


SOUS-REVUE vs ACHAT
OBJECTIF : 1,9€ (vs 2,8€)  +452%

RÉSULTATS S1 19

NEWSFLOW ÉTOFFÉ MAIS VISIBILITÉ FINANCIÈRE LIMITÉE

La trésorerie à fin juin ressort à 1,9m€ ce qui, avec les 2 levées (1,5m€ au total) réalisées en juillet et août, permet de couvrir la consommation de cash jusqu'au T1 20. Un apport additionnel de 2,5m€ devrait être nécessaire pour financer le groupe jusqu'en octobre 2020. Le newsflow clinique attendu d'ici mi-2020 est étoffé (résultats 1ère cohorte dans le GBM, compte rendu du partenaire sur la 3ème indication) rendant encore plus indispensable la réalisation d'une opération de financement. Suite aux résultats S1 19, nous actualisons notre modèle et abaissons notre OC à 1,9€. Nous passons notre opinion SOUS-REVUE dans l'attente d'une meilleure visibilité sur la situation financière du groupe.

Thibaut Voglimacci -
Stephanopoli
+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

Un newsflow étoffé mais une visibilité financière limitée

La biotech a communiqué jeudi après Bourse ses résultats S1 19 ainsi que l'avancée de son pipeline clinique. Pour rappel, du point de vue clinique, le groupe évalue son principal candidat médicament, NOX-A12, dans deux associations distinctes avec un rationnel scientifique différent : (i) NOX-A12 + anti-PD1 qui a récemment achevé sa phase I/II dans le cancer du pancréas et colorectal et (ii) NOX-A12 + radiothérapie dont la phase I/II chez des patients atteints de glioblastome nouvellement diagnostiqué et non ré-sécable, a inclus son premier patient en septembre. Compte tenu des difficultés à signer un partenariat de développement pour poursuivre les recherches évaluant NOX-A12 + anti PD1, NOXXON signale avoir élargi l'éventail de partenaires industriels potentiels. A ce stade, nous intégrons dans notre modèle la signature d'un accord de licence dans cette indication avant fin 2020 pour financer la poursuite du développement clinique. Concernant la combinaison dans le glioblastome, l'objectif est d'identifier des partenaires qui financeront les études cliniques supplémentaires et dans d'autres indications pour lesquelles la radiothérapie est le traitement de référence. Le groupe estime qu'il faudra obtenir au moins une partie des données cliniques préliminaires de l'étude de phase I/II avant de pouvoir conclure un partenariat, soit mi-2020. Enfin, NOX-A12 est également évalué dans une autre indication, non divulguée, par un partenaire qui pourrait aboutir sur un partenariat au T2 20 une fois les études précliniques et analyses effectuées.

Du point de vue financier, le groupe communique une perte nette S1 de -1,9m€ (vs -4m€ au S1 18) grâce à l'absence de charges financières liées au financement en fonds propres auprès de Yorkville ayant pesé sur le RN 2018. La trésorerie s'élève à 1,9m€ au S1 19. En incluant les deux augmentations de capital d'un total de 1,5m€ réalisées en juillet et août, le groupe estime que sa visibilité financière s'étend jusqu'au T1 20 et qu'un apport additionnel de 2,5m€ sera nécessaire pour financer le groupe jusqu'au T3 20. Compte tenu du newsflow attendu composé des : (i) résultats sur la première cohorte dans le GBM au T2 20, (ii) du compte rendu du partenaire sur la troisième indication au T2 20 et (iii) de la signature potentielle d'un accord sur NOX-A12 + anti-PD1 avant fin 2020, cet apport complémentaire est capital pour le groupe.

Un financement nécessaire pour valider le rationnel scientifique dans le GBM

En septembre, NOXXON a lancé une étude de phase 1/2 sur NOX-A12 en association avec la radiothérapie (RT) chez des patients atteints de glioblastome (GBM) (...) 1/6

en € / action	2019e	2020e	2021e
BNA dilué	-0,40	-0,05	-0,19
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
au 31/12	2019e	2020e	2021e
PE	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	21,49x	1,16x	23,04x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield*	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF opérationnel fiscalisé avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours actuel (€)	0,3		
Nb d'actions (m)	12,9		
Capitalisation (m€)	4		
Capi. flottante (m€)	0		
ISIN	NL0012044762		
Ticker	ALNOX-FR		
Secteur DJ	Health Technology		
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-27,5%	-40,6%	-66,2%
Variation relative	-27,2%	-38,8%	-70,0%

Source : Factset, estimations Invest Securities

présentant une enzyme méthylguanine méthyltransférase (MGMT) non méthylée. NOX-A12 + RT a déjà reçu le statut de médicament orphelin de la part de la FDA et de l'EMA. Le premier patient a été recruté et traité. Des résultats intermédiaires de cette étude devraient être communiqués au cours du T2 20 ainsi que des résultats complémentaires d'ici fin 2020. Malgré un rationnel scientifique intéressant et un besoin médical important, dans l'attente d'un financement afin de finaliser l'étude de phase 1/2, nous n'incluons pas encore le GBM dans notre valorisation.

Pour rappel, le GBM reste la tumeur primitive du cerveau la plus fréquente, avec un taux de récurrence élevé et un très mauvais pronostic de survie allant de 3 à 20 mois. Actuellement, le traitement standard de première intention contre le GBM est la résection chirurgicale maximale, suivie de la radiothérapie (RT) plus temozolomide (TMZ), un agent de chimiothérapie, et enfin un traitement de maintenance au TMZ seul. Cependant, certaines tumeurs sont résistantes au TMZ à cause de la MGMT qui répare les dommages induits par la TMZ dans les cellules cancéreuses. Étant donné que la méthylation de MGMT interrompt la production de cette enzyme, il est peu probable que les patients GBM porteurs de MGMT non méthylée répondent au TMZ. Cette population présente donc des besoins médicaux non satisfaits. La limite principale de la RT est l'attrait des « cellules de réparation » sur le site de la tumeur. La RT détruit les vaisseaux sanguins au sein de la tumeur et les mécanismes de réparation de la revascularisation se rétablissent après la RT, ce qui entraîne une récurrence de la maladie. Le rationnel scientifique de NOX-A12 repose donc sur l'inhibition de cette revascularisation afin de limiter le risque de rechute du cancer.

L'étude de phase 1/2 sur NOX-A12 plus RT est conçue pour recruter 9 patients GBM nouvellement diagnostiqués, porteurs de MGMT non méthylée et dont la tumeur n'a pas été complètement retirée par la chirurgie. L'objectif principal de l'étude est d'évaluer l'innocuité et la tolérance de cette association. Les critères secondaires observés seront la vascularisation de la tumeur par IRM afin de confirmer le mécanisme d'action prévu pour l'inhibition de CXCL12 dans le GBM, la survie sans progression (PFS) et la survie globale (OS) avec une barre attendue à 6 et 10 mois respectivement. L'étude s'articule en 3 cohortes (3 patients/cohorte) et vise à déterminer une dose recommandée de phase 2 pour NOX-A12 plus RT.

Pour rappel, dans les modèles précliniques de GBM, la combinaison de NOX-A12 et de la RT a pu augmenter de manière substantielle la survie des rats porteurs de la tumeur. En outre, l'université de Stanford, aux États-Unis, a démontré l'importance de l'inhibition de CXCL12 / CXCR4 dans la réduction du risque de récurrence du GBM, en utilisant le plerixafor. Les résultats de l'étude de phase 1/2 sur plerixafor plus RT chez des patients GBM nouvellement diagnostiqués ont montré que la thérapie combinée réduisait le volume sanguin cérébral et le taux de récurrence de la maladie. Ces données suggèrent une activité clinique distincte de la combinaison antagoniste CXCR4 plus RT dans le GBM, qui pourrait vaincre la résistance à la RT dans ce type de tumeur. Dans ce contexte, avec un mécanisme d'action plus large et un profil de pharmacocinétique supérieur, nous pensons que NOX-A12 pourrait potentiellement apporter un bénéfice clinique significatif en association avec la RT chez les patients atteints de GBM. De plus, en raison du taux élevé d'échecs cliniques, le traitement de référence n'a pas évolué significativement depuis 2005. En 2017, bevacizumab (Avastin de Roche), un anticorps anti-VEGF, a été approuvé dans le traitement du GBM en deuxième ligne en combinaison avec la lomustine, un agent de chimiothérapie. Or, l'association bevacizumab (Avastin) + lomustine vs lomustine seul n'a permis d'augmenter uniquement la PFS (4,2 mois vs 1,5 mois) sans efficacité sur la survie globale. Ces résultats devraient vraisemblablement stimuler l'intérêt des autorités réglementaires pour de nouveaux traitements contre le GBM avec des attentes limitées sur le volet de l'efficacité.

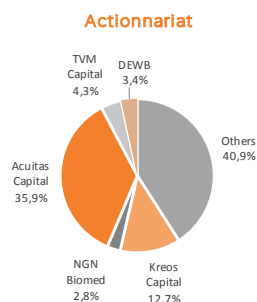
OC abaissé à 1,9€, opinion SOUS-REVUE en attendant le financement

Suite à la publication des résultats semestriels, nous ajustons notre valorisation sur différents points. Compte tenu de la décision du groupe d'élargir l'éventail de partenaires potentiels suggérant des difficultés à signer un accord de licence avec une big pharma, nous abaissons l'upfront (5m€ vs 10m€ préc.) et les paiements d'étape liés à la signature d'un accord de licence avant fin 2020 sur NOX-A12 + anti-PD1. Nous intégrons les AK de juillet et août pour un montant total de 1,5m€ via l'émission de 2,76m actions nouvelle (vs AK de 500k€, 801k actions nouvelles précédemment intégrées). Par ailleurs, nous incluons dans notre modèle un nouveau financement de 2,5m€, sous la forme d'une AK réalisée d'ici février 2020 avec une décote de -15% par rapport au dernier cours, générant 8,5m actions supplémentaires. Enfin, nous relevons notre bêta à 3x (vs 2,5x préc.) afin de refléter les incertitudes sur l'horizon de trésorerie ce qui augmente notre WACC à 19,5% (vs 16% préc.). Notre OC est ainsi abaissé à 1,9€ (vs 2,8€ préc.). Ce dernier comprend uniquement NOX-A12 dans le cancer du pancréas et colorectal alors que nous attendons des premiers résultats de NOX-A12 + RT dans le GBM avant d'éventuellement intégrer cette indication. Compte tenu des besoins financiers pressants pour assurer la poursuite du développement clinique et dans l'attente d'une opération de financement, nous passons notre opinion SOUS-REVUE (vs ACHAT).

THESE D'INVESTISSEMENT

En dépit des 2 levées (1,5m€ au total) réalisées en juillet et août, la position de trésorerie à fin juin s'établit à 1,9m€ offrant une visibilité jusqu'à février 2020. Un apport additionnel de 2,5m€ devrait être nécessaire pour financer le groupe jusqu'à mi-2020. Le newsflow clinique attendu d'ici mi-2020 est étoffé (résultats 1ère cohorte dans le GBM, compte rendu du partenaire sur la 3ème indication) rendant encore plus capitale la réalisation d'une opération de financement. Compte tenu de la visibilité limitée et dans l'attente d'un financement complémentaire indispensable, nous passons notre opinion SOUS-REVUE (vs ACHAT).

DONNÉES FINANCIÈRES



Données par action	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
BNA publié	-14,77	-6,71	-2,54	-2,70	-0,40	-0,05	-0,19	0,08
BNA corrigé dilué	-14,77	-6,71	-2,54	-2,70	-0,40	-0,05	-0,19	0,08
Ecart /consensus	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Ratios valorisation	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,2x
VE/CA	n.s.	87,92x	144,40x	12,98x	21,49x	1,16x	23,04x	1,11x
VE/EBITDA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,5x
VE/EBITA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,5x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	39,3%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	39,3%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Cours en €	n.s.	22,0	15,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Capitalisation	n.s.	45	36	4	4	4	4	4
Dette Nette	4,6	0,6	1,9	0,5	3,7	1,8	4,3	1,5
Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- corrections	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	n.s.	46	38	5	8	6	9	6

Compte résultat (m€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
CA	0	1	0	0	0	5	0	5
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBITDA	-15	-8	-5	-4	-5	0	-5	2
EBITA	-15	-9	-5	-4	-5	0	-5	2
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBIT	-15	-9	-5	-4	-5	0	-5	2
Résultat financier	-1	-2	-1	-6	0	0	0	0
IS	0	0	0	0	0	-1	0	0
SME+Minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
RN pdg publié	-16	-11	-5	-11	-5	-1	-5	2
RN pdg corrigé	-16	-11	-5	-11	-5	-1	-5	2
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Tableau de flux (m€)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA	-15	-8	-5	-4	-5	0	-5	2
IS théorique / EBITA	0	0	0	0	0	-1	0	0
Total capex	0	0	0	0	0	0	0	0
FCF op. net IS avt BFR	-15	-8	-5	-4	-5	-1	-5	2
Variation BFR	-1	1	0	0	0	0	0	0
FCF op.net IS après BFR	-15	-7	-5	-4	-5	-1	-5	2
Acquisitions/cessions	0	0	0	0	0	0	0	0
Variation de capital	16	7	3	8	2	3	3	0
Dividendes versés nets	0	0	0	0	0	0	0	0
Autres dont correction IS	-1	-2	-1	-6	0	0	0	0
Free cash-flow publié	-1	-2	-3	-3	-4	2	-3	2

Bilan	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Actifs immobilisés	1	0	0	0	0	0	0	0
dont incorporels/GW	0	0	0	0	0	0	0	0
BFR	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Capitaux Propres groupe	-7	-2	-4	-3	-6	-4	-6	-4
Minoritaires	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisions	0	0	0	0	0	0	0	0
Dette fl. nette	5	1	2	0	4	2	4	2

Ratios financiers (%)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EBITDA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	43,6%
EBITA/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	43,6%
RN corrigé/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	43,6%
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-108,6%
ROE corrigé	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-64,2%
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,7x

Source : company, Invest Securities Estimates

Prochains événements

T2 20 : 1ère cohorte GBM
T2 20 : option big pharma
2020 : accord sur NOX-A12

ANALYSE SWOT

FORCES

- Mécanisme d'action unique
- Potentiel en combinaison

FAIBLESSES

- Marché concurrenté
- Dilution potentielle

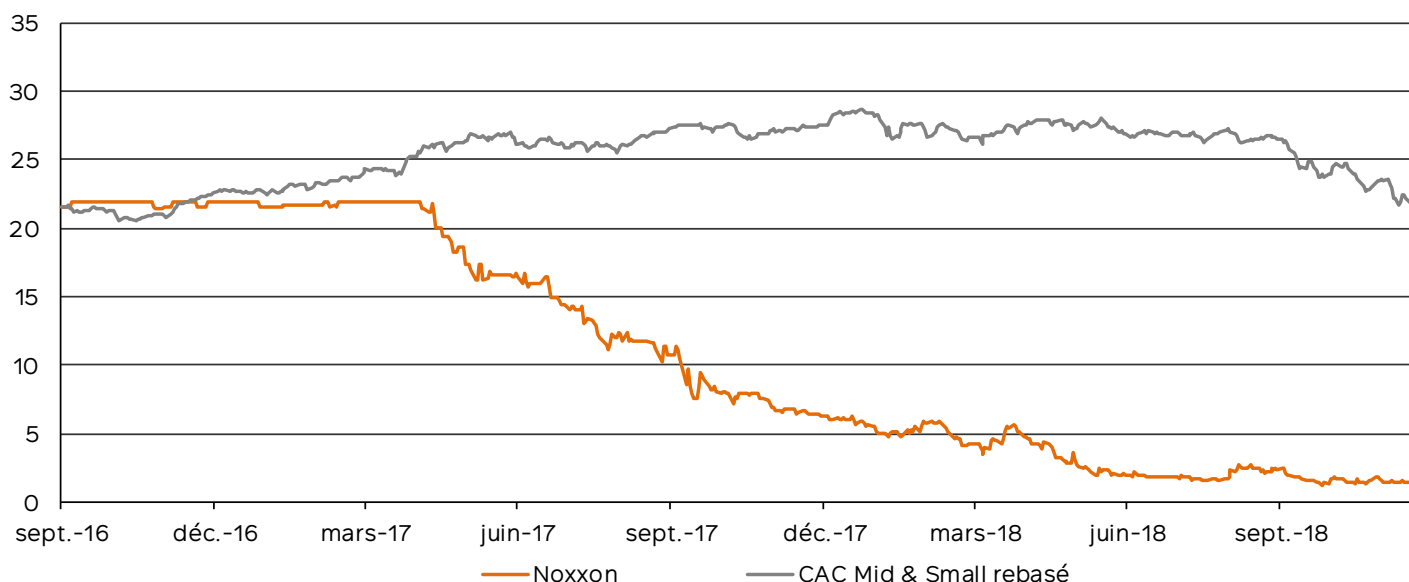
OPPORTUNITES

- Accords de licence
- Extension d'indications

MENACES

- Risques cliniques et réglementaires
- Risques commerciaux
- Risques légaux

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



DÉTECTION DES CONFLITS D'INTÉRÊTS

	Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat de liquidité	Listing Sponsor	Contrat d'analyse
Noxxon	Oui	Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

AVERTISSEMENT

Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation d'achat ou de vente des actions et/ou obligations émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement Européen sur les abus de marché. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens des articles L.411-2, D.411-1 et D.411-4 du Code monétaire et financier. Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@invest-securities.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@invest-securities.com

Anne Bellavoine
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@invest-securities.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Adjoint

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@invest-securities.com

ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@invest-securities.com

Johann Carrier
Stock-Picking

+33 1 44 88 77 88
jcarrier@invest-securities.com

Bruno Duclos
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bduclos@invest-securities.com

Benoit Faure-Jarrosion
Immobilier

+33 1 44 88 77 88
bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Christian Guyot
Biens de Consommation

+33 1 80 97 22 01
cguyot@invest-securities.com

Matthieu Lavillunière, CFA
Technologie

+33 1 73 73 90 34
mlavilluniere@invest-securities.com

Ludovic Martin, CFA
Biens de Consommation

+33 1 73 73 90 36
lmartin@invest-securities.com

Vladimir Minot
Immobilier

+33 1 73 73 90 25
vminot@invest-securities.com

Thibault Morel
Technologie

+33 1 44 88 77 97
tmorel@invest-securities.com

Jean-Louis Sempé
Automobile

+33 1 73 73 90 35
jlsampe@invest-securities.com

Olga Smolentseva
Biotechs

+33 1 44 88 88 09
osmolentseva@invest-securities.com

Thibaut Voglimacci
Medtechs / Biotechs

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@invest-securities.com

SALLE DE MARCHÉ

François Habrias
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 70
fhabrias@invest-securities.com

Dominique Humbert
Vendeur-Négociateur

+33 1 55 35 55 64
dhumbert@invest-securities.com

Bertrand Le Mollé-Montanguon
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
blmm@invest-securities.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@invest-securities.com

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65
kstuart@invest-securities.com

Renaud Vallette Viallard
Vente Institutionnelle

+33 1 72 38 26 32
rvv@invest-securities.com

Frédéric Vals
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 71
fvals@invest-securities.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55 66
troussilhe@invest-securities.com

Claude Bouyer
Senior Advisor

+33 1 44 88 88 02
cbouyer@invest-securities.com