

Cours : 31,80€ 10 Juin 2022

Objectif : 43,80€

ACHETER (1)

Initiation de couverture

Marché	Euronext GROWTH
ISIN / Mnémonique	FR0012788065 / ALCOR
Reuters / Bloomberg	ALCOR.PA / ALCOR:FP
Indice	Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	138,7
Flottant (%)	53,9%
Nbre de Titres (Mio)	4,362
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Famille Gardette	45,8%
Actions auto détenues	0,3%
Flottant	53,9%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	52,2
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	12,0	11,0	6,9
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	ns	ns	19,6
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-1,2%	0,0%	-0,7%
ROACE	4,5%	17,2%	28,9%

	10,2	12,7	20,4
CA			
var. n/n-1	20,9%	24,5%	60,3%
EBE	0,9	1,8	3,7
ROC	0,1	1,0	2,6
% CA	1,3%	7,9%	12,6%
ROP	0,2	1,0	2,6
% CA	1,8%	7,9%	12,6%
RN Pdg publié	0,3	1,3	2,7
% CA	2,9%	10,1%	13,0%

	0,07	0,30	0,61
BNPA			
var. n/n-1	ns	338,4%	106,1%
BNPA Cor	0,07	0,30	0,61
ANPA	0,7	1,0	1,6
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	2,1	2,1	3,0

Clément Bassat, Analyste Financier
Maxence Dhoury

clement.bassat@bnpparibas.com

Get in the loop

Biocorp est une entreprise française cotée depuis 2015 sur Euronext Growth dont l'activité historique de plasticien pour l'industrie pharmaceutique a servi de tremplin vers celle de Medtech dont l'ambition est d'apporter aux patients des solutions connectées, miniaturisées et sur-mesure. Son produit phare Mallya, aujourd'hui dédié au diabète, embarque une technologie applicable dans de nombreuses indications.

Une percée dans la médecine connectée

Le diabète est l'une des indications où les patients sont les plus autonomes dans le suivi comme dans l'administration de leur traitement. Ils sont pour cela assistés par de nombreux dispositifs médicaux dorénavant connectés entre eux. Mallya est un de ces dispositifs, qui se greffe aux stylos jetables d'insuline dépourvus de toute connectivité. Son ambition est ainsi de s'intégrer durablement dans l'écosystème de traitement du diabète.

Les premiers revenus attendus dès 2022 sur le diabète

Suite au marquage CE obtenu en 2019, Biocorp a noué de nombreux partenariats en 2020 et 2021 pour une commercialisation en officine (Roche) mais principalement pour une distribution à l'international via des grandes pharmas du diabète (Novo Nordisk, Sanofi).

Les premiers lots commerciaux de Mallya sont en cours de production et devraient être livrés à Sanofi au second semestre 2022. Cette année amorcera le démarrage des ventes de Mallya et constatera les premiers revenus hors research fees, faisant ainsi basculer Biocorp dans une rentabilité selon nous durable après plusieurs années d'investissements.

Un modèle robuste, en diversification

Mallya est un add-on qui dépend d'un autre dispositif, en l'occurrence un stylo d'insuline. Les fabricants d'insuline sont au nombre de trois et Mallya est compatible avec la plupart de leurs stylos jetables. L'avenir de Mallya est donc intimement lié aux partenariats avec ces pharmas.

Toutefois, Biocorp adapte actuellement la technologie Mallya à l'hormone de croissance et à la fertilité féminine, et dispose d'un portefeuille diversifié de produits dans les seringues et les inhalateurs connectés, lui conférant des relais de croissance en dehors du diabète. Ainsi, le business model de Biocorp est de connecter des appareils jetables qui ne peuvent embarquer la connectivité pour des raisons évidentes de coûts.

Nous visons des ventes supérieures à 1 million d'unités de Mallya à l'horizon 2026 toutes indications confondues, accompagnées de milestones et de revenus issus de l'activité historique. Le chiffre d'affaire 2026 attendu est de 66M€ avec des marges très élevées (EBITDA >40%, EBIT >30%), Biocorp pouvant selon nous capitaliser sur ses partenaires pour délivrer une forte croissance tout en maintenant une structure de coûts assez réduite. Nous initions la couverture du titre avec une recommandation à Acheter (1) et un objectif de 43,8€ obtenu par DCF.

Table des matières

SWOT	3
1. Digitaliser le traitement du diabète.....	4
1.1. L'observance augmentée	4
1.2. Le diabète en quelques mots	5
1.3. Prévalence	5
1.4. Les besoins non satisfaits	7
2. Biocorp	9
2.1. Un spécialiste du Drug Delivery	9
2.2. Le business model de Mallya	10
2.3. Les concurrents de Mallya	12
2.4. Les relais de croissances de Biocorp	12
3. L'écosystème du traitement du diabète	13
3.1. Les traitements.....	13
3.2. Les dispositifs médicaux	14
3.3. Le pipeline des traitements.....	15
3.4. Le dynamisme des dispositifs médicaux.....	16
4. Marché du diabète.....	17
4.1. Les ventes par traitement	17
4.2. Les ventes par zone géographique	18
4.3. Les ventes de stylos injectables.....	19
4.4. Les fabricants de stylos injectables.....	19
4.5. L'avenir des stylos	20
5. Changement de dimension en approche	21
5.1. Plus d'1 million de Mallya d'ici 2026	21
5.2. Une rentabilité nette attendue >20%.....	21
5.3. Scénario 2026 PZP.....	22
6. Valorisation : TP 43,8€	24
7. Annexes	26
7.1. La pathologie.....	26
7.2. L'observance.....	29

SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">▪ Forte expertise en Drug Delivery, matérialisée par plusieurs brevets▪ Reconversion digitale réussie en une Medtech▪ Partenariats conclus avec les grands acteurs du marché du diabète, apportant une belle visibilité sur le développement futur▪ De nouveaux relais de croissance déjà identifiés au sein du diabète comme d'autres aires thérapeutiques	<ul style="list-style-type: none">▪ Risque de manque de capacité face aux gros contrats signés avec les grandes pharmas▪ Pour le moment mono-technologie
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none">▪ Marché du Point of Care en forte croissance▪ Croissance structurelle du marché sous-jacent, notamment du fait du vieillissement de la population▪ Opération capitalistique à moyen-terme ?	<ul style="list-style-type: none">▪ Nombre restreint de clients car marché composé de trois acteurs▪ Force concurrence sur le marché des dispositifs médicaux▪ Le développement (encore hypothétique aujourd'hui) de la prise orale d'insuline et/ou de GLP-1 réduirait le marché adressable par Biocorp

1. Digitaliser le traitement du diabète

1.1. L'observance augmentée

Biocorp est une société spécialisée dans le Drug Delivery qui a digitalisé son savoir-faire historique en 2015 pour aboutir à Mallya, son produit phare. Ce « caps » est aujourd'hui déployé dans le diabète mais la R&D de Biocorp travaille déjà sur d'autres aires thérapeutiques.

Le diabète est une pathologie qui touche environ 1 adulte sur 10 dans le monde en 2021 et qui est en augmentation sur tous les continents. Les traitements autrefois limités à l'apport d'insuline, dont on fête en 2022 le centenaire de la première injection, ont évolué pour aboutir aujourd'hui aux modèles connectés multi-thérapeutiques dont Mallya est un maillon de la chaîne.

Le diabète n'est pas la seule pathologie à se digitaliser, l'ensemble du secteur évolue vers la Télémédecine et vers le « Point Of Care ». Il s'agit d'une médecine où le monitoring comme l'administration du traitement s'effectue quasiment en temps réel et en limitant l'intervention humaine.

Le diabète est précisément la pathologie qui sollicite le plus le patient car celui-ci doit contrôler plusieurs fois par jour sa glycémie et s'administrer son traitement, la plupart du temps par un stylo jetable d'insuline. Le patient diabétique subit ainsi une forte charge mentale puisqu'il doit aussi surveiller quotidiennement son alimentation, prévoir ses activités, connaître son métabolisme ou encore gérer ses stocks de médicaments à conserver réfrigérés. Cette charge conduit près de 1 patient sur 2 à ne pas respecter scrupuleusement son traitement, ce qui aboutit à de graves et coûteuses complications. Ainsi tout dispositif allégeant le poids du diabète est bienvenue à la fois pour les patients, les praticiens et les payeurs car cela permet une meilleure observance du traitement et donc de meilleures conditions de vie comme un moindre coût pour la société dans son ensemble.

Mallya clipsé aux 3 stylos les plus vendus (Lilly, Sanofi, Novo)



Source: Biocorp et Sanofi

1.2. Le diabète en quelques mots

Afin d'identifier la place de Mallya dans l'écosystème thérapeutique du diabète, rappelons rapidement comment fonctionne un individu sain et ce qu'est le diabète. Toutefois, pour de plus amples informations sur la pathologie en elle-même, vous pouvez consulter l'annexe 1.

Lors d'un repas, les sucres rapides sont assimilés par les intestins et arrivent immédiatement dans le sang, faisant ainsi augmenter la glycémie. En réponse, notre corps va synthétiser plusieurs hormones hypoglycémiantes qui vont s'activer en cascade, la dernière étant l'insuline qui va directement agir sur notre foie et sur nos cellules adipeuses pour leur indiquer de stocker le sucre et ainsi faire baisser la glycémie. Parmi ces produits, le GLP-1 agit en amont de l'insuline et ses analogues font aujourd'hui parti de l'arsenal thérapeutique.

À l'inverse, lors d'un effort, nos muscles consomment le sucre du sang faisant baisser la glycémie. En réponse, notre corps va synthétiser des hormones hyperglycémiantes comme le glucagon qui vont cette fois indiquer au foie, et aux cellules adipeuses, de libérer dans le sang le sucre stocké.

Le diabète consiste en une glycémie élevée et constante. Il existe deux types de diabète, le type 1 (DT1) causé par une maladie auto-immune conduisant rapidement à l'absence complète de production d'insuline par le pancréas, et le type 2 (DT2) causé par un mode de vie dégradé aboutissant à un dérèglement du métabolisme.

La lutte contre le diabète est multiple, le changement de mode de vie est la première réponse, tandis que l'administration d'insuline en est l'ultime. Entre ces deux actions, de nombreuses thérapies tant orales qu'injectables sont administrées à mesure que la pathologie évolue. Mallya s'intègre aux thérapies injectables d'insuline et prochainement d'analogues de GLP-1, c'est-à-dire à un stade avancé de la maladie.

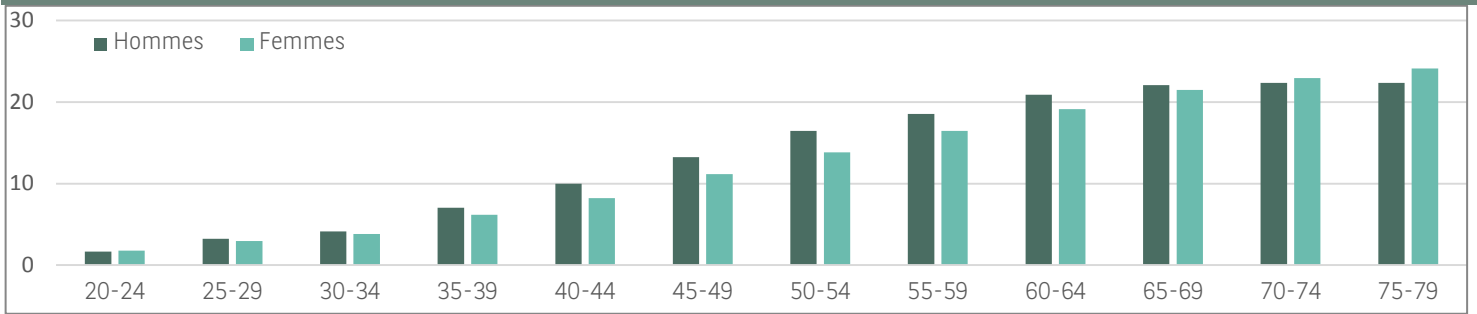
1.3. Prévalence

D'après la fédération internationale du diabète, environ 537 millions d'adultes (20-79 ans) vivent avec le diabète, soit 1 adulte sur 10 au niveau mondial (ou 7% de la population, enfants compris). Il est estimé qu'environ 242 millions d'adultes ne sont pas diagnostiqués, soit près de 1 sur 2, la plupart résidant dans des pays à faible revenu. Cette prévalence est confirmée par les observations de la CDC qui rapporte 10,5% de diabétiques au sein de la population globale aux USA en 2018, ainsi que par l'OCDE pour l'Europe.

La prévalence du diabète augmente avec l'âge, de 2,2% chez les 20-24 ans à près de 24,0% chez les 75-79 ans pour 2021. Une population de plus en plus âgée augmente ainsi la proportion de diabétiques. Aucune réelle disparité n'est constatée par genre, le diabète touchant uniformément les femmes et les hommes. Nous observons davantage de diabétiques en zone urbaine (12,1%) qu'en zone rurale (8,3%), ce qui s'explique notamment par une vie plus sédentaire et une population plus âgée en zone urbaine.

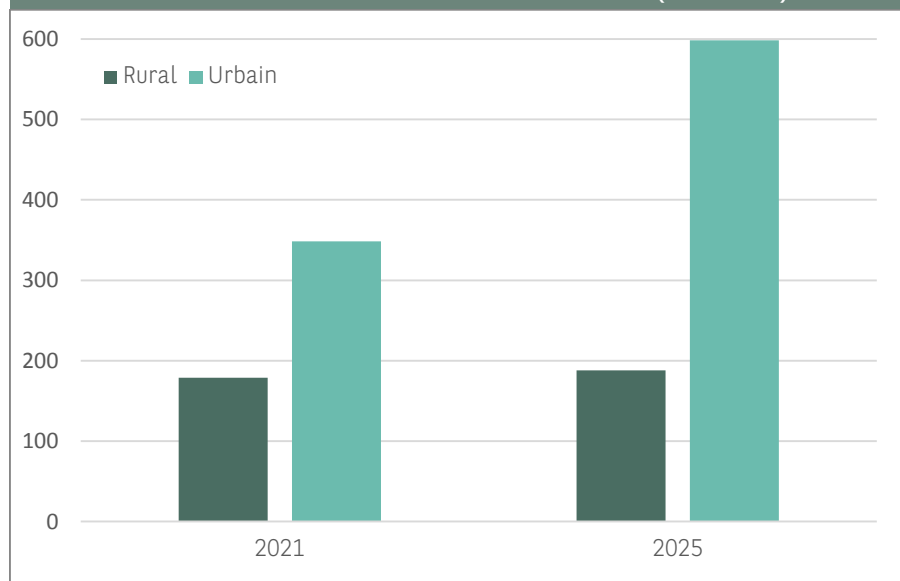
En termes de ventilation par continent, la plus forte prévalence corrigée de l'âge moyen se trouve au Moyen-Orient et Afrique du Nord (18,1%), et la plus faible en Afrique (5,3%). L'Amérique du Nord est à 11,9%, l'Asie-Pacifique à 10%, l'Amérique du Sud à 8,2% et l'Europe à 7%.

Prévalence du diabète dans le monde par âge (en %)



Source: International Diabetes Federation

Nombre d'adultes avec un diabète dans le monde (en millions)

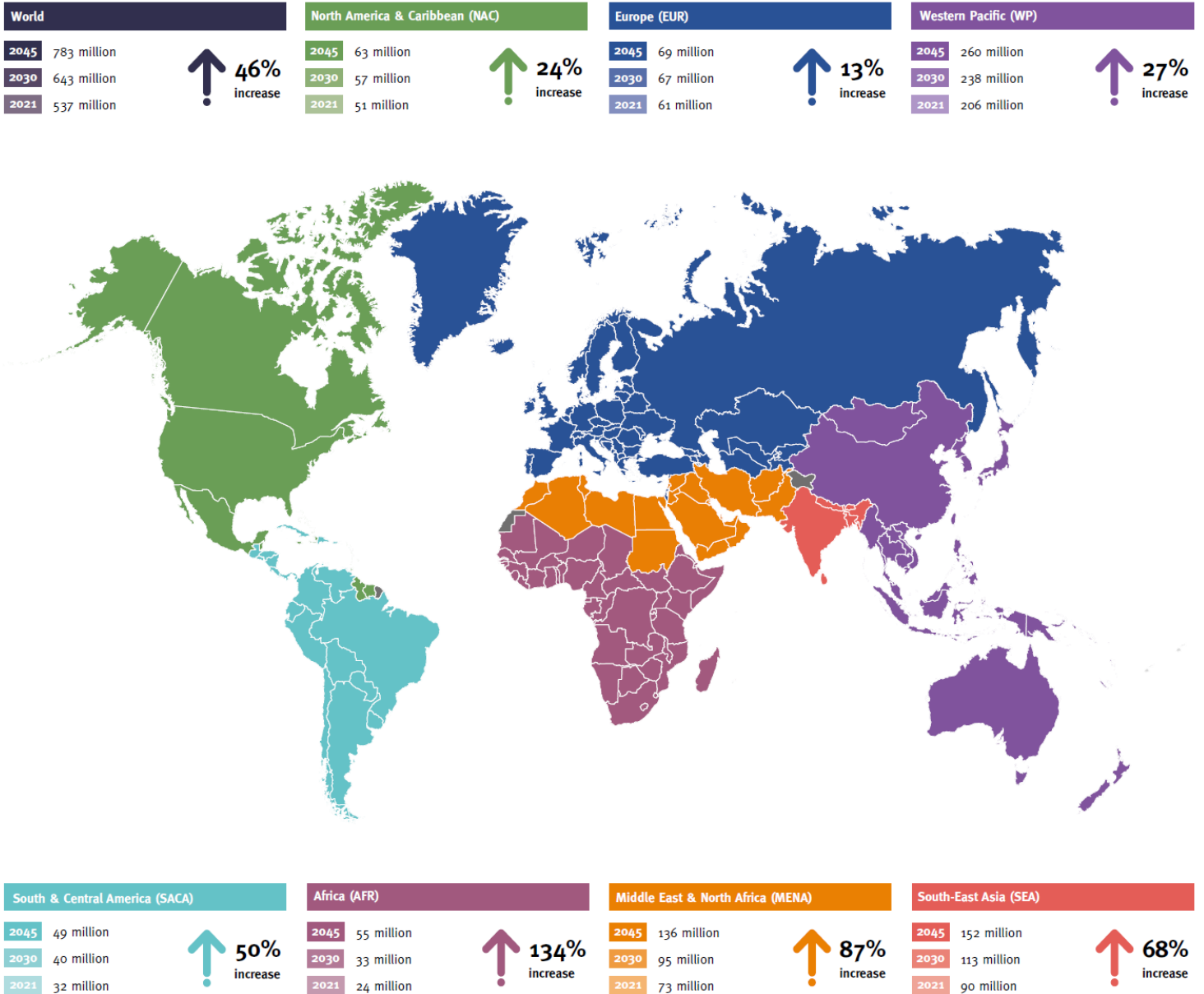


Source: International Diabetes Federation

Les projections anticipent une prévalence de 1 adulte sur 9 en 2030 puis de 1 sur 8 à l'horizon 2045 (respectivement 643 millions et 784 millions). Bien que la prévalence du diabète augmente avec l'âge, les patients se déclarent de plus en plus jeune et vivent de plus en plus longtemps.

Au niveau géographique, nous observons sur le planisphère en page suivante que l'accroissement de la population dans les pays en voie de développement impacte largement plus l'incidence du diabète que l'allongement de l'espérance de vie dans les pays développés avec +134% pour l'Afrique comparé à +13% pour l'Europe.

Prévalence anticipée du diabète dans le monde



Source: International Diabetes Federation

1.4. Les besoins non satisfaits

Le diabète ne se guérit pas mais se traite au quotidien. Les patients sont donc aujourd'hui à la recherche de toute stratégie visant à réduire la place du diabète dans leur vie. En effet, le patient diabétique doit au quotidien, assurer en complète autonomie plusieurs tâches fastidieuses, complexes et sources d'erreurs, telles que le suivi de la glycémie, pour ensuite calculer le bon dosage d'insuline, suivi de son injection. L'objectif ultime est le pancréas artificiel qui mimera le fonctionnement d'un pancréas libérant la bonne quantité d'insuline au bon moment et sans aucune intervention humaine.

Actuellement, divers systèmes existent selon l'avancée du diabète. Le système le plus développé est le système « Closed Loop » composé d'une pompe à insuline contrôlée par un algorithme calculant la dose d'insuline à administrer selon la glycémie mesurée en temps réel à l'aide d'un patch. Bien que ce système ait été vécu comme

une avancée majeure, car déchargeant le patient de nombreuses mesures et piqûres, il reste assez encombrant notamment pour les patients ayant simplement besoin d'un petit supplément d'insuline et non d'une insulinothérapie complète. De nombreux systèmes plus ou moins ouverts sont actuellement déployés selon les besoins et les souhaits du patient.

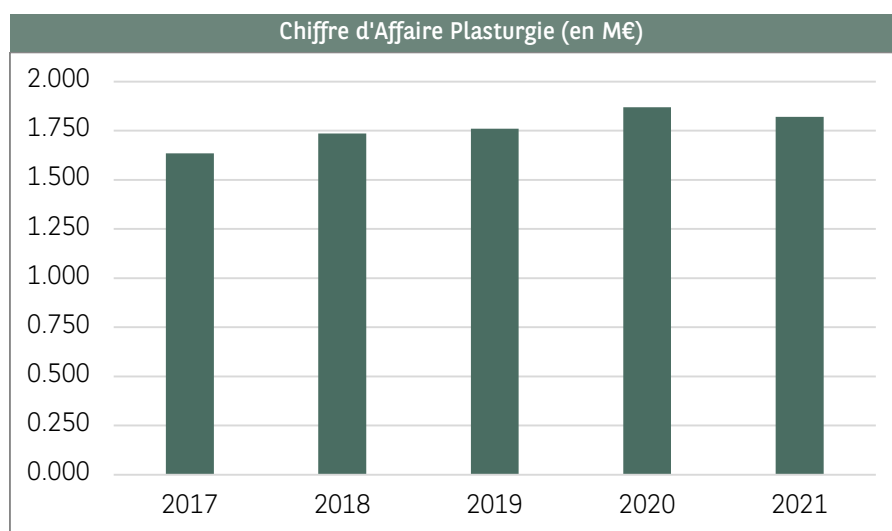
Quelle que soit la prise en charge du diabète, les attentes de l'ensemble des parties convergent vers la minimisation de l'intervention humaine pour éviter les erreurs qui sont principalement : 1/ l'oubli d'une dose (intentionnel ou non), 2/ l'administration au mauvais moment, souvent pour rattraper une dose oubliée, 3/ le mauvais dosage, suite à une mauvaise manipulation, 4/ le mauvais calcul de dose, celui-ci étant peu intuitif. La digitalisation du diabète, notamment l'utilisation d'applications sur smartphone, apporte au patient de nombreuses aides à la gestion quotidienne de son diabète telles que le rappel des doses, leur calcul, leur reporting... Mallya connecte le stylo-injecteur à l'application pour smartphone en y reportant la dose d'insuline injectée, l'heure et la date, évitant au patient de les saisir à la main sur un cahier, comme autrefois, pour ensuite le partager avec son médecin.

En renforçant l'observance d'un traitement par sa digitalisation, Biocorp s'inscrit pleinement comme une Medtech répondant aux besoins actuels et futurs du secteur. D'une part, la meilleure observance d'un traitement diminue ses coûteuses complications pour le patient comme pour les organismes payeurs ; d'autre part l'interconnexion de toute la chaîne thérapeutique aboutit à la personnalisation de la médecine, source à la fois d'efficacité et d'économies. Pour en savoir davantage sur les enjeux de l'observance, veuillez vous reporter à l'annexe 2.

2. Biocorp

2.1. Un spécialiste du Drug Delivery

Biocorp, créé il y a 18 ans (2004), se spécialise dans un premier temps dans la plasturgie au service de la pharmacie, précisément dans des systèmes sur-mesure de bouchage et de délivrance pour flacons, activité encore poursuivie aujourd'hui avec un CA d'environ 2M€ et une croissance d'environ 5% par an.



Source: Biocorp

Dix ans plus tard, début 2015, Biocorp lance un stylo injecteur réutilisable et connecté, le DataPen, qui transmet à une application pour smartphone la dose de médicament, la date et l'heure. Quelques mois plus tard, Biocorp lance EasyLog, le premier dispositif connecté inspiré du DataPen et compatible avec les stylos jetables des sociétés pharmaceutiques. Mallya était ainsi né mais sous un autre nom.

Un premier partenariat est noué avec un grand nom de l'insuline dès 2016 puis EasyLog obtient son marquage CE en 2017. Les partenariats et accords de distribution s'enchaînent entre 2018 et 2019 avec les acteurs du software afin d'intégrer les données collectées.

L'année 2019 est prolifique pour Biocorp qui renomme son dispositif en Mallya et obtient dans la foulée son marquage CE IIb. Rappelons que le marquage CE des dispositifs médicaux s'échelonne de I pour risque faible (béquilles, gants) à III pour risque élevé (implants mammaire, pompe cardiaque). Mallya monitorant l'administration de liquide biologique chez un patient, il dispose ainsi du même marquage qu'une machine de dialyse. Enfin, l'année se termine par la signature du premier accord avec un fabricant de stylos injecteurs, Sanofi s'engageant à commercialiser Mallya pour ses stylos jetables SoloStar à l'échelle mondiale, accord exclusif concrétisé par un premier upfront de 4M€ en 2019 suivi de milestones annoncés à 12M€ et de premières commandes dès 2022.

La technologie de Mallya étant compatible avec la plupart des stylos jetables, Roche et Biocorp signent en 2020 un accord de distribution en pharmacie d'officine pour la France. Ainsi, tout patient pourra s'équiper par lui-même de Mallya qui sera connecté à l'écosystème digital Accu-Chek de Roche Diabète Care (lecteur de glycémie, application...). Mallya est ainsi officiellement commercialisé tandis que les partenariats avec les applicatifs se poursuivent, notamment avec Diabeloop, acteur majeur du « Closed Loop » dédié aux patients DT1 sous pompe à insuline. Le but de ce

partenariat est d'inclure les relevés de Mallya dans la boucle fermée lors d'administration d'insulines d'appoints par stylos jetables.

Dernièrement, Novo Nordisk et Biocorp se sont associés pour adapter Mallya aux stylos jetables FlexTouch. Il s'agit d'un deal stratégique car signé avec le plus grand intervenant du marché des injectables antidiabétiques bien que non exclusif. De même, Sanofi et Roche se sont rapprochés autour de Mallya pour faciliter la prise en charge du diabète. Ces alliances entre acteurs du médicament, de dispositifs médicaux et du software démontrent l'orientation prise par le secteur à savoir l'intégration digitale de la pathologie au sein d'un écosystème de data visant à améliorer la vie du patient.

La prise en charge du diabète étant depuis déjà longtemps assurée par le patient lui-même, cette pathologie est certainement la première à bénéficier du « Point Of Care » et elle représente le principal moteur pour Biocorp à court-terme. La société dispose toutefois également de perspectives dans l'hormone de croissance et plus généralement dans le « Drug Delivery » connecté. Biocorp se classe parmi les dispositifs médicaux appelés « Smart Device » qui apportent le digital au secteur de la santé.

Mallya n'est d'ailleurs pas le seul dispositif connecté de Biocorp. La société, qui est spécialisée dans l'administration de haute précision de médicaments, étudie entre autres des seringues connectées (*Injay*) et des capteurs pour inhalateurs de ventoline (*Inspair*) sur le même principe que Mallya.

2.2. Le business model de Mallya

Avec Mallya, Biocorp s'intègre dans la médecine moderne appelée 4P pour Predictive, Preventive, Personalized et Participative. Cette nouvelle forme de médecine se veut connectée et hyper réactive afin d'améliorer son efficacité tout en réduisant son poids tant auprès des patients que des organismes payeurs.

Mallya est ce qu'on appelle un « add-on », c'est un dispositif qui dépend d'un autre. Ici Mallya dépend des stylos injecteurs jetables auxquels il manque la composante connectée que Mallya vient apporter. Chaque stylo est différent selon les marques, et Mallya se décline en autant de versions qu'il existe de produits. À ce jour, deux des trois leaders du secteur ont fait appel à Biocorp pour que Mallya soit distribué avec leurs stylos. Un premier deal exclusif porte sur le stylo jetable SoloStar de Sanofi et un second deal non exclusif vient d'être récemment noué avec Novo Nordisk pour le FlexTouch. Lilly développe de son côté son propre « caps » adaptable à ses stylos Tempo, une version modifiée de l'actuel KwikPen.

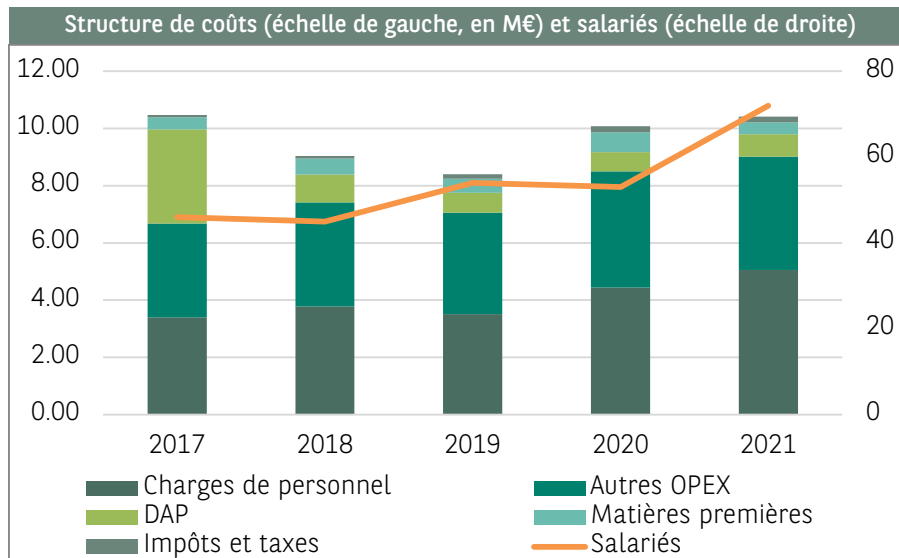
Le marché des stylos injecteurs est très concentré, ce qui permet à Mallya de couvrir quasiment l'ensemble du marché avec seulement trois clients en contrepartie d'une forte dépendance commerciale. À noter que les patients peuvent se doter de Mallya en pharmacie bien que le marché s'oriente vers la distribution de Mallya par les fabricants de stylos. En effet, le captage d'un patient débutant une insulinothérapie est primordial pour une pharma qui assurera son traitement sur plusieurs années, et la vente d'accessoires améliorant son quotidien apporte un avantage concurrentiel.

Hors revenus issus des ventes en pharmacie qui seront selon nous négligeables, les ventes de Mallya s'annoncent robustes et récurrentes car majoritairement issues de contrats pluriannuels avec ces quelques Big Pharma. Bien que ces contrats portent sur un nombre restreint de 3 clients, cela permet à Biocorp d'adresser un marché mondial sans investir en force de vente ou en marketing. Ainsi Biocorp ne se consacre qu'à la gestion de sa production, les pharmas lui apportant le market access.

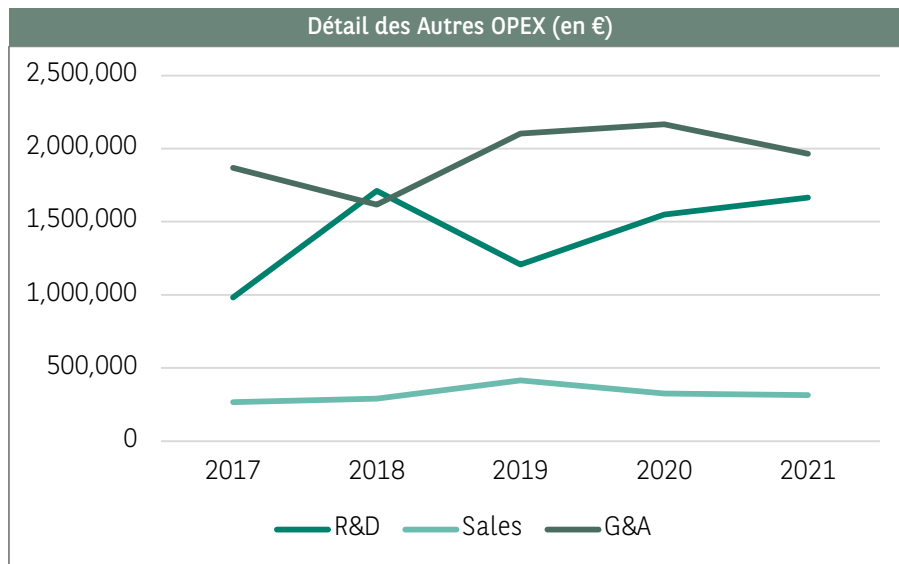
La structure de coûts est de ce fait relativement limitée, proche de 10M€ depuis 2017 avec néanmoins une évolution significative du poste RH, de 46 salariés fin 2017 à 72

fin 2021. Cette hausse s'explique majoritairement par des recrutements de cadres nécessaires au développement de Mallya. Nous comprenons que sont prévus de nouveaux recrutements toujours en R&D afin d'étoffer le portefeuille de produits mais surtout en industrialisation et production afin d'accompagner la montée des volumes.

Sur le plan des matières premières, jusqu'à présent attachées à la plasturgie pour un montant stable d'environ 200k€ par an, ce poste devrait croître avec la fabrication de Mallya. Les autres OPEX incluent la R&D externe, les frais de ventes et les frais généraux. Les frais de ventes stables autour de 300k€ annuels portent sur la visibilité de Biocorp dans divers salons tant sur le diabète que sur la Health Tech. Le poste R&D est en croissance et inclut notamment l'ensemble des démarches de certification ou de conseil.



Source: Biocorp



Source: Biocorp

Biocorp dispose d'une usine en Auvergne qui assure la production de 30M d'unités en plasturgie et dont les capacités de production de Mallya devraient être portées à 2,5M d'unités d'ici 5 ans. Au-delà d'un certain volume, nous comprenons qu'il est déjà envisagé de sous-traiter la production en accord avec les pharmas, ce qui poursuivrait

la logique d'une structure de coûts réduite mais qui capitalise sur des partenaires, laissant envisager une rentabilité élevée.

2.3. Les concurrents de Mallya

De nombreux projets émergent autour de la digitalisation du diabète, notamment sur la connectivité des stylos. Le premier stylo connecté « Inpen » fut lancé en 2017 par Companion Medical, entreprise rachetée par Medtronic en 2020. Depuis les pharmas commencent à proposer leurs stylos réutilisables avec une composante connectée, ce qui n'est pas viable pour des stylos jetables, lesquels ont besoin d'un « smart pen cap » pour se connecter tel que Mallya. Parmi ses compétiteurs, citons le Gocap développé par Common Sensing dont la propriété intellectuelle a été acquise par Bigfoot en 2021 et qui l'a intégré dans un kit complet de suivi en temps réel du diabète. Citons aussi le Clipsulin de Diabnext racheté par l'américain Glooko en mars 2022. Enfin, d'autres solutions comme Timesulin ou Dukada Trio sont de simples capuchons intégrant un minuteur tandis que l'espagnol Insuclock se rapproche le plus de Mallya.

Les récents partenariats pluriannuels et non exclusifs de Biocorp avec les pharmas l'éloignent pour le moment d'un deal capitalistique avec l'une d'entre elle comme avec un acteur connecté. En effet, Biocorp préfère tisser des partenariats et conserver son autonomie à court moyen terme. À ce jour, Biocorp s'inscrit comme une réelle entreprise commerciale et non comme une société R&D visant un rapprochement avec un acteur de plus grande taille. Ainsi, la R&D de Mallya étant terminée, le produit certifié et les contrats noués, les premiers upfronts et milestones sont tombés en 2020-2021. L'année 2022 et les suivantes verront se concrétiser les premières livraisons et donc les premiers revenus réguliers faisant selon nous basculer Biocorp dans une rentabilité durable.

L'écosystème du diabète que nous étudierons dans la partie suivante peut-être observé sous deux angles. D'un côté une segmentation entre médicament et dispositif médical. Le médicament étant dominé par quelques pharmas tandis que les dispositifs médicaux sont plus segmentés et accessibles à des challengers innovants comme Biocorp. De l'autre une répartition du rôle de prescripteur entre praticien et patient. En effet, cette pathologie étant chronique et imposant une forte autonomie du patient dans son traitement, les dispositifs médicaux qui lui sont mis à disposition sont de plus en plus « user friendly » et s'apparentent de nos jours à un produit grand public. On observe d'ailleurs de nombreuses publicités dans les médias s'adressant directement au patient car celui-ci a la liberté de décider de quelle manière s'équiper parmi un panel de dispositifs validés par le corps médical et les autorités de santé.

2.4. Les relais de croissances de Biocorp

L'usage de stylos injecteurs ne concerne pas que le diabète. Plus généralement, l'administration d'hormone s'effectue habituellement par voie intramusculaire avec un stylo jetable. C'est le cas de l'hormone de croissance, pour laquelle Biocorp vient de recevoir un financement de 3M€ de Merck étalé sur 2022-2023, mais aussi des gonadotrophines (FSH / LH) indiquées en fertilité féminine dont Biocorp espère les premiers revenus d'ici trois ans. Dans le diabète, l'injection d'analogues du GLP-1, en amont de l'insuline dans la cascade thérapeutique, est la plus proche opportunité de développement. En effet, bien que le traitement se limite à une seule injection hebdomadaire et soit donc bien moins contraignant que la prise d'insuline, il semble tout de même y avoir des défauts d'observance de la part des malades. Les pharmas ont donc selon nous tout intérêt à intégrer cette thérapie dans leur écosystème de suivi à l'aide de Mallya.

3. L'écosystème du traitement du diabète

La prise en charge du diabète s'articule entre prévention, traitement et dispositif médical. La prévention consiste en l'amélioration de l'hygiène de vie du patient tant sur l'alimentation que sur l'activité physique. Le traitement est l'administration d'antidiabétiques, oraux ou injectables. Enfin les dispositifs médicaux regroupent tout ce qui permet l'administration du traitement et son monitoring.

Il est à noter que, comme de nombreuses maladies chroniques, la prise en charge du diabète est multi-thérapeutique avec une escalade médicamenteuse à mesure que la pathologie progresse. L'évolution vers le digital apporte de son côté le multi-monitoring du traitement comme des constantes vitales du patient. Mallya n'apporte pas davantage de mesures mais intègre dans le digital celles relevées auparavant à la main. La complexité de la réponse thérapeutique est justement l'une des raisons qui font l'attrait du service apporté par Mallya.

3.1. Les traitements

3.1.1 Les antidiabétiques oraux

Une fois diagnostiqué, le traitement du diabète de type 2 est progressif et débute avec une monothérapie orale de première intention dont le rôle est de diminuer l'insulino-résistance des cellules, c'est-à-dire d'améliorer leur sensibilité à l'insuline ; ainsi les cellules sont plus efficaces pour un même niveau d'insuline. Ce sont les traitements à la metformine (Glucophage, Stagid) qui appartiennent à la famille des biguanides. Ces médicaments sont aujourd'hui largement prescrits avec des génériques.

En cas d'objectif glycémique non atteint, une bithérapie puis une trithérapie orale seront déployées à différentes étapes de la cascade métabolique à l'aide de divers médicaments.

Les sulfamides hypoglycémisants (Amarel, Daonil) et les glinides (Novonorm), également appelés insulino-sécréteurs, augmentent quant à eux la sécrétion d'insuline par le pancréas avec comme effet secondaire le risque de surcharger l'organisme en insuline entraînant une hypoglycémie pouvant conduire à une perte de connaissance. De même, cet excès d'insuline peut aboutir à un stockage trop important de sucre, entraînant une prise de poids indésirable.

De leur côté, les inhibiteurs de glucosidase (Acarbose) ralentissent la transformation des sucres lents ingérés au cours d'un repas en sucre rapide. Les sucres lents incluent l'amidon apporté par l'alimentation ainsi que le glycogène qui est la forme de stockage du glucose dans notre foie et nos muscles.

Les gliptines sont des inhibiteurs de la DPP4 (Galvus), qui ralentissent la dégradation de GLP-1 en cas d'ingestion de sucre, ce qui induira la sécrétion d'insuline. C'est une stratégie gluco-dépendante qui permet de mieux maîtriser les effets secondaires des sulfamides.

Dernière classe d'inhibiteurs, les gliflozines (Forxiga, Jardiance) sont dirigés contre SGLT2 et empêchent ainsi la réabsorption du glucose dans les reins, ce qui favorise son excrétion par les urines, sans impact au niveau du pancréas.

3.1.2 Les antidiabétiques injectables (insuline et GLP1)

Les thérapies orales abordées précédemment permettent d'agir plus ou moins directement sur la production d'insuline. Toutefois, en cas de grave insuffisance, l'administration directe d'insuline est nécessaire. Cette administration s'effectue à l'aide de stylos injecteurs jetables ou réutilisables, d'insuline plus ou moins rapide et à

différentes fréquences. Un traitement à insuline étant à poursuivre toute la vie, les pharmas se livrent bataille pour capter les néo-diabétiques et la fourniture d'une offre complète, intégrant un add-on connectant le stylo à insuline au smartphone tel que Mallya, pourrait être un vrai avantage.

Il existe plusieurs types d'insulines. Les plus rapides ont une action immédiate dès 15 minutes après l'injection pour une efficacité de 2h à 4h. À l'opposé, les insulines ultra-longues agissent 6h après l'injection et durent jusqu'à 36h. Les patients DT1 ont besoin à la fois d'insuline lente pour maintenir un niveau standard d'insuline et d'insuline rapide en cas de pic glycémique, en effet ces patients sont dans l'impossibilité totale de produire de l'insuline. À l'inverse, les patients DT2 en insuffisance sont principalement traités aux insulines lentes qui agissent comme soutien à l'insuline du patient. Les insulines lentes sont administrées quotidiennement tandis que les insulines rapides sont administrées avant ou après un repas.

Aux côtés de l'insuline comme thérapie injectable, les analogues du GLP-1 sont une classe médicamenteuse plus récente et sont employés en association avec l'insuline ou seul. Les analogues du GLP-1 agissent à deux niveaux au cours d'un repas. Ils stimulent la biosynthèse d'insuline suite à l'augmentation de sucre dans le sang (action gluco-dépendante) et ils ralentissent la sécrétion du glucagon qui est l'hormone produisant l'effet inverse de l'insuline. Cela retarde la vidange gastrique et augmente l'impression de satiété.

Le principal avantage du GLP-1 est qu'il n'entraîne pas d'hypoglycémie et favorise également une baisse de poids contrairement à l'insuline. De plus, l'administration d'analogues de GLP-1 est moins contraignante que l'administration d'insuline car son injection est la plupart du temps hebdomadaire. Son administration s'effectue aussi à l'aide de stylos injecteurs.

3.2. Les dispositifs médicaux

Lorsqu'un patient débute une insulinothérapie, il lui faut disposer de matériels à usage personnel donc à la fois efficace médicalement et simple d'utilisation. Ces dispositifs permettant l'administration ou le monitoring du traitement assurent aussi sa digitalisation et sont de plus en plus interopérables. À ce titre Mallya est compatible avec de nombreux stylos injecteurs et avec de nombreuses applications pour smartphones.

3.2.1 L'administration d'insuline : Stylos et pompes

Le stylo injecteur, jetable ou rechargeable à l'aide de cartouche, est le principal dispositif à la portée des patients. À chaque injection, le patient doit noter dans un carnet la date, l'heure ainsi que la dose délivrée. Ce carnet est ensuite partagé avec le médecin. Cette prise de note s'avère néanmoins fastidieuse au quotidien et le dispositif Mallya agit précisément à cette étape de la prise en charge du diabète pour les stylos jetables, les rechargeables étant déjà dotés d'un dispositif de transmission.

Aux côtés des stylos-injecteurs et bien que ceux-ci soient de loin les plus utilisés, il existe une autre forme d'administration d'insuline. Celle-ci est réalisée via une pompe directement posée sur le patient et est pourvue d'une réserve d'insuline pour plusieurs jours, ce qui permet de délivrer la dose d'insuline nécessaire au bon moment.

3.2.2 La mesure de glycémie : Glucomètre et CGM

Afin de surveiller la glycémie, il est nécessaire de la mesurer régulièrement : au moins 4 fois par jour pour les patient DT1, et de 2 mesures hebdomadaires pour les traitements oraux à 4 quotidiennes pour les patients DT2 sous insulinothérapie. La mesure de la glycémie s'effectue à l'aide d'un glucomètre à bandelettes, le patient

dépose une goutte de sang prélevée avec un auto-piqueur et obtient le résultat immédiatement.

Les nouvelles générations de glucomètres sont à capteur, c'est-à-dire sans piqûre. Ils sont en permanence posés sur le patient pour surveiller en continu sa glycémie, ce sont les CGM pour « Continuous Glucose Monitoring » tel que le FreeStyle d'Abbott. Qu'ils soient à bandelette ou à capteur, les glucomètres sont de plus en plus connectés, notamment aux applications smartphone du patient, mais aussi à d'autres dispositifs et enfin au médecin.

3.2.3 Les applications

Récemment arrivées dans l'écosystème de la prise en charge du diabète, les applications pour smartphone tel que Diabeloop, MySugr ou encore Gluci-Chek ont pour ambition d'améliorer le quotidien des patients. Les anciens carnets de relevés de glycémie, de repas et d'administration d'insuline sont ainsi remplacés par ces applications dans lesquelles le patient a le choix entre noter ces informations manuellement ou connecter l'application aux dispositifs tels que glucomètres et stylos.

Dans le cas où le patient utiliserait une pompe à insuline, son application serait alors connectée à l'ensemble des dispositifs médicaux et piloterait de façon automatique les doses délivrées via la pompe en fonction des relevés du glucomètre en continu. Autre avantage apporté par les applications, le partage de l'information avec le praticien lui permet de suivre au plus près et en temps réel le traitement mis en place.

3.3. Le pipeline des traitements

Sur le plan thérapeutique, les principaux médicaments-candidats couvrent des domaines déjà étudiés (insuline, GLP-1, DPP4, SGLT2...). Comme nous l'observerons au chapitre suivant, les GLP-1 sont en forte croissance et se placent avant le recours à l'insuline. Le déploiement de Mallya sur les stylos de GLP-1 est d'ailleurs à un stade avancé de R&D chez Biocorp. Aux côtés du GLP-1, GIP est une incrépine aux mêmes fonctions qui est maintenant aussi visée par les nouveaux traitements ; le Mounjaro de Lilly agit sur les récepteurs de ces deux hormones et vient d'obtenir le feu vert de la FDA en mai 2022.

Un second axe d'innovation concerne le mode d'administration des insulines et incrépines. Jusqu'à présent intramusculaire via un stylo injecteur, la biotech Oramed évalue actuellement la prise orale de l'insuline en phase 3 et Lilly étudie en phase 2 celle d'un analogue du GLP-1.

En cas de passage d'une administration injectable à orale, Mallya deviendrait obsolète. Toutefois, bien que révolutionnaire, l'administration orale de ces hormones fait pour le moment face à de nombreux défis qui ne seront pas résolus à court terme. Ainsi, nous n'identifions pas cette potentielle évolution comme menaçant Mallya à court / moyen terme. À titre d'exemple, les autorités françaises de santé ont récemment refusé l'AMM à l'administration orale d'analogue du GLP-1 au motif que la bio-assimilation par cette voie était très faible et donc nécessitait une dose trop importante.

En dehors de toute étude en cours, de nombreuses voies d'administration ont été envisagées. Citons le patch diffusant l'insuline à travers la peau, l'injection d'insuline sans aiguille via un microcanal créé par du CO₂ propulsé à haute pression (Biojector), ou encore l'insuline inhalable (projets abandonnés par Pfizer, Novo et Sanofi). À ce jour, la principale rivale au stylo est la pompe à insuline mais qui ne peut selon nous pas être considérée comme une alternative frontale, chacun des dispositifs visant des patients à des stades différents de la maladie.

Notons que la plupart des études en cours sont menées par Novo, Lilly et quelques biotechs, Sanofi ayant annoncé en 2019 son retrait de la R&D sur le diabète.

3.4. Le dynamisme des dispositifs médicaux

Pour le moment très fragmenté, le marché des appareils s'articule néanmoins autour de sa digitalisation avec des acteurs tels Medtronic, Roche, LifeScan et maintenant Biocorp. Ainsi, le patient a aujourd'hui le choix entre s'équiper par lui-même de chaque outil (capteur et patchs de mesure de glycémie, application de calcul et de reporting de dose d'insuline, Mallya...) ou de s'équiper d'une solution intégrée couvrant l'ensemble des appareils.

Nous observons cet écosystème s'enrichir de nouveaux acteurs et de nouveaux produits comme Mallya, et nous attendons une concentration du secteur avec des acteurs offrant une solution complète clé en main aux patients, toujours dans l'optique de réduire au maximum le poids du diabète dans la vie quotidienne des malades.

Concernant Mallya, rappelons que ce petit add-on est la composante connectée d'un autre dispositif jetable qui est en dépourvu. Le succès de Mallya est donc intimement lié aux ventes de stylos jetables d'insulines pour ce qui est du diabète. Nous aborderons dans le chapitre suivant le marché de cette pathologie et plus précisément celui des stylos injectables.

4. Marché du diabète

Le marché des thérapies orales et injectables du diabète partage les moteurs de croissance du marché pharmaceutique dans sa globalité. D'une part, le vieillissement de la population dans les pays développés entraîne une prévalence plus importante de nombreuses affections. Les personnes âgées demandent plus de soins, de médicaments et de dispositifs médicaux, et pour une période de plus en plus longue. D'autre part, dans les pays en voie de développement, l'accès aux soins, corrélé à l'augmentation des revenus, est en forte hausse et s'observe principalement en Asie et en Afrique.

Enfin, la sédentarité des populations, observable tant dans les pays développés que dans les pays en voie de développement, entraîne de nombreuses maladies chroniques. La sédentarité encourage une mauvaise hygiène de vie composée d'un excès de calories apportées par l'alimentation, notamment avec la nourriture transformée, et d'un manque d'exercice.

Soutenu par des tendances structurelles, le marché de la santé est par contre l'un des plus réglementés et régulés, ce qui le soumet à de nombreux risques spécifiques. La principale force de pression provient des pouvoirs publics. En effet, les dépenses de santé augmentent régulièrement et incitent les autorités comme les payeurs (assurances) à faire pression sur les prix auprès des pharmas. Parmi les mesures à disposition des gouvernements, un taux de remboursement en baisse peut inciter les pharmas à ajuster leurs prix. Les autorités peuvent aussi fixer ou modifier arbitrairement le prix d'un médicament.

Sur le plan purement réglementaire, les lois de protection des données personnelles ajoutent des contraintes techniques au développement de la médecine connectée, au cœur de la stratégie de Biocorp. Soulignons toutefois que les autorités sont depuis plusieurs années favorables à son développement, comme par exemple au travers du plan Horizon 2020 de la Commission européenne.

D'après la Fédération Internationale du Diabète, l'ensemble des dépenses liées à la pathologie s'élèvent à 966Md\$ en 2021. Concernant le seul marché pharmaceutique, AstraZeneca l'évalue à 114Md\$ tandis que le leader, Novo Nordisk, revendique 30,1% de part de marché pour un CA de 18Md\$ sur le segment du diabète, ce qui correspondrait à un marché de 60Md\$. Ces divergences dans la quantification du marché peuvent s'expliquer par les nombreuses comorbidités liées au diabète, avec parfois l'inclusion des traitements visant ses complications tel que l'hypertension. Au regard de la ventilation des ventes des principales pharmas impliquées dans le traitement du diabète, les pays développés dominent le marché avec les USA en tête suivis par l'Europe, la Chine et le reste du monde.

4.1. Les ventes par traitement

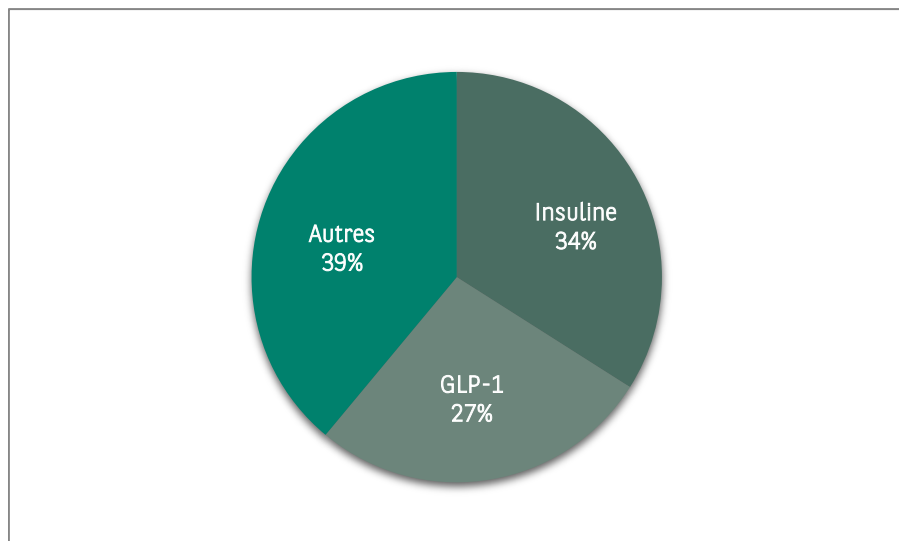
Nous retenons le chiffre de 60Md\$ comme marché des antidiabétiques, confirmé par IQVIA qui l'estime à 50Md\$ pour les dix principaux pays uniquement. À noter que nous calculons 42Md\$ avec uniquement les données de 6 grandes pharmas (Novo, Lilly, Sanofi, Astra, Merck et Novartis), le delta étant réparti sur d'autres acteurs notamment les fabricants de génériques et de biosimilaires. Ce marché est réparti en trois traitements : l'insuline, les analogues de GLP-1 et les antidiabétiques oraux.

Le marché de l'insuline, très mature, est dominé par trois firmes dans les pays développés (Novo, Lilly et Sanofi) suivies de très loin par de nombreux petits laboratoires très actifs dans les pays en développement comme l'Inde ou même la Chine où ces derniers représentent près d'un tiers des ventes. Le marché du GLP-1 est

relativement récent et attire de nouveaux concurrents, sachant qu'il dispose d'un réservoir d'innovation encore prometteur notamment concernant son administration sous forme orale. Enfin, le dernier segment est le plus fragmenté et comprend majoritairement les antidiabétiques oraux dont la plupart sont génériques.

Nous attendons une croissance de l'ensemble des traitements à mesure que la prévalence du diabète augmente dans la population mais à des vitesses différentes. Les traitements oraux administrés en premières lignes ne devraient se renforcer que légèrement tandis que l'insuline commence déjà à perdre des parts de marché face aux analogues du GLP-1. En effet ces derniers se placent comme alternative à l'insulinothérapie lorsque les traitements oraux ne sont plus suffisants pour contrôler le diabète. Rappelons que la comptabilité de Mallya aux stylos injecteurs de GLP-1 est déjà en développement à un stade avancé et constitue l'un des relais de croissance à moyen terme de Biocorp.

Part de marché par traitement (DT1 et DT2)

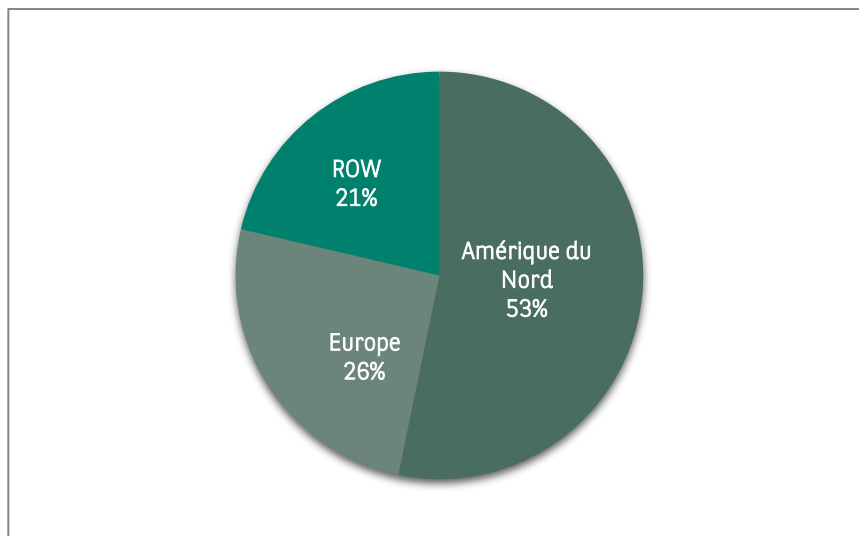


Source: IQVIA & Portzamparc

4.2. Les ventes par zone géographique

Le plus vaste marché se trouve de loin en Amérique du Nord qui compte pour plus de la moitié des dépenses en injectables, suivi par l'Europe et le reste du monde dominé par l'Asie, notamment la Chine. La ventilation par zone géographique est attendue quasiment stable dans le futur. Il est probable que la part des USA diminue légèrement du fait des politiques de pression sur les prix tandis que la meilleure accessibilité des traitements en Chine renforce son importance.

Répartition du marché des injectables dans le monde



Source: IQVIA & Portzamparc

4.3. Les ventes de stylos injectables

Il existe deux types de stylos injectables, les réutilisables qui se rechargent à l'aide de cartouches et les jetables. D'après le Système National des Données de Santé (SNDS), environ 90% des unités d'insulines vendues en France le sont sous forme de stylos jetables. Concernant le GLP-1, il n'est pour le moment proposé qu'en stylo jetable. Le mode d'administration qui constitue le sous-jacent des ventes de Mallya est donc ultra-dominant aujourd'hui.

Les stylos jetables sont plus simples à utiliser car ils épargnent au patient d'avoir à stocker les cartouches d'insulines et à les remplacer ce qui peut être source de maladresse. Aussi, le stylo jetable nécessite moins de soins et d'attention car il se remplace au plus chaque mois.

En termes de volume, Novo Nordisk vend environ 1 milliard de stylos à insuline par an et Sanofi 300 millions.

4.4. Les fabricants de stylos injectables

Les pharmas, produisant l'insuline et les analogues de GLP-1, sont également les fabricants de stylos injectables. Ce marché très concentré est dominé par un oligopole de trois firmes. Novo Nordisk est le numéro 1 mondial dans la prise en charge du diabète avec 17,3Md\$ de revenus tirés de cette pathologie en 2021 (80% de son CA). Il est suivi par Lilly (13,2Md\$, 47% du CA 2021) puis Sanofi (5,2Md\$ soit 12% du CA 2021).

Ces trois pharmas proposent chacune un stylo réutilisable et un stylo jetable pour l'administration des différentes insulines. Certaines versions de stylos sont dédiées aux enfants comme le KwikPen Junior et ne sont pas encore compatibles avec Mallya. Concernant Novo Nordisk, l'actuel stylo FlexPen est compatible avec Mallya en pharmacie, et un partenariat a été annoncé en septembre 2021 pour équiper de Mallya les nouveaux stylos FlexTouch.

Panorama des stylos injecteurs d'insulines

Fabricant	Novo Nordisk	Lilly	Sanofi
Stylo réutilisable	NovoPen	HumaPen	ClickStar
Stylo jetable	FlexPen / FlexTouch	KwikPen	SoloStar
Deal Biocorp - Fabricant	✘ / ✔	✘	✔
Mallya compatible	✔ / ✔	✔	✔
Mallya disponible en Pharmacie via Roche	✔ / ✘	✔	✔

Source: Biocorp & Portzamparc

Notons qu'un acteur inattendu mais de taille, Walmart, est arrivé à l'été 2021 sur le marché en distribuant une insuline à moitié prix en partenariat avec Novo Nordisk. Le stylo injectable utilisé est le FlexPen et est donc compatible avec Mallya même s'il n'est pas concerné par le deal Biocorp/Novo Nordisk.

Concernant les analogues du GLP-1 (marché sur lequel AstraZeneca est aussi présent), ils ne s'administrent qu'avec des stylos jetables, souvent dérivés de ceux utilisés pour les insulines.

4.5. L'avenir des stylos

En 2016, la FDA a approuvé le premier stylo connecté réutilisable à insuline. Ce stylo, développé par Companion Medical et qui se connecte à une application pour smartphone, fut approuvé pour être utilisé avec deux insulines rapides : Humalog et Novalog. Depuis, la tendance est à la digitalisation de ce segment et à son intégration dans l'écosystème numérique de la prise en charge du diabète. Les stylos réutilisables disposent de leur propre système, tandis que les stylos jetables peuvent maintenant s'appareiller à Mallya.

L'ensemble des stylos injecteurs se digitalisent et nous n'anticipons pas d'évolution du ratio entre jetables et réutilisables pour l'insuline. Toutefois nous devons prendre en compte l'usage de plus en plus fréquent du GLP-1, pour le moment uniquement administrable en jetable.

5. Changement de dimension en approche

Environ 537 millions d'adultes vivent actuellement avec un diabète et seulement 55% d'entre eux sont diagnostiqués, ce qui représente 295 millions de personnes d'après l'Atlas 2021 de la Fédération Internationale du Diabète.

Cette pathologie étant évolutive, la plupart des patients débutent un traitement oral couplé à un changement de mode de vie, ce qui peut être suffisant pour ralentir significativement sa progression. Ainsi, dans une étude publiée en 2016 par l'American Diabetes Association, il est estimé qu'aux USA, environ 31% des diabétiques sont sous insuline. En extrapolant ce ratio (31%) au nombre de diabétiques diagnostiqués au niveau mondial (295M), nous obtenons une population globale sous insulinothérapie d'environ 92 millions de personnes.

Dans le même temps, Biocorp estime que le nombre d'utilisateurs de stylos jetables d'insuline s'élève à 60 millions et représente 80% du marché des stylos, ce qui porte le nombre de patients sous insulinothérapie par stylos à environ 75 millions. L'écart de 17 millions entre ces deux valeurs (92M et 75M) représente environ 18% de patients insulino-dépendants traités par d'autres moyens, notamment les pompes à insuline ou les seringues.

Biocorp étant une entreprise déjà en phase commerciale, notre modélisation se concentre sur les commandes de Mallya, les capacités de production ainsi que des milestones de sponsoring.

5.1. Plus d'1 million de Mallya d'ici 2026

Eric Dessertenne, DG de Biocorp, déclare dans une interview à ZoneBourse en date du 10/05/2022 que l'entreprise prévoit de livrer 50k unités de Mallya en 2022 puis d'augmenter sa production jusqu'à 1 million en 2026. Avec un prix moyen de l'ordre de 50€ actuellement que nous voyons descendre à 35€ suite à la hausse des volumes, cela représente de loin le principal relais de croissance pour les prochaines années, qui représente 80% de notre CA 2026. Nous estimons qu'environ 90% du volume portera sur le diabète et 10% sur d'autres aires thérapeutiques selon l'avancée des deals en cours sur l'hormone de croissance et la fertilité féminine. À long-terme, nous comprenons que le management envisage une production de l'ordre de 2,5M d'unités par an, ce qui sous-entend un potentiel de croissance encore important au-delà de 2026, en cohérence avec l'étendue du marché potentiel.

Sur la plasturgie, activité fortement margée, nous attendons une croissance relativement faible comparée à Mallya, de l'ordre de 5% par an, Biocorp disposant d'un savoir faire reconnu et de clients fidèles dans ce domaine. À l'intersection de cette activité historique et de Mallya, Biocorp s'investit aussi dans d'autres dispositifs connectés (Inspair, Injay) dont nous attendons les premières ventes significatives d'ici 2026.

Enfin, Biocorp restant une entreprise tournée vers l'innovation, nous attendons que l'entreprise poursuive une R&D intense en partenariat avec de grands noms de la Pharma afin de connecter Mallya à davantage de dispositifs, ce qui se traduirait par un flux régulier de revenus issus du sponsoring.

5.2. Une rentabilité nette attendue >20%

Nous prévoyons une marge brute de 60% sur Mallya, les COGS étant relativement faibles puisque composés d'un petit module électronique encapsulé dans une enveloppe de plastique dur de la taille d'un pouce. Plus qu'un problème de coûts, le

challenge lié aux composants dans le contexte actuel est plutôt celui d'un approvisionnement suffisant pour suivre la forte montée en cadence attendue de la production. S'il s'agit d'un facteur limitatif, nous pensons que la forte confiance sur les ventes apportée par les partenaires permet à Biocorp de se positionner très en amont auprès de ses fournisseurs, ce qui permet de mitiger ce challenge.

La marge brute laisse envisager une rentabilité de premier plan compte-tenu d'une structure de coûts fixes qui restera selon nous très maîtrisée. Biocorp étant sous-traitant de l'industrie pharmaceutique depuis de nombreuses années, ses contacts sont déjà établis. Ainsi sa force de vente n'a pas besoin d'être pléthorique et est notamment centrée autour de divers salons professionnels.

Comme nous le détaillons ensuite, nous attendons à moyen-terme un EBITDA d'environ 40% et un EBIT proche de 30%, pour une rentabilité nette supérieure à 20%.

5.3. Scénario 2026 PZP

Nous sommes confiants dans la capacité de Biocorp à atteindre ses objectifs de ventes aux motifs que :

- La société a déjà démontré sa capacité à produire des dizaines de millions d'unités au travers de son activité plasturgie, ainsi 1,5M de Mallya toute indication confondue en 2026 semble largement atteignable.
- Bien qu'aucune quantité minimale ne soit prévue dans les contrats noués avec les Big Pharma, nous partons du principe que l'intégralité de la production disponible sera écoulee, la demande d'équipement étant forte de la part de l'ensemble des acteurs. En effet, les complications de la non-adhérence aux traitements antidiabétiques entraînant de forts surcoûts pour les payeurs, les pharmas ont tout intérêt à leur démontrer qu'elles mettent tout en œuvre pour augmenter l'adhérence à leurs traitements. Ainsi, l'économie réalisée grâce aux pharmas sur les complications en bout de chaîne leur permet de mieux négocier le prix de vente de leur insuline auprès des payeurs.
- Notre analyse épidémiologique confirme le nombre de 60M d'utilisateurs de stylos jetables d'insuline et le projette à 65M d'ici 2026. Ainsi, avec une durée de vie de chaque Mallya estimée à deux ans avant besoin de remplacement, un volume de vente de 1,4M d'unités dans le diabète à cet horizon correspond à une part de marché de seulement 2,1%. Sachant que le deal exclusif avec Sanofi permet à lui seul d'adresser une part de marché de 25% du marché de l'insuline, ce niveau de pénétration nous semble largement crédible.

En dessous de la top line, nos principales hypothèses sont décrites ci-après :

- Nous estimons des COGS de 40%, que nous réajusterons le cas échéant à mesure de l'évolution des ventes réalisées.
- Les charges externes progresseront selon nous plus lentement que les ventes, étant notamment composées de coûts fixes.
- Nous avons intégré une dizaine de recrutements en 2022 et une autre dizaine répartie sur 2023 et 2024, avec une légère baisse du coût moyen dans un premier temps (recrutements principalement liés à la production vs forte représentation des profils R&D auparavant).
- Une hausse des D&A consécutive aux investissements dans la capacité de production (1,8M€ de capex « exceptionnels » sur 2022 et 2023)

- Enfin, Biocorp disposant de déficits reportables, nous anticipons un taux plein effectif d'IS de 25% à compter de 2027.

Synthèse scénario PZP 2022-2026					
en M€	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Ventes Plasturgie	1,9	2,0	2,2	2,3	2,4
% CA	15,2%	10,0%	6,2%	4,6%	3,7%
Ventes Mallya Diabète	2,5	13,6	25,4	37,2	49,0
% CA	19,6%	66,5%	72,0%	73,9%	74,0%
Ventes Mallya (Autres)	0,0	0,0	2,1	3,9	5,6
% CA	0,0%	0,0%	6,0%	7,7%	8,5%
Ventes Autres connectés	0,0	0,0	0,6	2,0	4,1
% CA	0,0%	0,0%	1,7%	3,9%	6,3%
Milestones	8,3	4,8	5,0	5,0	5,0
% CA	65,2%	23,5%	14,2%	9,9%	7,6%
CA TOTAL	12,7	20,4	35,3	50,3	66,2
var %	24,5%	60,3%	72,8%	42,6%	31,6%
COGS	-1,1	-5,9	-11,9	-18,1	-24,9
Charges externes	-4,1	-4,4	-4,8	-5,3	-5,8
Charges de personnel	-5,4	-6,0	-6,4	-6,8	-7,1
Impôts et taxes	-0,3	-0,4	-0,7	-1,0	-1,3
EBITDA	1,8	3,7	11,5	19,1	27,1
% CA	14,3%	18,0%	32,5%	38,1%	40,9%
DAP	-0,8	-1,1	-3,0	-4,3	-5,1
% CA	-6,5%	-5,4%	-8,4%	-8,6%	-7,7%
EBIT	1,0	2,6	8,5	14,8	22,0
% CA	7,9%	12,6%	24,1%	29,5%	33,2%
EBT	1,0	2,6	8,5	14,8	22,0
% CA	7,8%	12,5%	24,0%	29,4%	33,2%
IS ex CIR	0,0	-0,2	-0,9	-1,7	-4,6
% EBIT	0,0%	7,6%	11,0%	11,7%	20,9%
Résultat Net	1,3	2,7	7,8	13,4	17,7
% CA	10,1%	13,0%	22,2%	26,6%	26,7%

Source: Portzamparc

6. Valorisation : TP 43,8€

Le DCF nous semble la méthode la plus adaptée pour valoriser Biocorp du fait du fort développement commercial attendu sur de nombreuses années, et sur lequel les partenariats apportent une belle visibilité. Notre valorisation se base sur les hypothèses suivantes :

- Reprise de notre scénario 2022-2026 puis convergence vers une croissance à l'infini de 2%, ce qui nous fait anticiper une croissance à deux chiffres tout au long de la décennie en cours, une trajectoire selon nous réaliste au regard de l'immense besoin adressable ;
- Marge opérationnelle normative de 23% (soit 30% d'EBITDA normatif), intégrant par prudence une dégrue par rapport au niveau projeté en 2026 ;
- Taux d'actualisation de 9,51% correspondant exclusivement au coût des fonds propres, sans dette ;
- La valeur terminale est calculée selon la méthode de rente perpétuelle actualisée à partir du FCF normatif.

Actualisation free cash flow										
Exercice	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	normatif
CA	12,7	20,4	35,3	50,3	66,2	83,2	99,6	113,4	122,4	124,8
var n/n-1	24,5%	60,3%	72,8%	42,6%	31,6%	25,7%	19,8%	13,8%	7,9%	2,0%
ROP	1,3	2,9	8,8	15,1	22,3	26,2	29,3	30,9	30,8	28,7
en % du CA	10,2%	14,0%	24,9%	30,1%	33,7%	31,5%	29,4%	27,3%	25,1%	23,0%
Taux d'imposition	0,0%	6,8%	10,6%	11,4%	20,6%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
ROP après impôts	1,3	2,7	7,9	13,4	17,7	19,7	22,0	23,2	23,1	21,5
Amortissements et dépréciations	0,8	1,1	3,0	4,3	5,1	5,8	7,0	7,9	8,6	8,7
en % du CA	6,5%	5,4%	8,4%	8,6%	7,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Investissements nets	-1,0	-3,5	-2,5	-3,0	-4,0	-5,2	-6,4	-7,5	-8,3	-8,7
en % du CA	7,9%	17,1%	7,1%	6,0%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%
Var BFR	-1,1	-1,2	-2,5	-2,6	-2,7	-2,9	-2,8	-2,3	-1,3	-0,4
Free Cash Flow	0,0	-0,9	5,9	12,2	16,1	17,4	19,8	21,4	22,0	21,1
Taux d'actualisation	9,51%									
Free Cash Flows actualisés	0,0	-0,8	4,7	8,8	10,7	10,5	10,9	10,7	10,1	8,9

Durée de prévision (années)	9,56
Somme FCF actualisés	74,4
Valeur terminale actualisée	120,3
+ Actifs financiers - provisions	0,6
- Dette nette fin 2021	-2,1
+ Cash instruments dilutifs	0,0
Valeur Totale (M€)	193,2
Nombre dilué d'actions (en millions)	4,4
Valeur / Action (€)	43,8

Source: Portzamparc

Sensibilité de valorisation

		MOP normative				
		21,0%	22,0%	23,0%	24,0%	25,0%
CMPC	9,0%	44,3	45,9	47,5	49,2	50,8
	9,3%	42,5	44,0	45,6	47,2	48,7
	9,5%	40,8	42,3	43,8	45,3	46,8
	9,8%	39,3	40,7	42,1	43,5	44,9
	10,0%	37,8	39,2	40,5	41,9	43,2

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
CMPC	9,0%	46,9	47,2	47,5	47,9	48,2
	9,3%	45,0	45,3	45,6	45,9	46,2
	9,5%	43,2	43,5	43,8	44,1	44,4
	9,8%	41,6	41,8	42,1	42,4	42,6
	10,0%	40,0	40,3	40,5	40,8	41,0

Source: Portzamparc

7. Annexes

7.1. La pathologie

7.1.1 Le diabète, l'insuline et le glucagon

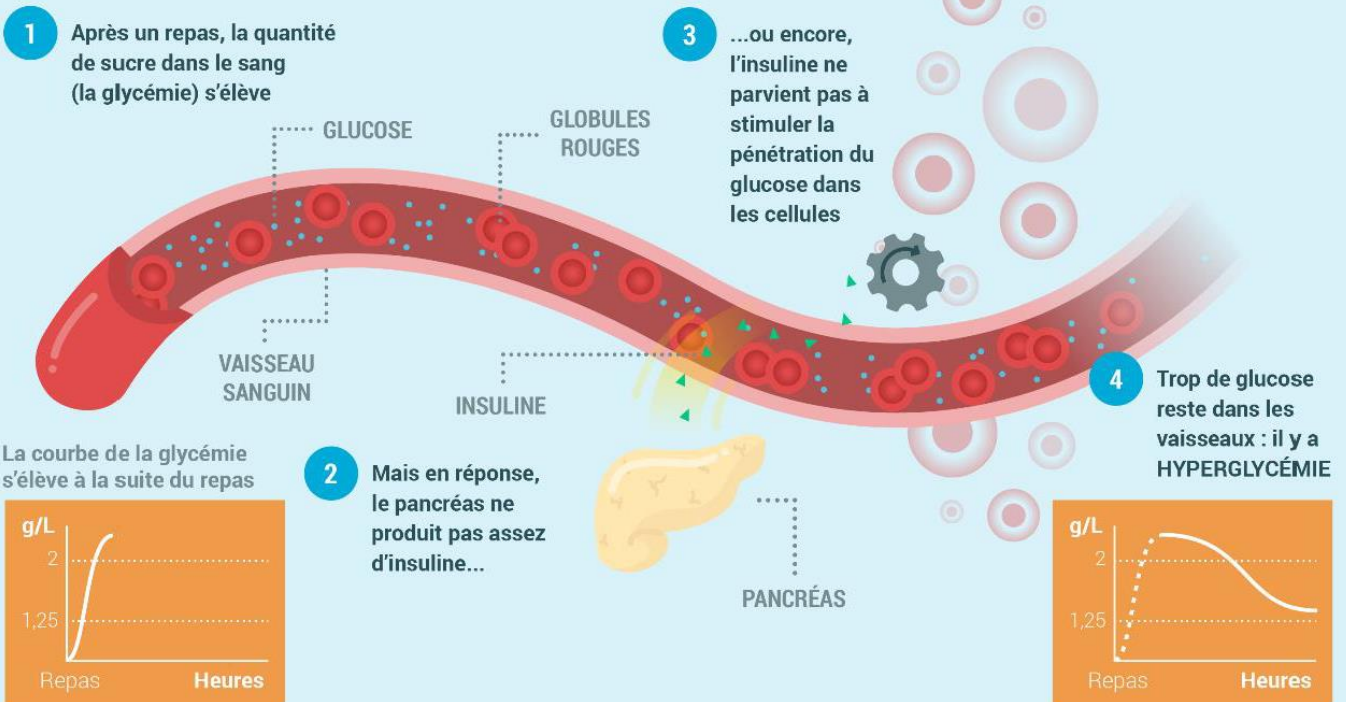
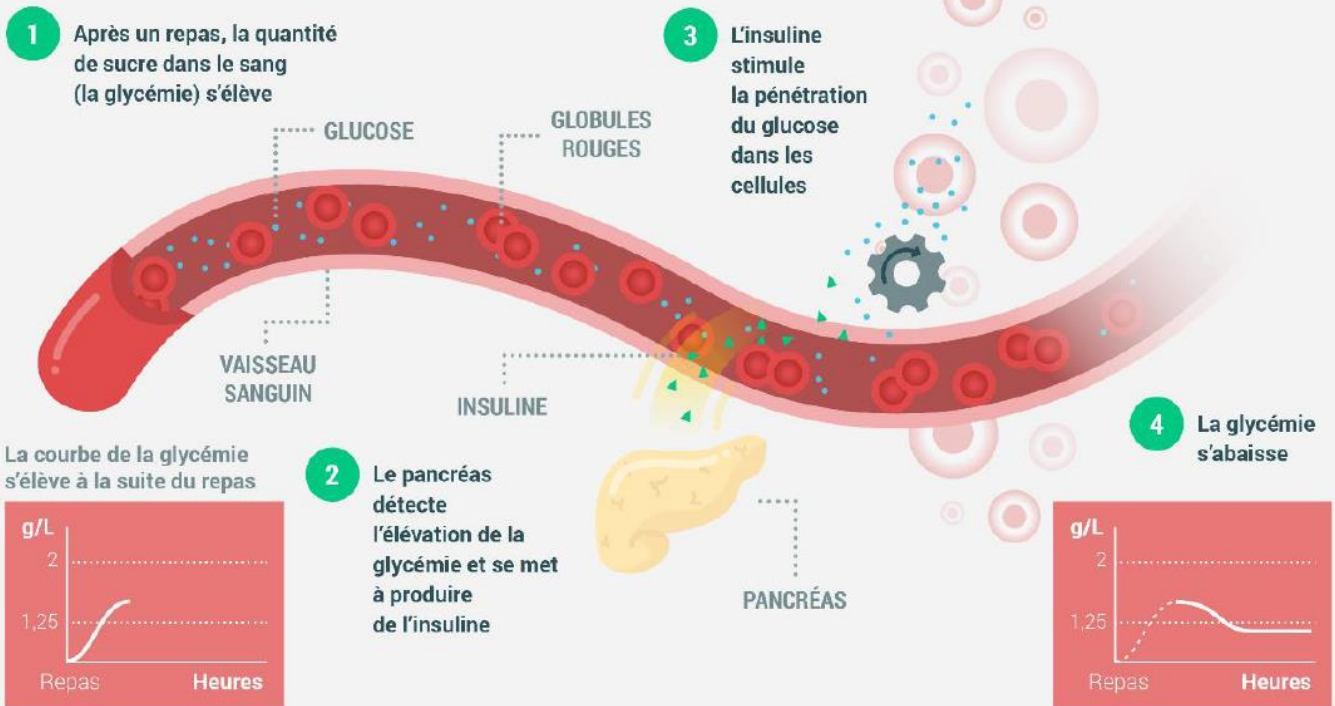
Le diabète est une maladie aux causes diverses et conduisant à une élévation prolongée de la concentration de sucre dans le sang. Il existe 2+1 types de diabètes, le type 1 causé par une maladie auto-immune qui détruit les cellules fabriquant l'insuline, le type 2 causé par un mode de vie trop sédentaire qui rend notre corps non réceptif à l'insuline correctement produite, et enfin de type gestationnel chez la femme enceinte.

Après un repas, les nutriments se retrouvent dans le sang et sont répartis dans nos différents organes pour être soit stockés soit consommés. Parmi ces nutriments, les sucres tels que le saccharose ou le fructose sont transformés par notre corps en glucose qui est le sucre assimilable par notre organisme. À titre d'exemple, notre cerveau consomme 5 grammes de glucose par heure, soit l'équivalent d'un morceau de sucre.

Ainsi, entre le moment où le glucose arrive dans le sang et sa répartition dans les organes, la glycémie augmente et va activer toute une cascade métabolique qui aboutira à la synthèse d'insuline par les cellules Béta de notre pancréas. Cette insuline libérée dans le sang va stimuler la pénétration du glucose dans nos cellules et ainsi faire baisser le taux de sucre pour retrouver son niveau « basal » d'environ 1 gramme par litre de sang, nécessaire au fonctionnement habituel du corps.

Chez une personne diabétique, le taux de glucose va rester élevé de manière prolongée, c'est l'hyperglycémie. Dans le cas d'un diabète de type 1, le pancréas ne fabriquera pas assez, puis plus aucune insuline à mesure que la maladie évolue, tandis que dans le cas d'un diabète de type 2, l'insuline plus ou moins correctement sécrétée par le pancréas ne stimulera pas suffisamment la pénétration du glucose dans les cellules. Ainsi, les cellules ne disposent plus de l'énergie dont elles ont besoin et des dysfonctionnements apparaissent.

L'élément central régulateur de la glycémie est l'insuline, hormone qui induit immédiatement la baisse de sucre dans le sang. Notons qu'à l'inverse, lorsque le corps a besoin d'un excédent de sucre, en cas d'effort par exemple, le glucagon aura l'effet inverse et provoquera la sortie de sucre des cellules vers le sang. Le glucagon est aussi synthétisé par le pancréas, par les cellules Alpha. Il est à noter que le stockage du sucre par l'organisme s'effectue dans un premier temps sous forme de glycogène dans le foie pour être accessible immédiatement en cas d'effort, puis dans un second temps sous forme de tissus adipeux, localisés aux hanches ou encore à la ceinture abdominale, ce que l'on appelle familièrement « le gras ».



Source: Centre Européen d'Etude du Diabète

7.1.2 Type 1 : Maladie auto-immune

Le diabète de type 1 représente 10% des diabètes. C'est une maladie auto-immune où certains de nos globules blancs (les lymphocytes T) ne reconnaissent pas les cellules Bêta du pancréas. Les lymphocytes les considèrent ainsi comme étant étrangères et les attaquent progressivement jusqu'à les détruire toutes. Cette maladie conduit à un déficit chronique d'insuline, aujourd'hui très bien pris en charge par l'administration quotidienne d'insuline exogène mais dont on ne guérit jamais.

Les symptômes de la maladie apparaissent lorsque la plupart des cellules Bêta ont été détruites et que le pancréas est dans l'impossibilité de produire la quantité d'insuline nécessaire à la baisse de sucre dans le sang. Cela se manifeste durant l'enfance (le DT1 fut d'ailleurs longtemps appelé « diabète juvénile »). Cette maladie auto-immune est détectable par la présence d'autoanticorps dans le sang du patient.

Les causes du diabète de type 1 sont principalement génétiques et probablement environnementaux. En effet, de multiples variations génétiques ont été identifiées sur notre système immunitaire conduisant à une non reconnaissance du « soi » par les lymphocytes T. Egalement, nous observons depuis 20 ans une hausse continue des cas de diabète de type 1 potentiellement expliquée par l'interaction de notre génome avec l'environnement (alimentation, exposition à des toxines ou à des virus...).

7.1.3 Type 2 : Trouble du métabolisme

Le diabète de type 2 représente 90% des cas. C'est une maladie principalement liée à notre mode de vie sédentaire et à nos déséquilibres alimentaires. Diminuer sa consommation de sucre et augmenter son activité physique permet d'activer la voie métabolique qui consomme le sucre et d'épargner celle qui le stocke. En complément de ce changement d'hygiène de vie, il existe de nombreux traitements agissant à divers niveaux et impactant in fine la quantité d'insuline régulant la glycémie.

Le diabète de type 2 est pendant longtemps asymptomatique. Lors de cette période, la glycémie augmente progressivement sans effet ressenti par le patient, c'est le pré-diabète. Les patients découvrent leur diabète soit trop tard, lorsque ses symptômes se manifestent, en moyenne 5 à 10 ans après le début du dérèglement métabolique ; soit au cours d'un examen sanguin d'où l'intérêt d'un suivi régulier. Notons également, que le diabète de type 2, autrefois diagnostiqué chez l'adulte autour de 40 ans, l'est de plus en plus chez l'enfant.

La cause principale du diabète de type 2 est notre mode de vie sédentaire. Notre corps a besoin de peu de sucre tandis que notre alimentation souvent très riche en apporte trop. Notre corps est ainsi amené à sur-solliciter la voie anabolique (stockage des nutriments) au détriment de la voie catabolique (consommation des nutriments). Cela épuise dans un premier temps les cellules qui accumulent l'excès de sucre (foie, cellules adipeuses), c'est l'insulinorésistance ; puis dans un second temps le pancréas constamment sollicité à produire de l'insuline n'assure plus correctement sa fonction, c'est l'insulinopénie. Enfin, il existe aussi certaines prédispositions génétiques favorisant la survenue du diabète de Type 2.

7.1.4 Complications du diabète

L'hyperglycémie constante impacte en premier lieu le système cardio-vasculaire soumis en permanence à un taux de sucre élevé dans le sang. Les risques d'AVC et d'athérosclérose (dépôt dans les artères) sont ainsi favorisés, tandis que le risque d'infarctus du myocarde est multiplié par 3 à 5.

L'altération des vaisseaux sanguins diminue leur efficacité et de nombreux organes ne sont plus correctement alimentés par le sang. L'artérite des membres inférieurs, dû à un dépôt de cholestérol dans les artères empêchant leur oxygénation, peut conduire à leur amputation. Les reins et la rétine sont aussi impactés conduisant progressivement vers une insuffisance rénale traitée par dialyse et à la cécité. Enfin,

le cerveau n'étant plus correctement irrigué en sang aboutit à une lente neurodégénérescence.

Le diabète présente de nombreuses comorbidités telles que l'obésité ou l'hypertension, et il est lui-même une comorbidité car on estime que 10% des personnes infectées en France par le Covid-19 au début de l'épidémie étaient diabétiques alors qu'ils ne représentent qu'environ 5% de la population.

7.2. L'observance

7.2.1 Lutter contre la non-observance

La non-observance d'un traitement est une barrière majeure à son efficacité. Celle-ci se produit pour les traitements de maladies chroniques étalées sur plusieurs années, comme le diabète. D'après une étude réalisée par Pierre Fabre, il semblerait que seul 1 patient sur 2 respecte son traitement au bout de 2 ans, notamment dans le diabète. D'après l'ARS d'Île de France, l'observance des diabétiques est au mieux de 62% entre 63 et 75 ans et diminue avec l'âge du patient. Les causes de non-observance sont nombreuses et les conséquences lourdes à la fois pour la qualité de vie du patient que pour les payeurs qu'ils soient publics ou privés.

7.2.2 Les causes de la non-observance

Il existe principalement deux facteurs derrière la non-observance : le patient et le traitement. Le patient comprend-il son traitement, mesure-t-il les risques de ne pas le suivre ? L'adhérence du patient à son traitement conduit à son observance. Aux côtés du patient, le traitement peut être responsable de la non-observance. Les effets secondaires (hypoglycémie, rougeur aux sites d'injections d'insuline), la lourdeur et l'aspect répétitif de son administration, de même que son prix sont les principales causes de la non-observance.

Dans le cadre du diabète, la prise de médicaments n'est pas la seule indication, le changement de mode de vie est aussi une composante du traitement. Il a été observé que la non-observance de cette thérapie qu'est l'activité physique et le suivi d'une alimentation saine entraîne la non-observance du traitement médicamenteux. De même, de nombreux médicaments prescrits dans le cadre du diabète ne traitent pas directement la pathologie mais préviennent de ses complications ; le patient n'ayant pas forcément conscience de la nature progressive de la maladie, il ne voit donc pas l'intérêt de cette prise médicamenteuse.

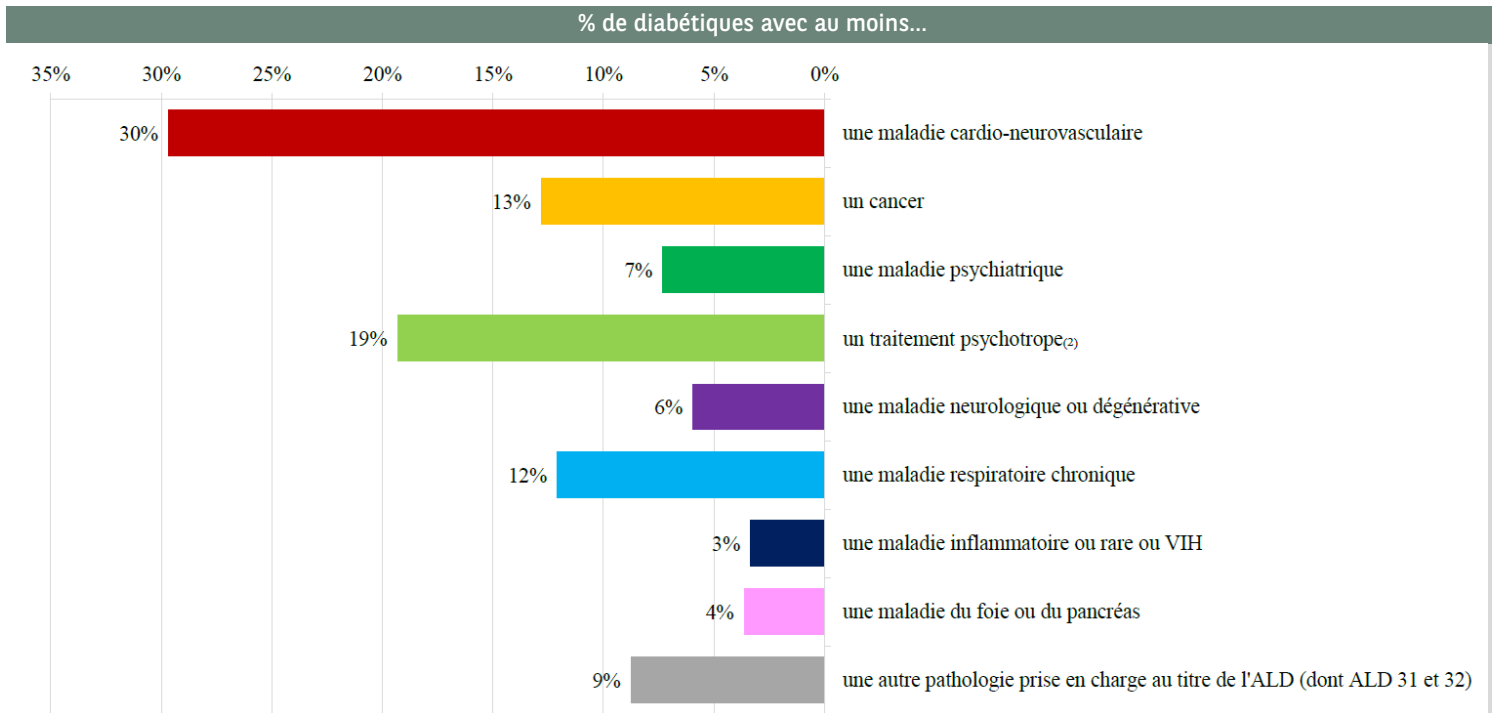
7.2.3 Les conséquences de la non-observance

Les conséquences sont désastreuses pour les patients diabétiques non-observants. En effet leur pronostic est directement influencé par l'observance. À mesure que l'observance diminue, le risque de complication augmente. À l'inverse, une bonne maîtrise de sa glycémie avec une baisse de seulement 1% du taux d'hémoglobine glyquée (une des mesures de la glycémie) diminue drastiquement les risques de complications : -43% de risque d'amputation, -37% d'affection rénale ou oculaire, -21% de risque de décès, -16% d'insuffisance cardiaque et -12% d'AVC.

Sur le plan socio-économique, l'OCDE estime que les complications du diabète pèsent pour environ 90 milliards d'euros en Europe. Ces complications lourdes et nécessitant une prise en charge hospitalière ont un impact catastrophique sur les budgets de la santé publique, déjà sous forte pression. De même, et comme toute maladie chronique, les diabétiques sont sujets à davantage de dépressions et de discrimination à l'embauche (il n'était jusqu'à récemment pas possible pour un diabétique d'être contrôleur à la SNCF ou policier par exemple). À l'échelle de la France, dans son rapport sur les personnes prises en charges pour diabète en 2019, l'Assurance Maladie indique que 83% des 4 millions de diabétiques sont traités pour une ALD

(Affection Longue Durée) avec une dépense annuelle moyenne par personne estimée à 2 160€. Ainsi le coût annuel du diabète pour la France est de 8 milliards d'euros.

Le graphique ci-dessous indique la proportion de diabétiques ayant au moins une pathologie. Nous remarquons ainsi que 30% des diabétiques présentent une maladie cardio-neurovasculaire tandis que le patient diabétique souffre fréquemment de polypathologies.



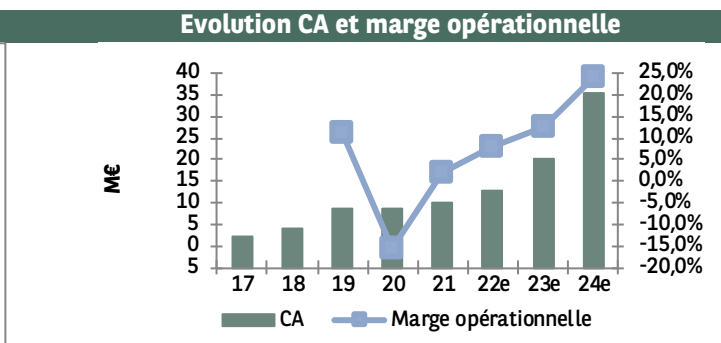
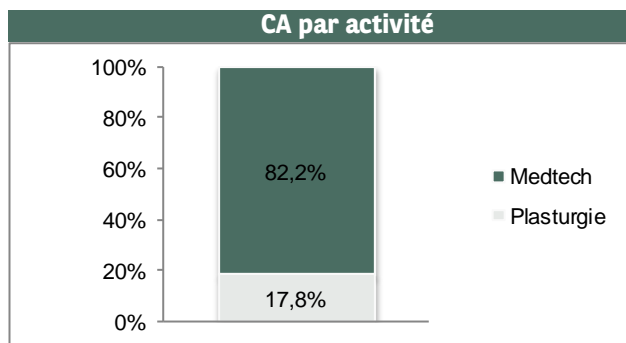
Source: Assurance Maladie, France, Octobre 2021

BIOCORP

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	2,3	3,9	8,4	8,5	10,2	12,7	20,4	35,3
var. n/n-1	-21,3%	67,6%	+/++	0,1%	20,9%	24,5%	60,3%	72,8%
var. organique	-21,3%	67,6%	117,1%	0,1%	20,9%	24,5%	60,3%	72,8%
EBE	-4,6	-4,3	1,6	-0,9	0,9	1,8	3,7	11,5
ROC	-7,8	-5,3	0,9	-1,6	0,1	1,0	2,6	8,5
var. n/n-1	-/-	-/-	-/+	-/+	-/+	+/++	+/++	+/++
ROP	-7,9	-5,4	1,0	-1,3	0,2	1,0	2,6	8,5
RCAI	-7,9	-5,6	0,8	-1,5	0,1	1,0	2,6	8,5
IS	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,1	-0,6
RN Pdg publié	-7,5	-5,3	1,0	-1,2	0,3	1,3	2,7	7,8
RN Pdg corrigé	-7,5	-5,3	1,0	-1,2	0,3	1,3	2,7	7,8
var. n/n-1	-/-	-/-	-/+	-/+	-/+	+/++	+/++	+/++
Imva CA 2019 / 2023e	24,7%							
Marge brute (%)	33,7%	16,7%	9,6%	7,5%	7,9%	5,7%	2,9%	1,7%
Marge opérationnelle (%)	ns	ns	11,3%	-15,8%	1,8%	7,9%	12,6%	24,1%
Marge nette (%)	ns	ns	11,4%	-14,7%	2,9%	10,1%	13,0%	22,2%
Taux IS (%)	4,7%	5,9%	-20,2%	16,8%	-205,5%	-30,3%	-4,1%	7,5%
Frais de personnel / CA (%)	146,7%	97,1%	41,6%	52,5%	49,4%	42,4%	29,4%	18,3%
CA/effectif (K€)	48	85	184	146	157	-	-	-
var. n/n-1	-/+	74,9%	+/++	-20,6%	7,9%	-	-	-
Effectif moyen	48	46	46	58	65	-	-	-
var. n/n-1	-/+	-4,2%	0,0%	26,1%	12,1%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-1,3	-1,8	0,0	2,8	3,1	4,4	7,1	14,9
Dettes financières nettes	3,0	3,8	1,8	0,7	2,1	2,1	3,0	-2,8
Autres	0,6	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux investis	2,4	1,9	1,9	3,1	5,2	6,5	10,1	12,0
Immobilisations nettes	2,2	1,6	2,0	3,9	4,2	4,3	6,7	6,3
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	0,3	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
BFR	0,4	0,5	0,2	-0,2	1,6	2,7	3,9	6,3
Actif économique	2,4	1,9	1,9	3,1	5,2	6,5	10,1	12,0
Gearing (%)	-237,2%	-207,5%	5794,1%	23,6%	67,2%	47,6%	43,1%	-18,9%
BFR/CA (%)	18,0%	13,8%	3,0%	-2,8%	15,2%	21,0%	19,0%	18,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	1,2	ns	2,3	1,2	0,8	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	9,4%	29,2%	37,6%	52,6%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	50,4%	ns	4,5%	17,2%	28,9%	68,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-4,2	-4,3	1,6	-0,6	1,1	2,1	3,8	10,8
Variation BFR	0,2	-0,8	0,3	0,4	-1,5	-1,1	-1,2	-2,5
Investissements industriels	-0,9	-0,4	-1,0	-2,4	-1,0	-1,0	-3,5	-2,5
% du CA	40,8%	10,5%	11,5%	28,7%	9,8%	7,9%	17,1%	7,1%
Cash Flow Libre	-5,0	-5,5	0,9	-2,6	-1,5	0,0	-0,9	5,9
Cessions d'actifs	0,3	0,3	0,5	2,3	2,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,3	-0,4	-0,5	-2,4	-2,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	4,7	0,9	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	5,0	0,8	-1,9	-1,2	1,4	0,0	0,9	-5,9
Dettes financières nettes	3,0	3,8	1,8	0,7	2,1	2,1	3,0	-2,8



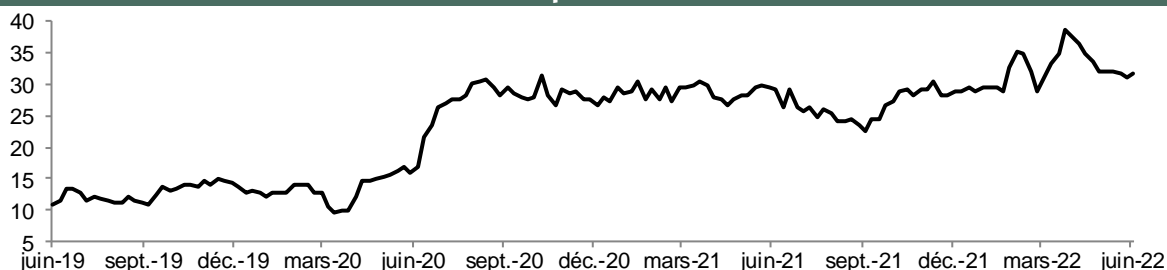
BIOCORP

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-2,21	-1,32	0,23	-0,28	0,07	0,30	0,61	1,80
var. n/n-1	-/--	--/--	-/+	+/-	-/+	+/>+	+/>+	+/>+
CFPA	-1,2	-1,1	0,4	-0,1	0,2	0,5	0,9	2,5
ANPA	-0,4	-0,5	0,0	0,7	0,7	1,0	1,6	3,4
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	27,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	22,4%							

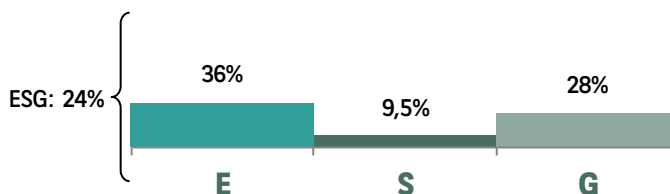
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	48,4	ns	ns	ns	52,2	17,7
PCF (x)	ns	ns	29,1	ns	ns	ns	ns	12,8
PAN (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	19,6	9,3
VE/CA (x)	15,4	10,9	5,7	11,1	12,0	11,0	6,9	3,8
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	11,8
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	15,9
Free Cash Flow Yield (%)	-15,1%	-14,2%	2,0%	-2,8%	-1,2%	0,0%	-0,7%	4,2%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	33,1	38,9	46,5	93,6	121,1	138,7	138,7	138,7
Valeur d'Entreprise (VE)	35,8	42,4	47,9	93,7	122,7	140,3	141,2	135,3
Cours de référence (€)	9,8	9,6	11,2	21,5	27,8	31,8	31,8	31,8
Nb de titres (Mio)	3,390	4,033	4,147	4,362	4,362	4,362	4,362	4,362
Nb de titres corrigé (Mio)	3,390	4,033	4,147	4,362	4,362	4,362	4,362	4,362
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	17/07/2015							
Cours d'introduction ajusté	5,8 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	23	24
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	1,1	2,0	5,2	3,8	3,6			
ROP S1	-2,8	-2,8	1,2	-1,0	-1,3			
RN pdg corrigé S1	-2,7	-2,7	1,2	-0,8	-1,2			
Marge opérationnelle S1	ns	ns	22,9%	-25,2%	-37,0%			
Marge nette S1	ns	ns	23,6%	-20,4%	-34,1%			
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S2	1,3	1,9	3,2	4,6	6,6			
ROP S2	-5,1	-2,6	-0,2	-0,4	1,5			
RN pdg corrigé S2	-4,8	-2,6	-0,3	-0,5	1,5			
Marge opérationnelle S2	ns	ns	-7,6%	-8,1%	22,9%			
Marge nette S2	ns	ns	-8,7%	-10,0%	22,9%			
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>								
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-33,3%	83,8%	+/>+	-27,4%	-5,7%			
CA S2	-7,2%	53,9%	65,8%	45,2%	42,7%			
ROP S1	-/--	-/--	-/+	+/-	-/--			
ROP S2	-/--	-/-	-/-	-/--	-/+			

Historique de cours



BIOCORP



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	35%	37%	38%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	90%	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	65%	62%	63%	Famille Gardet
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	ND	ND	
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	ND	ND	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	

Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant que Prestataire de Services d'Investissements, Portzamparc relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation, prévisions...) est accessible sur

<http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle)..

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
10/06/2022 8:30	Clément Bassat	43.80€	28.60€		Acheter

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Biocorp	

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquentement modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08

Recherche

Nicolas ROYOT, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	nicolas.royot@bnpparibas.com
Maxence DHOURY, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	maxence.dhoury@bnpparibas.com
Yann DE PEYRELONGUE <i>Analyste Financier</i>	yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com
Arnaud DESPRE <i>Analyste Financier</i>	arnaud.despre@bnpparibas.com
Nicolas MONTEL <i>Analyste Financier</i>	nicolas.montel@bnpparibas.com
Jeremy SALLÉE, CFA <i>Analyste Financier</i>	Jeremy.sallee@bnpparibas.com
Gaétan CALABRO <i>Analyste Financier</i>	gaetan.calabro@bnpparibas.com
Mohamed KAABOUNI <i>Analyste Financier</i>	mohamed.kaabouni@bnpparibas.com
Augustin SOCIE <i>Analyste Financier</i>	augustin.socie@bnpparibas.com
Clément BASSAT, CFA <i>Analyste Financier</i>	clement.bassat@bnpparibas.com
Stéphanie MANTEIGAS <i>Corporate Access</i>	stephanie.manteigas@bnpparibas.com
Manon BERNARD <i>Edition</i>	manon.bernard@bnpparibas.com
Amandine PRIGENT <i>Edition</i>	amandine.prigent@bnpparibas.com
Téléphone	33 (0) 2 40 44 94 09

Vente Institutionnelle

François BREDOUX <i>Responsable Vente Institutionnelle</i>	33 (0) 2 40 44 95 21 francois.bredoux@bnpparibas.com
Henri TASSO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 41 henri.tasso@bnpparibas.com
Henrique CRISTINO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 31 henrique.cristino@bnpparibas.com
Nitin KHEDNAH <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 11 nitin.khednah@bnpparibas.com
Alexandre LE DROGOFF <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 48 alexandre.ledrogoff@bnpparibas.com
Céline BOURBAN <i>Vendeuse institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 04 celine.bourban@bnpparibas.com
Franck JAUNET <i>Responsable Négociation, Sales trading</i>	33 (0) 2 40 44 95 26 franck.jaunet@bnpparibas.com

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP