimentation de Dijon) notamment, les dirigeants ont annoncé leur intention de lancer des programmes de recherche pour le développement d'une nouvelle classe médicament (HDL mimétique) à destination du domaine ophtalmique pour des pathologies qui créent des dépôts cornéens lipidiques.

Si les premiers résultats étaient plutôt prometteurs, le domaine des maladies ophtalmiques étant assez éloigné du savoir-faire historique du groupe que ce soit en termes d'indications qu'en termes de procédés d'administration (gouttes ou injections intra-cornéennes), nous estimons que les travaux préparatoires avant le lancement de travaux de recherches plus approfondis devraient prendre du temps. Nous n'avons ainsi par principe de prudence pas intégré de développements dans l'ophta autre que les développements en cours dans la maladie du déficit en LCAT adressée par le biais des affections rénales dont souffrent par ailleurs les patients. Depuis lors, par l'obtention du statut de médicament orphelin pour le LCAT dans le cadre ophtalmique, puis l'annonce du projet de partenariat avec Iris Pharma et enfin l'intégration à 100% du savoir-faire et des équipes de ce CRO spécialisé, nous sommes conduits à être bien plus optimistes sur les capacités de la société à développer rapidement des produits destinés à ce segment de marché.



Une accélération déjà engagée

En effet en septembre dernier soit quelques mois seulement après les premiers résultats des patients traités sous ATU, les dirigeants ont obtenu la désignation médicament orphelin pour la molécule CER-001 dans l'indication LCAT (maladie ultra-rare) à la fois comme maladie rénale mais également comme maladie ophtalmique. Cette classification devrait permettre d'accélérer les nouvelles ATU et les étapes de mises sur le marché, notamment réglementaires. Notre scénario d'AMM et de commercialisation de la molécule CER-001 dans le cadre de l'indication LCAT, estimé à horizon 2024 a ainsi été plus que crédibilisé.

Désormais, sur la base des travaux de recherche déjà effectués avec la molécule CER-001 (tests de tolérance, toxicité, etc. déjà sécurisés) et grâce au savoir-faire et la connaissance du marché ophtalmique des équipes d'Iris Pharma, nous sommes confiants dans les capacités du groupe à sélectionner rapidement les indications ciblées, à mener les études pre-cliniques et cliniques, et à obtenir les autorisations nécessaires à la commercialisation de cette molécule d'HDL à destination du domaine ophtalmique et ainsi créer une nouvelle classe de médicaments.

Ambitions affichées : développer un portefeuille de bioproduits HDL first in class en ophta.

Grâce à cette opération, les dirigeants ambitionnent de développer un portefeuille de bioproduits HDL first in class dans le domaine de l'ophta. et ciblent 3 nouveaux bio-médicaments candidats pouvant entrer en phase clinique et 14 indications en ophtalmologie tels que : uvéite, sécheresse oculaire, la DMLA, les affections ophtalmiques liées au diabète, etc., et qui touchent de nombreuses personnes dans le monde.

Au-delà des indications ciblées, les travaux vont s'orienter vers l'utilisation de la molécule CER-001 sous forme injectable (intra vitré ou dans le nerf optique), sous forme de gouttes ou sous forme systémique (médicaments). Mais également en « combo », ie comme vecteur d'administration d'autres principes actifs (réputés comme peu solubles ou lipophiles) grâce aux propriétés de la molécule d'HDL.

Si les principaux axes de développement ont d'ores et déjà été identifiés, l'expertise Docteur Pierre-Paul Elena et le support des équipes Iris Pharma, va être clé pour sélectionner et arbitrer les programmes à mener à terme, ou tout au moins à prioriser, permettant selon nous de déboucher rapidement sur des lancements de produits sur le marché.

L'ophtalmologie : un secteur spécifique dans le domaine des médicaments

Par rapport à d'autres secteurs de la santé les temps et les coûts de développements dans le domaine de l'ophta sont réduits : la toxicité par exemple est mesurée à 28 jours vs plusieurs mois pour d'autres catégories de médicaments, les cohortes sont également plus réduites.

Dans ce segment spécifique, compte tenu du track-record de la molécule CER-001 d'Abionyx combiné au savoir-faire d'Iris Pharma, nous estimons que le groupe pourrait estimer qu'un premier produit dans l'ophta pourrait être lancé dès fin 2024, et les suivants en 2025-2026, avec un budget de l'ordre de 10 M€ par produit.

Par ailleurs les doses nécessaires pour le traitement des patients sont sans commune mesure avec celles nécessaires à d'autres indications. Dans le cadre de l'étude Racer en cours sur le choc septique, les patients se voient administrer entre 3 à 7 flacons de la molécule CER-001. Dans le cadre des affections ophtalmiques un seul flacon devrait permettre de délivrer plusieurs centaines de doses, ce qui laisse augurer de prix de traitements probablement plus abordables (effets volumes plus importants) tout en générant des marges (MB/CA) bien supérieures pour le groupe.



Une belle opération financière, ajustement de notre scénario

Transaction payée en titres et augmentation de capital au prix de 3,6 € par action

Le prix d'Iris Pharma a été fixé à 5 M€, auquel il faut ajouter une reprise de dette de l'ordre de 2 M€ soit une valeur d'entreprise d'environ 7 M€. Les multiples de transaction ressortent ainsi à 0,9x le CA et 10x les résultats, plus que raisonnables pour un CRO.

Par ailleurs le paiement se fait en titre, sur la base d'un prix de 3,6 € par action Abionyx, près de 2,5x le dernier cours de clôture, en ligne avec notre précédent objectif de cours, et avec le recours à un rapport d'un commissaire aux apports. Considérant le prix de 5 M€ annoncé, l'acquisition de 100% du capital d'Iris Pharma conduit à la création de 1 388 888 titres Abionyx, comparé à 24 644 664 titres, soit la création d'un peu moins de 6% de titres.

L'opération est conditionnée à la réalisation d'une levée de fonds, qui servira à financer l'amorçage des développements ciblés dans l'ophta. Les dirigeants visent une levée de 5 M€ par placement privé, sur la base du prix de transaction d'Iris, soit 3,6 € par action, limitant ainsi la dilution pour les actionnaires existants. Cette levée de fonds étant en grande partie déjà sécurisée (75%) notamment par souscription d'une partie des investisseurs historiques, nous l'intégrons dans notre modélisation, soit la création de près de 1 388 888 de titres additionnels.

A l'issue de l'opération, les principaux actionnaires d'Iris Pharma, Pierre-Paul Elena (fondateur) et Yann Quentric (dirigeant de la société) entreront au capital d'Abionyx à hauteur de respectivement 1,3% et 2,1%. Au sein des actionnaires historiques, compte tenu des déclarations d'intentions, Domundi (Emmanuel Huynh) verrait sa participation dans le capital passer de 12,1% à 11,65%, et celle de Cyrille Tupin de 3,4% à 3,3%. Le flottant sur le titre serait porté de 63,4% à 61,8%.

Evolution anticipée du capital et de sa composition

	31/12/20		Post acquisition et levée de fonds	
	Nb de titres	% du capital	Nb de titres	% du capital
Domundi (E. Huynh)	2 986 865	12,1%	3 195 198	11,7%
Cyrille Tupin	837 117	3,4%	906 561	3,3%
Jean-Louis Dasseux	1 286 781	5,2%	1 286 781	4,7%
BPI France	1 630 451	6,6%	1 630 451	5,9%
TVM Life Science	1 213 439	4,9%	1 213 439	4,4%
Luc Demarre	896 286	3,6%	1 104 619	4,0%
Christian Chavy	173 913	0,7%	207 246	0,8%
Pierre-Paul Elena	-	-	347 222	1,3%
Yann Quentris	-	-	586 110	2,1%
Autres	15 617 812	63,4%	16 942 813	61,8%
Total	24 642 664		27 420 440	

Source : Midcap

Modification de nos prévisions

L'acquisition d'Iris étant conditionnée à la réalisation de l'augmentation de capital (période de souscription du 18 nov. au 1er déc.), et compte tenu des délais de closing, nous intégrons ces opérations dans le bilan au 31/12/21 mais considérons une consolidation d'Iris à compter du 1er janvier 2022 en termes opérationnels soit un CA additionnel de près de 8 M€ en année pleine et un résultat de 0,7 M€ (contribution activité CRO).



Pour les années suivantes, nous avons intégré une croissance de 3 à 5% par an pour les revenus CRO, qui viennent s'ajouter aux revenus attendus dans le domaine de la mutation du gène LCAT : 200 K€ estimé pour 2022, 1,1 M€ pour 2023 et 3,8 M€ en 2024. Enfin, compte tenu des projets dans le domaine de l'ophta, nous avons intégré le lancement d'un premier produit fin 2024 permettant de générer les premiers revenus dans cette nouvelle aire thérapeutique (500 K€ estimé).

En termes de résultats, si nous intégrons les résultats d'Iris Pharma (stabilité de la marge retenue dans notre modélisation), nous intégrons également une accélération des dépenses de R&D à partir de 2022 pour les projets qui vont être lancés en ophta : 2,5 M€ additionnels en 2022, 7,5 M€ en 2023 et 9,5 M€ en 2024, ce qui ne sera pas compensé au cours de la période par les revenus issus de la commercialisation des produits. En effet, même si le temps de développement dans l'ophta sont plus courts que dans d'autres secteurs, et si le savoir-faire d'Iris devrait probablement permettre d'aller vite, nous estimons la première AMM et les revenus pour une première indication ophta vers la fin de 2024. A court terme les pertes opérationnelles du groupe devraient donc se creuser. Nos prévisions de CA et de résultats sont modifiées comme suit :

Synthèse des modifications apportées à nos prévisions

M€	2019	2020	2021E	2022E		2023E		2024E
				Avant	Après	Avant	Après	
CA	0,0	0,0	0,0	0,2	8,2	1,1	9,4	13,0
Frais administratifs et commerciaux	-1,8	-1,3	-1,5	-1,8	-6,5	-1,9	-7,0	-7,5
Frais de R&D hors CIR	-2,4	-2,3	-2,7	-2,7	-7,5	-3,4	-13,0	-14,5
EBTDA	-2,5	-3,0	-4,2	-4,3	-5,8	-4,2	-10,6	-9,0
RNPG	1,8	-1,9	-4,2	-4,3	-6,1	-4,2	-11,0	-9,4
RNPG corrigé*	-3,0	-3,1	-4,2	-4,3	-6,1	-4,2	-11,0	-9,4

Source : Midcap

Besoins / génération de cash

Si le groupe a les moyens de financer ses programmes pour l'année 2021, aux vues des projets de développements engagés notre précédent scénario intégrait déjà le recours à des financements extérieurs (5 M€ d'augmentation de capital estimé pour la période 2022-2023). Désormais, même si les coûts de développements devraient être maîtrisés dans l'ophta. (de l'ordre de 10 M€ estimé par indication) avec l'accélération des études cliniques nous estimons que les besoins de financements à venir devraient être supérieurs : 29 M€ attendus pour la période 2022-2024, mais avec une plus forte probabilité de déboucher sur des lancements de produits.

Synthèse des prévisions de besoins de cash et source de financement

M€	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Cash flow	-2,6	-2,7	-4,2	-6,1	-11,0	-9,4
Capex	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Variation du BFR	-1,3	2,1	-1,0	-0,5	-0,4	-0,6
FCF	-4,0	-0,7	-5,2	-6,7	-11,5	-10,1
Produits de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	-7,0	0,0	0,0	-3,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow disponible	-4,0	-0,8	-12,2	-6,7	-11,5	-13,1
Variation de la dette	-0,2	-0,2	2,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	1,0	1,8	5,0	5,0	12,0	12,0
Variation de la trésorerie	-3,1	0,8	-5,2	-1,7	0,5	-1,1
Trésorerie nette	7,1	9,1	1,9	0,1	0,7	-0,4

Source : Midcap



A noter que nous avons intégré le paiement d'un complément de prix de 3 M€ à horizon 2024 pour les actionnaires d'Iris Pharma, considérant l'atteinte des critères de développement produits, paiement qui sera réalisé également en titres Abionyx.

Objectif ce cours relevé de 3,6 € à 8,1 €

Dans notre précédente valorisation, nous avons basé notre approche sur les domaines où la société était la plus avancé à date, à savoir l'utilisation de CER-001 pour des patients souffrant d'une mutation du gène LCAT et pour les patients admis en réanimation pour cause de choc septique. Aux vues des avancées réalisées depuis dans le domaine ophtalmique et l'opération en cours avec Iris Pharma, nous considérons désormais deux nouvelles indications dans notre approche de valorisation.

CER-001 et Mutation du gène LCAT

Pour établir le potentiel de revenus issus de la commercialisation de CER-001 pour le traitement de la mutation du gène LCAT, nous avons établi notre modélisation sur plusieurs hypothèses :

- Une poursuite des travaux de recherche sur la base d'ATU et discussion avec autorités pour AMM sous le statut traitement à destination d'une maladie orpheline (frais d'enregistrement réduits) et lancement commercial en 2024 ;
- Un prix du traitement au moment de la mise sur le marché en 2024 à 250 K€ par patient pour la première année de traitement (discount pendant les phases de recherche, peut être gratuite, par prudence pas de revenus intégrés dans nos prévisions de CA pour le groupe) et 125 K€ par an les années suivantes ;
- Partenariat pour les études et financement extérieurs (subventions dans le cadre d'une maladie orpheline) compensant les charges opérationnelles liées aux programmes de recherche ;
- Vingt à trente patients traités chaque année en rythme de croisière (davantage de diagnostic au niveau mondial et faible risque de produit concurrent du fait de la prévalence).

Tableau de flux prévisionnel pour CER-001 dans le domaine des LCAT

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nb nouveaux patients	2	3	5	10	20	22	25	25
Patients suivis	1	3	6	10	19	37	56	75
Prix traitement année 1 (K€)	15	63	125	250	250	250	250	250
Prix traitement années suivantes (K€)			125	125	125	125	125	125
CA par an	0,0	0,2	1,1	3,8	7,4	10,2	13,2	15,6
MB	0,0	0,2	0,8	2,9	5,6	7,6	9,9	11,7
% CA			75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Impôts						-0,8	-2,5	-3,9
FCF	0,0	0,2	0,8	2,9	5,6	6,9	7,4	7,9
FCF actualisé	0,0	0,2	0,6	1,9	3,2	3,4	3,2	3,0
Valeur terminale	59							
Valeur terminale actualisée	19							
Somme des FCF actualisés	15							
Wacc	15%							
Taux de croissance à l'infini	1,5%							
Valeur estimée traitement LCAT	35							

Source : Midcap

La valeur estimée de la molécule CER-001 dans le domaine des LCAT est ainsi estimée, d'après notre modélisation à 35 M€.



CER-001 et chocs septiques

Pour établir le potentiel de revenus issus de la commercialisation de CER-001 en cas de choc septique, nous avons établi notre modélisation sur plusieurs hypothèses :

- Une poursuite des travaux de recherche : exécution de la phase IIa en 2021, lancement de la Phase IIb en 2022 (80 à 120 personnes pour une cohorte 200 à 250 en cas de plusieurs cohortes), et lancement de la Phase III en 2023 (cohorte de 600 à 1 000 patients), AMM et lancement commercial en 2025 ;
- Un prix du traitement 10 000 € par patient au moment de la mise sur le marché en 2025 (discount pendant les phases de recherche, peut être gratuité, par prudence pas de revenus intégrés dans nos prévisions de CA pour le groupe), à comparer au coût d'un patient en réanimation (plusieurs milliers d'euros par jour) ;
- Sur la base d'une prévalence de 270 sepsis sévère pour 100 000 habitants, et sur la base de la population actuelle en Amérique du Nord et en Europe, cela représente un potentiel de plus de 3 millions de patients par an. Avec 55 000 patients visés à terme chaque année dans notre modélisation, cela représente donc moins de 2% des sepsis sévère dans les zones concernées pour un traitement des patients qui pourrait être un *game changer* dans le domaine ;
- Phase IIa financée par le consortium italien ; coût de la phase IIb estimé à 10 M€ et coût de la phase III à 30-40 M€ (taux de survie à 28 jours permettant des résultats rapides). La société pourrait comme pour la Phase IIa mettre en place des partenariats et/ou obtenir des financements extérieurs (subventions et CIR), ce qu'il est difficile d'estimer à date, de même que les modalités de tels partenariats, ce qui n'est donc pas intégré dans la modélisation.

Tableau de flux prévisionnel pour CER-001 dans le domaine du choc septique

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nb patients	20	40	100	500	5 000	25 000	35 000	55 000
Prix traitement (K€)	0	5	7,5	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
CA par an	0,0	0,2	0,8	5,0	50,0	250,0	350,0	550,0
MB	0,0	0,2	0,8	5,0	35,0	175,0	245,0	385,0
% CA			70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
Frais opérationnels				-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Frais de R&D		-10,0	-35,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts						-17,5	-24,5	-38,5
FCF	-0,05	-9,8	-34,3	4,5	34,5	157,1	220,1	346,1
FCF actualisé	-0,1	-8,5	-25,9	3,0	19,7	78,1	95,1	130,1
Valeur terminale	2 602							
Valeur terminale actualisée	851							
Somme des FCF actualisés	292							
Wacc	15%							
Taux de croissance à l'infini	1,5%							
Valeur estimée traitement Sepsis	1 142							

Source : Midcap

Sur la base de nos hypothèses, la valeur de la molécule CER-001 dans le domaine du choc septique s'élève à 1 142 M€. Compte tenu du nombre important de patients admis en réanimation chaque année pour cause de sepsis, du taux de mortalité élevé pour les sepsis sévères, et des suites médicales lourdes pour les patients en particulier en matière d'insuffisances rénales, la découverte d'une molécule qui pourrait réduire les effets du choc sepsis voire qui pourrait améliorer le taux de survie présente un potentiel conséquent, et ce même avec des hypothèses plus conservatrices.



Tableau de sensibilité de la valorisation CER-001 dans le domaine du choc septique

		Nb patients						
		25 000	35 000	45 000	55 000	65 000	75 000	85 000
Prix du traitement (k€)	2,5	272	316	361	406	450	495	551
	5	383	473	562	651	740	830	923
	7,5	495	629	763	897	1 030	1 164	1 295
	10	606	785	964	1 142	1 321	1 499	1 667
	12,5	718	941	1 164	1 388	1 611	1 834	2 039
	15	830	1 097	1 365	1 633	1 901	2 169	2 411
	17,5	941	1 254	1 566	1 878	2 191	2 503	2 783
	20	1 053	1 410	1 767	2 124	2 481	2 838	3 155

Source : Midcap

Dans le domaine ophtalmique

Si les indications qui seront ciblées en priorité n'ont pas encore été communiquées, aux vues de pathologies concernées par des problématiques de dépôts lipidiques (uvéïte, DMLA, affections des personnes diabétiques, etc.), et des traitements existants (très imparfaits car avec des effets secondaires lourds pour certains), nous estimons que la population concernée par les traitements qui pourraient être mis au point par le groupe pourrait être très conséquente, et la pénétration du marché rapide. Cependant à ce stade, par principe de prudence, nous avons considéré que si le groupe investissait en parallèle dans 3 médicaments à destination du segment ophtalmo seuls deux allaient déboucher sur un lancement commercial. Pour valoriser ces deux indications, nous avons établi notre modélisation sur plusieurs hypothèses :

- des travaux de recherche : coût global de 10 M€ par médicament supportés sur 4 ans et financés entièrement par la société, avec une AMM et lancement commercial fin 2024 pour le produit 1 et 2025 pour le produit 2 ;
- un prix du traitement à 100 € par patient dès la mise sur le marché pour l'indication 1 et de 600 € par an par patient (traitement tous les 2 mois et à vie) dans le cas de l'indication 2 ;
- une croissance rapide du nombre de patients grâce aux effets combinés de l'efficacité de la molécule, de la taille des marchés adressés, du prix relatif du traitement, et de la connaissance du marché d'Iris Pharma ;
- un ratio de MB/CA élevé, à 90%, du fait de la faible dose de molécule CER-001 nécessaire pour les traitements dans l'ophta.

La valeur estimée du médicament 1 dans l'ophta est ainsi estimée à 674 M€ et celle du médicament 2 à 658 M€.

Tableau de flux prévisionnel pour CER-001 dans le domaine de l'ophta (1)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nb patients	0	0	0	5 000	50 000	250 000	750 000	1 500 000	3 000 000
Prix traitement (€)	0	0	0	100	100	100	100	100	100
CA par an	0,0	0,0	0,0	0,5	5,0	25,0	75,0	150,0	300,0
MB	0,0	0,0	0,0	0,5	4,5	22,5	67,5	135,0	270,0
% CA				90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%
Frais opérationnels				-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Frais de R&D	-0,5	-2,0	-5,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts				0,3	-0,4	-2,2	-6,7	-13,5	-27,0
FCF	-0,5	-2,0	-5,0	-2,6	4,0	19,8	60,3	121,1	242,6
FCF actualisé	-0,5	-1,7	-3,8	-1,7	2,3	9,8	26,1	45,5	79,3
Valeur terminale	1 824								
Valeur terminale actualisée	518								
Somme des FCF actualisés	155								
Wacc	15%								
Taux de croissance à l'infini	1,5%								
Valeur estimée traitement Optha 1	674								



Source : Midcap

Tableau de flux prévisionnel pour CER-001 dans l'ophta (2)

M€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Nb patients	0	0	0	0	5 000	25 000	100 000	200 000	350 000	525 000
Prix traitement (€)	0	0	0	0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0	600,0
CA par an	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	15,0	60,0	120,0	210,0	315,0
MB	0,0	0,0	0,0	0,0	2,7	13,5	54,0	108,0	189,0	283,5
% CA				90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%
Frais opérationnels				-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Frais de R&D		-0,5	-2,0	-5,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts						-1,3	-5,4	-10,8	-18,9	-28,3
FCF	0,00	-0,5	-2,0	-5,5	-0,3	11,7	48,2	96,8	169,7	254,7
FCF actualisé	0,0	-0,4	-1,5	-3,6	-0,2	5,8	20,8	36,4	55,5	72,4
Valeur terminale	1 915									
Valeur terminale actualisée	473									
Somme des FCF actualisés	185									
Wacc	15%									
Taux de croissance à l'infini	1,5%									
Valeur estimée traitement Optha 2	658									

Source : Midcap

Synthèse de notre approche de valorisation

Compte tenu des premiers résultats obtenus dans le domaine du LCAT, de l'absence de traitement pour cette maladie rare, et du probable statut de maladie orpheline, nous sommes confiants dans les capacités de la société à déployer la molécule CER-001 dans cette indication. Nous n'appliquons donc pas de décote à la valeur obtenue dans notre modélisation (soit 35 M€).

Dans le domaine du sepsis sévère, les études étant moins avancées (lancement de la phase IIa en cours), nous avons choisi par prudence, de considérer une décote importante à la valorisation obtenue pour cette indication dans notre approche de valorisation (décote de 95% soit une valeur de 57 M€ retenue pour cette indication).

Dans le domaine ophtalmique, là encore par principe de prudence, les études étant dans leurs phases préliminaires, nous appliquons des décotes conséquentes par rapport à la valeur théorique obtenue, mais moindre que dans le cas du sepsis notamment, grâce au savoir-faire d'Iris Pharma, à savoir une décote de 85% pour l'indication 1 et de 90% pour l'indication 2, soit une valeur de 101 M€ et de 66 M€ respectivement intégrée dans notre approche de valorisation.

Pour les autres indications ciblées (CER-001 comme agent de transport d'autres produits thérapeutiques, molécule PPAR, etc.), les stades développements actuels ne permettent pas à ce stade, selon nous, de déterminer une valorisation potentielle, nous ne les avons pas intégrées dans notre approche de valorisation (valeur nulle retenue).

Au-delà de la création du nombre de titres liée à l'acquisition d'Iris Pharma, et à la levée de fonds ciblée de 5 M€ avant le 1^{er} décembre, nous avons estimé que les levées de fonds ultérieures et le complément de prix payé en titres en 2024 le seraient sur une base du cours de l'action à 3,6 € conduisant le nombre de titres cotés à 27,9 millions le 2 décembre, et à 36,9 millions à fin 2024, nombre de titre qui sert de référence à notre estimation de la valeur actuelle par action du groupe qui constitue notre objectif de cours.



Synthèse de notre approche de valorisation

Molécule	NPV (M€)	Décote	Valeur retenue (M€)
CER-001 : LCAT	35	0%	35
CER-001 : Sepsis sévère	1 141	95%	57
CER-001 : Ophtalmologie 1	674	85%	101
CER-001 : Ophtalmologie 2	658	90%	66
CER-001 : Ophtalmologie autres indications	0	-	-
CER-001 : Transport agent thérapeutique	0	-	-
PPAR : Dyslipidémie	0	-	-
PPAR : Inflammation rénale	0	-	-
VE projets en développement (M€)			259
Valeur Iris Pharma (M€)			7
Total VE Abionyx + Iris Pharma (M€)			266
Dettes nettes estimées fin 2021 (M€)			(1,9)
Provisions pour retraite (M€)			0,1
Valeur estimée des capitaux propres (M€)			268
Nombre de titres actuels			24,6
Nb de titres paiement Iris Pharma (5 M€ à 3,6 € par action)			1,4
Nb de titres placement privé (5 M€ à 3,6 € par action)			1,4
Nb de titres estimé fin 2021 post actions gratuites et hors autocontrôle			27,9
Valeur par action diluée (€)			9,6
Levées de fonds estimées 2022-2024 (M€)			29,0
Nb d'actions post levées de fonds (inclus earn out Iris sur la base de 3,6 €)			36,8
Valeur par action (€)			8,1

Source : Midcap

Notre nouvel objectif de cours ressort ainsi à 8,1 € par action comparé à 3,6 € précédemment.

Opinion Acheter confirmée

La décision des dirigeants d'Iris Pharma de céder leur société en échange de titre, et l'arrivée de son fondateur à la tête de la direction scientifique de la société, est selon nous une preuve de concept forte du potentiel offert par le portefeuille de molécules développées par le groupe en particulier la molécule CER-001, et laisse augurer de la poursuite d'un newsflow positif dans les mois à venir. En effet le newsflow devrait bénéficier :

- des résultats de la phase IIa de l'étude Racers ;
- de l'avancées des programmes de développement dans le LCAT (statut médicament orphelin indication rénale et ophta) ;
- De nouvelles ATU et de nouvelles indications hors ophta (seul ou en partenariat) ; ou encore
- De la probable détermination des axes de recherche prioritaires en ophta.

Les programmes de recherche qui ont été relancés il y a moins de deux ans et ont déjà permis d'obtenir des résultats très prometteurs. Les perspectives sont selon nous renforcées par le rapprochement avec Iris Pharma, ce qui nous conforte dans notre opinion Acheter sur le titre.



Données Financières

Compte de résultat (M€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires consolidé	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	8,2	9,4
<i>Evolution</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>
Marge brute	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	8,2	9,4
<i>% du CA</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>
Frais administratifs et commerciaux	7,0	1,2	2,3	1,8	1,3	1,5	6,5	7,0
Frais de R&D	17,0	4,9	3,7	0,7	1,7	2,7	7,5	13,0
Autres produits et charges courants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-24,0	-6,1	-5,8	-2,5	-3,0	-4,2	-5,8	-10,6
<i>% du CA</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>
Dotations nettes aux amortissements & aux provisions	0,0	-0,6	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ROC	-24,0	-6,6	-7,2	-2,5	-3,0	-4,2	-5,8	-10,6
<i>% de CA</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>	<i>Ns</i>
Résultat des sociétés MEE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépréciation de Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eléments exceptionnels	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat financier	-0,8	1,7	0,7	4,4	1,2	0,0	0,0	0,0
Impôt sur les bénéfices	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,3
<i>Taux d'IS</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>	<i>2%</i>	<i>-6%</i>	<i>0%</i>	<i>-5%</i>	<i>-3%</i>
RN	-24,9	-5,0	-6,5	1,8	-1,9	-4,2	-6,1	-11,0
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RNPG	-24,9	-5,0	-6,5	1,8	-1,9	-4,2	-6,1	-11,0
Bilan (M€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Immobilisations corp. et incorp.	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	7,2	7,3	7,4
Immobilisations financières	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Impôts différés	0,0	1,0	9,0	17,0	25,0	26,0	27,0	28,0
Actifs circulants	4,3	1,7	1,4	1,8	0,9	2,0	2,7	3,3
Trésorerie	24,7	16,3	11,5	8,3	9,2	3,9	2,2	2,7
Autres actifs	0,0	1,0	9,0	17,0	25,0	26,0	27,0	28,0
Actifs	29,1	18,3	13,1	10,2	10,3	13,3	12,3	13,6
Capitaux propres pdg	14,6	8,9	3,8	6,7	6,6	7,5	6,3	7,3
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	1,0	0,3	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Dettes financières	7,1	6,2	5,5	1,2	0,1	2,1	2,1	2,1
Passifs circulants	6,4	2,8	2,2	1,4	2,6	2,8	3,0	3,2
Autres passifs								
Passifs	29,1	18,3	13,1	10,2	10,3	13,3	12,3	13,6
Tableau de flux (M€)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Marge brute d'autofinancement	-18,5	-8,2	-5,7	-2,6	-2,7	-4,2	-6,1	-11,0
ΔBFR	-0,7	-0,9	-0,3	-1,3	2,1	-1,0	-0,5	-0,4
Cash flow généré par l'activité	-19,2	-9,1	-6,0	-4,0	-0,6	-5,1	-6,6	-11,4
Acquisition d'immo incorporelles et corporelles	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
FCF	-19,2	-9,1	-6,0	-4,0	-0,7	-5,2	-6,7	-11,5
Cession d'immobilisations corp et incorp.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Acquisition d'immo fin. et acquisitions de filiales	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	-7,0	0,0	0,0
Dividendes recus des stés MEE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Cash flow liés aux investissements	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	-7,0	0,0	1,0
Variation d'emprunts	0,0	0,8	0,0	-0,2	-0,2	2,0	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,9	0,2	1,2	1,0	1,8	5,0	5,0	12,0
Cash flow liés aux opé de financement	0,0	0,8	0,0	-0,2	-0,2	2,0	0,0	0,0
Variation de change et autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de cash sur l'année	-18,3	-8,4	-4,8	-3,1	0,8	-5,2	-1,7	0,5

Source : Société - Midcap



Données Financières

RATIOS CLES								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Evolution du CA	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
Marge brute	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
Marge EBITDA	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
Marge EBIT	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
Marge Nette	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
Bénéfice net par action	-1,36	-0,27	-0,34	0,08	-0,08	-0,15	-0,21	-0,34
Bénéfice net par action retraité	-1,31	-0,26	-0,33	0,08	-0,07	-0,15	-0,21	-0,34
Dividende par action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
BFR en % du CA	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
DIO	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
DSO	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
DPO	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
FCF	-19,20	-9,09	-6,02	-4,0	-0,7	-5,2	-6,7	-11,5
FCF yield	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns	Ns
Taux de conversion (FCF/EBITDA)	80%	150%	104%	157%	25%	126%	116%	108%
CAPEX/CA	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
ROE	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
ROA	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
ROCE (après impot)	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
Gearing	-121%	-113%	-155%	-107%	-137%	-25%	-2%	-9%
Levier	0,7x	1,7x	0,8x	2,8x	3,1x	0,4x	0,0x	0,1x
EV/CA	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
EV/EBITDA	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
EV/EBIT	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na
PE retraité	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na



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

Entreprise	Type de conflit
ABIONYX	D,G

- A. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, détient plus de 5% du capital social de l'Émetteur ;
- B. L'Émetteur détient plus de 5% du total du capital social de Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée;
- C. Midcap, seule ou avec d'autres entités juridiques, est liée à l'Emetteur par d'autres intérêts financiers importants ;
- D. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est un teneur de marché ou un fournisseur de liquidité avec lequel un contrat de liquidité a été conclu concernant les instruments financiers de l'Émetteur ;
- E. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, a agi, au cours des douze derniers mois, en tant que chef de file ou co-chef de file dans une offre publique d'instruments financiers de l'Émetteur ;
- F. Midcap, ou toute personne morale qui lui est liée, est partie à tout autre accord avec l'Émetteur relatif à la fourniture de services d'investissement dans le cadre de l'activité corporate de Midcap
- 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 ;

Distribution des recommandations d'investissement

Midcap utilise un système de recommandation basé sur les éléments suivants :

Acheter : Devrait surperformer les marchés de 15% 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 15% 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 email suivante : marketing@midcapp.com.



Avis de non-responsabilité générale

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, 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. 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'Émetteur 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. 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.

