

ACTUALISATION + CONTACT SOCIÉTÉ

RECENTRAGE, DISCIPLINE FINANCIÈRE ET CRÉATION DE VALEUR

OSE a dernièrement dévoilé son plan stratégique 2026–2028, première feuille de route structurée de la nouvelle gouvernance, fondée sur un recentrage des ressources, une discipline financière accrue et un retour à la lisibilité vis-à-vis du marché. La création de valeur repose principalement sur la finalisation de la Phase III de Tedopi® et le redéploiement sélectif de Lusvertikimab dans une logique partenariale, dans un environnement concurrentiel de plus en plus favorable aux administrations orales et sous-cutanées. Le plan, estimé à environ 90m€ sur 3 ans, s'appuie sur une opération en fonds propres comme pilier central, complétée de manière plus marginale par de la dette restructurée et d'éventuels milestones, notamment celui de 17,5m€ de Boehringer Ingelheim attendu à moyen terme. Après ajustement de nos hypothèses de revenus vs dépenses sur la période 2026/28, et de nos hypothèses de plan R&D, notre OC est révisé à 10,6€ vs 11,9€, avec une recommandation maintenue à l'Achat.

Jamila El Bougrini, PhD,
MBA
+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@all-invest.com

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

Document achevé de
rédiger le 08/01/2026 06:43

Document publié le
08/01/2026 06:43

Plan 2026/28: nouvelle gouvernance pour restaurer la lisibilité stratégique

La présentation du plan stratégique 2026–2028 d'OSE Immunotherapeutics s'inscrit dans un contexte de profonde recomposition de la gouvernance. À l'issue de l'assemblée générale du 30 septembre, marquée par plusieurs mois de tensions publiques et de procédures judiciaires, les fondateurs historiques ont repris le contrôle effectif de la société, après validation par le Tribunal de commerce de la régularité de leur action de concert. Cette séquence a mis un terme à une période d'instabilité qui pesait lourdement sur la perception du titre et sur la crédibilité de la trajectoire stratégique.

Depuis le 1er octobre, la nouvelle équipe dirigeante a engagé un audit approfondi de l'ensemble des activités. Ce travail a permis de poser un diagnostic clair : une « dispersion » des ressources, une intensité capitalistique mal maîtrisée et un déficit de lisibilité vis-à-vis du marché. Le plan présenté récemment constitue la première traduction concrète de cette reprise en main, avec pour ambition de remettre la société sur une trajectoire lisible, finançable et créatrice de valeur.

Une ambition claire à 3 ans : faire plus avec moins !

Le plan 2026–2028 repose sur une philosophie assumée de discipline et de pragmatisme. L'objectif n'est pas d'élargir le périmètre d'activités, mais au contraire de concentrer les investissements sur les actifs les plus avancés et les plus susceptibles de générer des catalyseurs cliniques, partenariaux et boursiers à court et moyen terme. Cette approche vise à limiter le cash burn, à assurer un flux régulier de nouvelles cliniques et à restaurer la crédibilité financière de la société après une période de gouvernance très chahutée.

La création de valeur s'articule autour d'un nombre volontairement restreint de priorités, permettant à la fois une exécution plus rigoureuse et une meilleure compréhension du projet par les investisseurs institutionnels. En substance, le plan s'articule autour de 4 piliers stratégiques prioritaires: (i) finalisation de la Ph III Tedopi dans le cancer du poumon à moindre coût, (ii) développement du Lusvertikimab en formulation IV dans 1 ou 2 nouvelles indications rares, (iii) développement du Lusvertikimab en formulation SC

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.

1/16

en €/action	2025e	2026e	2027e
BPA ajusté	-1,50	-1,08	-1,41
var. 1 an	n.s.	-188,0%	n.s.
Révisions	+0,0%	+0,0%	+0,0%
au 31/12	2025e	2026e	2027e
PE	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	23,77x	8,10x	13,45x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield*	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours de clôture du	07/01/2026	5,2	
Nb d'actions (m)		22,5	
Capitalisation (m€)		116	
Capi. flottante (m€)		84	
ISIN		FR0012127173	
Ticker		OSE-FR	
Secteur DJ		Health Technology	
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+3,2%	-22,9%	+0,6%
Variation relative	-0,3%	-26,9%	-1,7%

Source : Factset, estimations Invest Securities

8 janvier 2026

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION.

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources, ne constituent en aucun cas une recommandation d'achat ou de vente.

73, bd Haussmann - 75008 Paris
T : +33 (0)1 80 97 22 01
invest-securities.com

Downloaded from <https://equity-research.invest-securities.com> by Sacha Pouget on 03/03/26. All rights reserved to the document author.

You may not reproduce, retransmit, distribute, disseminate, sell, publish, broadcast or circulate to anyone without the express written consent of Invest Securities and the research provider.

pour la rectocolite hémorragique et s'adosser au biomarqueur, et (iv) maintien d'un leadership scientifique fort via l'innovation au sein du hub nantais.

1. Tedopi®, pierre angulaire de la création de valeur clinique d'OSE

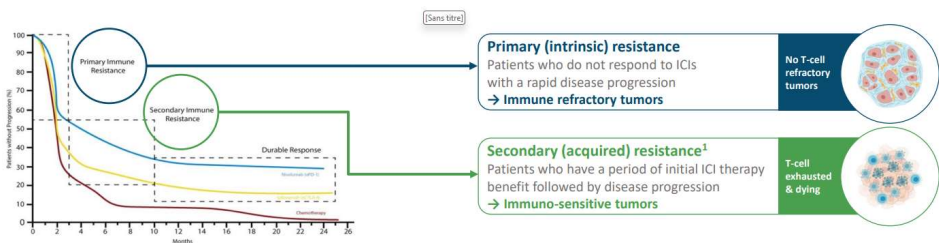
Le recentrage stratégique s'illustre avant tout par le retour de Tedopi® au cœur du projet industriel. La poursuite de l'essai de Ph III Artemia dans le cancer du poumon non à petites cellules en deuxième ligne post-ICI devient la priorité absolue du plan, alors même que l'ancienne gouvernance évoquait encore récemment la possibilité d'un arrêt du programme. Ce changement de cap traduit une lecture plus favorable du rapport risque/rendement de l'actif.

Tedopi® évolue dans un marché particulièrement attractif, avec une population cible estimée entre 50 000 et 100 000 patients et un potentiel de pricing d'environ 100k€ par patient et par an, soit un marché adressable compris entre 5 et 10Mds€. Sur le plan opérationnel, le recrutement progresse conformément aux attentes. Une analyse de futilité est prévue au T3 26, tandis que la lecture des résultats finaux est attendue début 2028. En complément, les programmes d'accès compassionnel déployés en France et en Europe apportent des premiers retours cliniques et commerciaux valorisants, ainsi que des revenus additionnels modestes mais utiles dans une logique de maîtrise de la trésorerie.

Rationnel biologique et clinique fort d'un positionnement en échec post-ICI dans le NSCLC

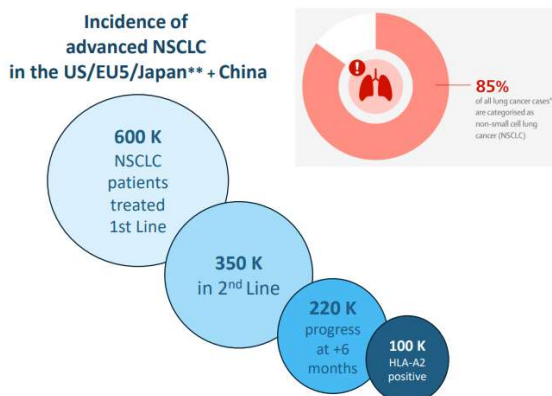
Tedopi® is a novel cancer vaccine with a strong biological rational in post-ICI secondary resistance

Shifting paradigms with cancer vaccine immunotherapy



Tedopi® has the **potential to rejuvenate & refresh specific TILs** in immuno-sensitive tumors. Neopeptide-specific T cells have tumor killing potential and limited side effects.

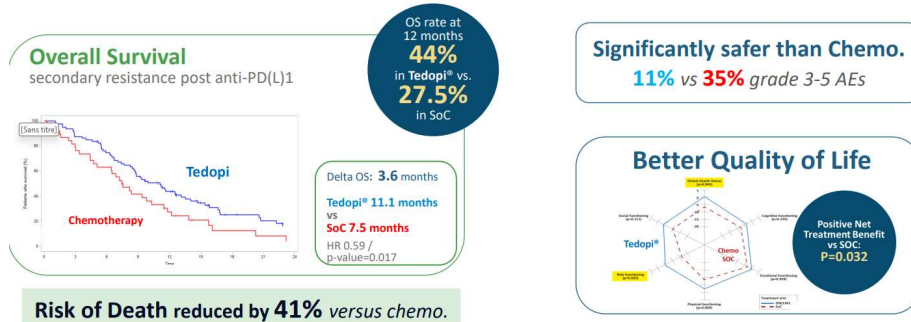
Rationnel thérapeutique conforté par un réel potentiel de marché



Premières données cliniques concluantes en Ph III

Clinically meaningful benefit of Tedopi® in 3rd line NSCLC

Randomized Phase 3 with positive results vs. standard of care (SOC)



Bénéfice clinique qui se compare positivement à la concurrence

Tedopi® delivers important clinical benefits vs competition

Better Safety profile and QoL in current landscape of late-stage drug development post CT-IO

Company	OSE	MIRATI	Exelixis	Merck	Novartis	Biontech	AstraZeneca	Gilead	Sanofi	Abbvie
Target	Multi-epitopes vaccine	TKIs (anti-angiogenic)	TKIs (anti-angiogenic)	TKIs (anti-angiogenic)	Checkpoint Inhibitors	Checkpoint Inhibitors	ADCS	ADCS	ADCS	ADCS
Current Study	ATLANTE-1	SAPPHIRE	CONTACT-01	LEAP-008	COSTAR Lung	PRESERVE-003	Tropion-LUNG1	EVOKE-01	CARMEN-LC03	NCT04928846
n	219 118 (secondary resistant)	500	350	405	750	600	604	580	554	698
Therapy	Tedopi® vs docetaxel	Sitra + Opdivo vs. docetaxel	Cabo+Tecentriq vs. docetaxel	Lenva + Keytruda vs. docetaxel	Cobolimab + Jemperli vs. docetaxel	Gostitobart vs. docetaxel	datopotamab deruxtecan vs docetaxel	Sacituzumab Govitecan-hzly vs docetaxel	SAR408701 vs. docetaxel	Telisozumab Vedotin vs. Docetaxel
Primary endpoints	OS	OS	OS	PFS and OS	OS	OS	PFS and OS	OS	PFS and OS	PFS and OS
Initiation	2017	Q3 2019	Q3 2020	Q2 2019	Dec 2020	Q2 2023	Q4 2020	Q4 2021	Q1 2020	Q1 2022
Read-out	2022	Failed	Failed	Failed	Q2 2025	Q2 2026	Failed	Failed	Failed	Q1 2028
Safety data from early-stage trials in NSCLC post-ICI										
- TEAEs G3/4	11%	53%	39%	78%	43%	25-30%	> 50%	36%	36%	36%
Source	Besse et al. 2023	Borghaei et al, Annals Oncol 2023	Neal et al, ASCO 2022	Taylor et al, J. Clin. Oncol. 38, 1154-1163	Daivar et al, SITC 2018	He et al, ASCO 2023	ESMO 2023 WCLC 2024	ASCO 2024	Gazzah et al, ASCO 2020	Camidge et al, WCLC 2021

36 OSE IMMUNOTHERAPEUTICS 1 - OSE internal analysis based on publicly available information. 2 - World Health Organization, Globocan 2020 Fact Sheet. Available at: <https://gco.iarc.fr/today/data/factsheets/populations/900-world-fact-sheets.pdf>. Accessed December 2021. OSE internal analysis based on publicly available data. Note: No direct head-to-head data available. Caution advised when comparing across studies

Potentiel au-delà du cancer NSCLC: d'autres cancers à l'étude avec Tedopi

Further additional potential clinical value in combination NSCLC, PDAC and OC

Phase 2 ISS trials in combination with immunotherapy or chemotherapy treatments

2 nd line post 1 st line chemo IO	Maintenance setting post standard of care	
CombITED - NSCLC In combination with nivolumab	TEDOVA - Ovarian Cancer In combination with pembrolizumab	TEDOPaM - Pancreatic Cancer In combination with FOLFIRI
Tedopi® Plus Docetaxel or Tedopi Plus Nivolumab as 2 nd line Therapy in Metastatic NSCLC failing standard 1 st line Chemo-immunotherapy ¹	Tedopi® Alone or in Combination With Pembrolizumab vs Best Supportive Care as Maintenance in Patients with Platinum-Sensitive Recurrent Ovarian Cancer ²	Tedopi® plus FOLFIRI vs FOLFIRI as Maintenance Treatment in Controlled Advanced or Metastatic Pancreatic Ductal Adenocarcinoma after 8 Cycles of FOLFIRINOX ³
Sponsored by FoRT PI: Federico CAPPUZZO (Roma Cancer Institute) Italy /Spain/ France	Sponsored by ARCAGY-GINECO PI: Alexandra LEARY (Gustave Roussy Institute) France/ Germany/ Belgium	Sponsored by GERCOR PRODIGE PI: Cindy NEUZILLET (Curie Institute, France)
Recruitment completed Q3 2025 Readout expected H2 2026	Recruitment completed Q4 2024 Readout expected in Q2 2026	Positive Topline Result with primary endpoint met (ASCO 2025)

2. Lusvertikimab : redéploiement sélectif et création d'optionnalité partenariale

La stratégie autour de Lusvertikimab est profondément révisée afin de mieux tenir compte des contraintes financières et de l'évolution du paysage concurrentiel. La société acte l'abandon d'un développement de Ph IIb complet dans la rectocolite hémorragique, un projet estimé à près de 150m€ raisonnablement et jugé incompatible avec la taille et les ressources d'OSE à ce stade. À la place, la nouvelle gouvernance privilégie une approche plus sélective et orientée partenariat.

Cette stratégie passe d'abord par le redéploiement de Lusvertikimab en formulation intraveineuse dans une ou deux indications rares ou spécialisées, choisies selon une logique de médecine de précision. Ces développements, plus rapides et moins consommateurs de capital, doivent permettre de constituer un dossier clinique solide en vue d'un partenariat à moyen terme. Les indications retenues et le plan de développement associé devraient être communiqués début 2026, avec un premier essai de Ph IIa initié dès le début de l'année.

3. Rectocolite hémorragique : adaptation au marché et stratégie de licence

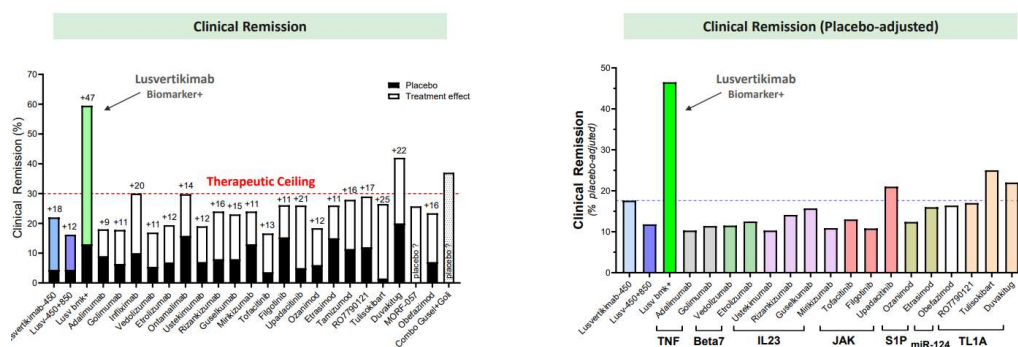
Dans la rectocolite hémorragique, OSE ajuste sa stratégie afin de mieux répondre aux attentes du marché, désormais largement dominé par les voies d'administration orales et sous-cutanées. La société prévoit ainsi de basculer Lusvertikimab vers une formulation sous-cutanée, plus en phase avec les standards de prise en charge actuels et la préférence des patients comme des prescripteurs.

Des données récemment publiées par Johnson & Johnson dans les maladies inflammatoires chroniques confirment une tendance de fond : la préférence croissante du marché pour les traitements oraux et sous-cutanés, au détriment des administrations intraveineuses. Ces évolutions valident en partie les stratégies développées par certains acteurs du secteur, notamment Abivax, dont les avancées cliniques ont été saluées par le marché. Pour OSE, ces dynamiques constituent à la fois une opportunité et un défi. Elles renforcent la pertinence du virage vers une formulation SC de Lusvertikimab, mais soulignent également la nécessité de démontrer une différenciation clinique claire pour les actifs administrés par voie IV, sous peine de voir leur potentiel commercial se réduire face à une concurrence de plus en plus intense.

Résultats de Ph II compétitifs sur le plan clinique

Lusvertikimab in the context of the therapeutic ceiling & competitive landscape*

In the CoTikiS biomarker-positive population (~30% of UC population)



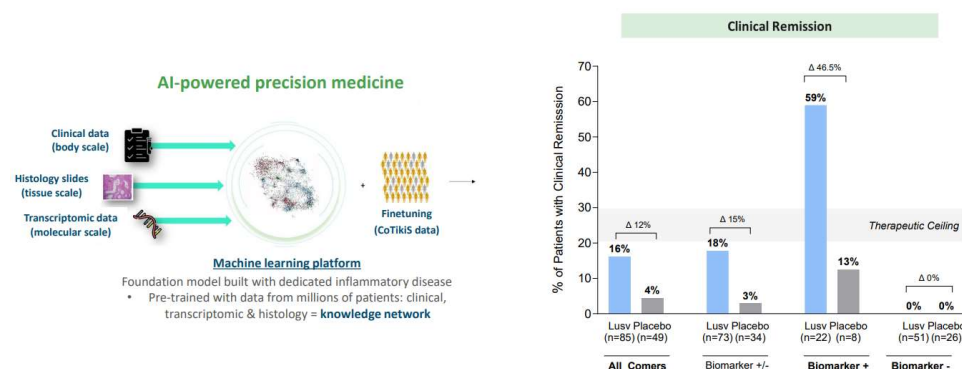
*Based on placebo-adjusted Induction Phase 2b/3 results, not head-to-head comparison

Cette évolution s'appuie sur les résultats encourageants de l'étude de Ph II CoTikiS, qui ont mis en évidence une réponse clinique marquée chez environ 25% des patients, corrélée à l'identification d'un biomarqueur prédictif. Si ces données sont confirmées dans les études de bioéquivalence à venir, près de 30% des patients pourraient atteindre une rémission clinique. L'objectif stratégique n'est pas de porter seul un développement tardif, mais de maximiser la valeur de l'actif afin de le céder ou de le licencier à un partenaire industriel une fois les principaux verrous levés.

Développement d'un biomarqueur pour cibler les patients répondeurs

Potential for highly sensitive and specific prediction* of clinical remission

Biomarker-positive population represents ~30% of CoTikiS cohort

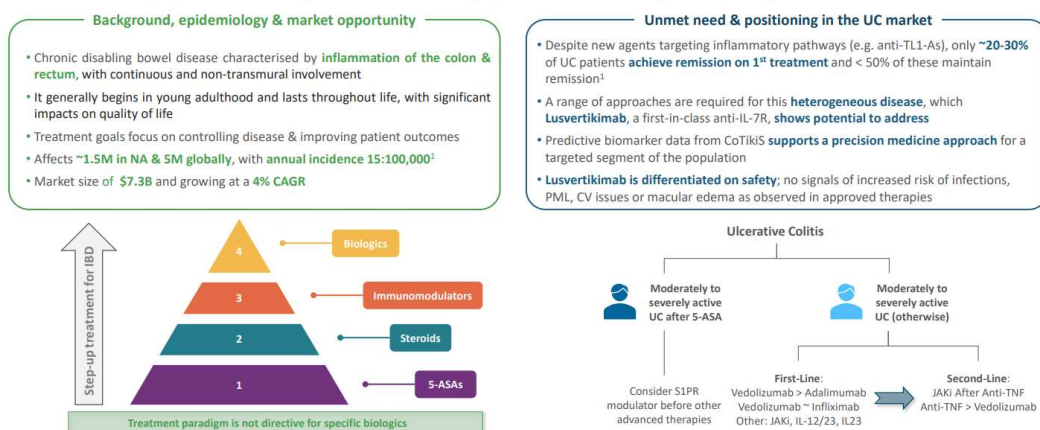


27

*Composite IL7R axis biomarker identified with fine-tuning on CoTikiS phase 2

La rectocolite hémorragique, un marché attractif

Market opportunity for UC supports multiple players



26

OSE IMMUNOTHERAPEUTICS

1: Yanofsky. Journal of the Canadian Association of Gastroenterology, 2025, 8, S6-S14; Le Berre et al. The Lancet, Vol 402, Issue 10401, 571 - 584

4. Préserver un leadership scientifique via la R&D et l'innovation

Malgré le recentrage opéré sur le portefeuille clinique, la nouvelle gouvernance réaffirme son attachement au maintien d'un socle d'innovation fort. Le site de recherche et développement de Nantes demeure un pilier stratégique, reconnu pour l'originalité de ses approches en immunologie et la qualité de ses brevets first-in-class. Au-delà du soutien aux programmes existants, cette plateforme doit continuer à générer de nouvelles opportunités, notamment à travers l'exploration de stratégies de combinaison autour de Lusvertikimab et une gestion active de la propriété intellectuelle.

Une rupture de méthode plus que de vision

En définitive, le plan stratégique 2026–2028 d'OSE ImmunoTherapeutics consacre un recentrage assumé autour de Tedopi® et de Lusvertikimab, dans une logique de discipline financière et de création de valeur pragmatique. S'il ne révolutionne pas la trajectoire scientifique de la société, il marque une rupture nette avec la gouvernance précédente par sa méthode, son séquençement et sa volonté de restaurer la confiance du marché.

La capacité de la nouvelle équipe dirigeante à exécuter cette feuille de route sans dérapage, à livrer les jalons cliniques attendus et à concrétiser des partenariats structurants sera désormais déterminante pour transformer cette nouvelle phase de gouvernance en création de valeur clinique et boursière durable.

Partenariats industriels : ajustement pragmatique avec AbbVie

La réorganisation de l'alliance avec AbbVie autour du programme ABBV-230 illustre la volonté d'optimiser la répartition des rôles entre partenaires. OSE reprend temporairement la main sur le développement précoce, incluant le préclinique et la future Ph I, qu'elle financera sous réserve des ressources disponibles, tandis qu'AbbVie conserve la responsabilité des phases cliniques avancées et de la commercialisation.

Si cette évolution se traduit par la perte du milestone associé au lancement de la Ph I, la valeur économique globale de l'accord reste inchangée. Les droits commerciaux, les royalties et les milestones tardifs demeurent en place, préservant ainsi le potentiel de création de valeur à long terme de ce partenariat stratégique.

Discipline financière et renforcement de la structure bilancielle

Le plan 2026–2028 repose sur des besoins de financement estimés à environ 30m€ par an sur trois ans. La stratégie financière vise à combiner plusieurs leviers afin de sécuriser l'exécution du plan tout en limitant la pression sur la trésorerie. L'augmentation de capital constitue la colonne vertébrale du dispositif, complétée par une restructuration de la dette existante – notamment les 17m€ restant dus à la BEI –, le recours à de nouvelles dettes publiques ou privées, ainsi que l'encaissement de milestones partenaires, dont les 17,5m€ attendus de Boehringer Ingelheim dans l'horizon 2026–2028. Les revenus issus des programmes d'accès compassionnel de Tedopi® viendront également compléter cet ensemble.

Au-delà du financement de la R&D, la levée de fonds vise également à renforcer l'actionnariat institutionnel de long terme et à améliorer la structure bilancielle de la société. Cette solidité financière est perçue comme un prérequis pour aborder d'éventuelles discussions de M&A sans urgence de trésorerie et dans de meilleures conditions de négociation. L'option d'une cotation au Nasdaq reste ouverte, même si la société estime que le moment n'est pas encore venu pour engager un tel projet (trésorerie et niveau de cours de bourse).

Dans le prolongement de la communication publiée par la société le 9 décembre 2025, un échange approfondi avec la direction financière a permis d'affiner la compréhension des besoins de financement associés à l'exécution du plan stratégique 2026–2028. Sur la base d'un cash burn opérationnel moyen estimé à environ 30m€/an sur la durée du plan, et en tenant compte d'une visibilité financière actuelle s'étendant jusqu'au début du T4 26, nous posons l'hypothèse d'une position de trésorerie d'environ 20m€ à fin 2025. Dans ce cadre, le besoin de refinancement global nécessaire pour couvrir l'intégralité du plan sur trois ans est donc estimé entre 70 et 80m€, en fonction notamment des indications qui seront retenues pour les développements de Ph IIa dans l'inflammation. Selon les choix opérés, le coût d'un essai de Ph IIa peut en effet varier sensiblement, de l'ordre de 10 à 15m€ par indication.

Concernant la dette existante auprès de la BEI, l'hypothèse d'un maintien d'un coût d'intérêt annuel d'environ 1m€, sur la base d'un taux proche de 5%, sans remboursement du principal avant 2029, est jugée cohérente au vu de la stratégie envisagée. En revanche, la tranche de 5m€ initialement considérée comme encore mobilisable, ne l'est en fait plus dans le cadre contractuel actuel. Tout nouveau tirage nécessiterait la mise en place d'un nouveau contrat avec la BEI, lequel pourrait permettre à la fois de refinancer les 17m€ existants et de lever un montant additionnel. Cette option resterait toutefois fortement conditionnée à l'ampleur de l'opération en fonds propres préalable.

Ce point a également des implications en matière de dilution potentielle. Les bons de souscription d'actions (BSA) attachés au contrat BEI existant resteraient inchangés, mais un nouveau contrat impliquerait mécaniquement l'émission de nouveaux instruments de ce type. Bien que contraignant, il s'agit toutefois d'un passage difficilement évitable dans le cadre d'une restructuration de la dette via un nouvel accord.

Sur la base de ces éléments, nous avons estimé ce que pourrait être le plan de dépenses pour soutenir le plan à 3 ans présenté. Le coût restant à engager pour finaliser l'essai de Ph III Artemia sur Tedopi® est désormais estimé proche de 15m€, en tenant compte de l'ouverture d'un plus grand nombre de centres afin d'optimiser le recrutement, par l'ajout d'analyses complémentaires, mais également par des coûts indirects liés aux études de combinaison avec OSE-279 (anti-PD-1) et aux essais académiques dans lesquels OSE, sans être sponsor, fournit le produit. Ces éléments représenteraient environ 5m€ supplémentaires étalés sur 2026 et 2027.

Pour ce qui concerne Lusverkitumab, l'étude de bioéquivalence dans la rectocolite hémorragique est estimée à environ 10m€, incluant le travail de formulation sous-cutanée et une étude de Ph I de taille limitée chez des volontaires sains. S'agissant des développements de Lusvertikimab en Ph IIa dans des indications rares ou spécialisées, le coût a été précisé à 10 à 15m€ par indication. La société se laisse par ailleurs la possibilité de ne lancer qu'une seule indication dans un premier temps, si une opportunité apparaît comme particulièrement évidente, quitte à approfondir ultérieurement une seconde option.

Enfin, le coût de la Ph I du programme ABBV-230 est confirmé autour de 10m€, avec une particularité importante sur le phasage des dépenses. L'essentiel de ce budget serait "backloadé" sur 2027, tandis que 2026 serait davantage consacrée à des travaux de CMC et d'optimisation, moins intensifs en capital.

Dans l'hypothèse de la réception du milestone de 17,5m€ attendu du partenaire BI sur l'horizon 2026-2028, le besoin de financement global pourrait être ramené dans une fourchette de 50 à 55m€. La direction financière reconnaît qu'au regard de la capitalisation boursière actuelle, il apparaît difficile de couvrir un tel besoin uniquement par des fonds propres sans poser des enjeux significatifs de dilution et d'absorption par le marché. La structure de financement envisagée repose donc clairement sur une opération en fonds propres comme socle central, autour de laquelle viendraient s'articuler de manière opportuniste d'autres instruments, qu'il s'agisse de dette additionnelle, de quasi-fonds propres (convertibles, ATM) mobilisables de façon progressive, ou d'éventuels milestones partenaires. Ces derniers sont considérés comme un potentiel "upside", mais ne sont pas intégrés dans le plan de financement de base.

En dehors des flux issus de partenariats existants ou futurs, jugés trop incertains pour constituer un pilier du financement, la question de la monétisation de revenus futurs, notamment autour de Tedopi®, a également été évoquée. Les mécanismes de type "royalty certificates" sont identifiés comme une option possible pour compléter le financement sans dilution immédiate, même s'ils ne constituent pas, à ce stade, la solution privilégiée. La direction financière indique que le calibrage et la nature des instruments complémentaires dépendront très largement des conditions et du succès

de l'opération en fonds propres, laquelle orientera l'ensemble de l'architecture financière du plan.

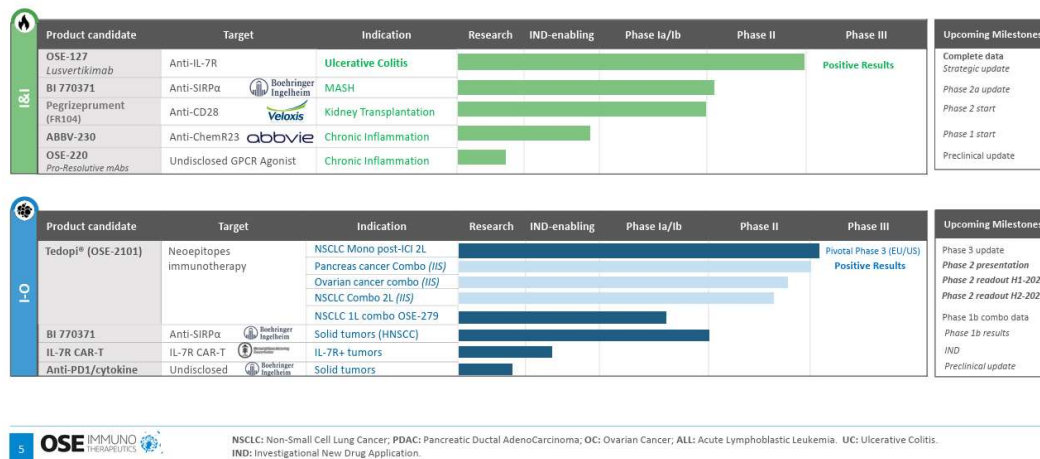
Opinion Achat maintenue avec un OC ajusté à 10,6€ vs 11,9€

Nous révisons notre objectif de cours à 10,6€ vs 11,9 € précédemment, à la suite de la mise à jour de notre modèle DCF, intégrant les ajustements financiers et R&D du plan stratégique 2026-2028 présenté par OSE Immuno. La baisse provient principalement d'un décalage des flux de trésorerie attendus pour Lusvertikimab dans la rectocolite hémorragique, avec un partenariat désormais modélisé en 2029 vs 2026 et une AMM en 2033 vs 2029 après une Phase III qui devra être conduite par le partenaire. Ce report allonge la durée de projection avant génération de cash-flows significatifs et accroît l'effet d'actualisation, réduisant la valeur présente nette des milestones et redevances associées, malgré une meilleure maîtrise du profil de risque financier à court terme.

Malgré cet ajustement de valorisation, notre perception du dossier demeure positive, portée par le recentrage stratégique, la discipline financière accrue et le potentiel de création de valeur des actifs clés. Dans ce contexte, et compte tenu du potentiel de revalorisation à moyen terme, nous réitérons notre opinion positive et maintenons notre recommandation à Achat.

ANNEXES 1

Pipeline riche et diversifié : combinant actifs en I&I (immunité et inflammation) et IO (immuno-oncologie)

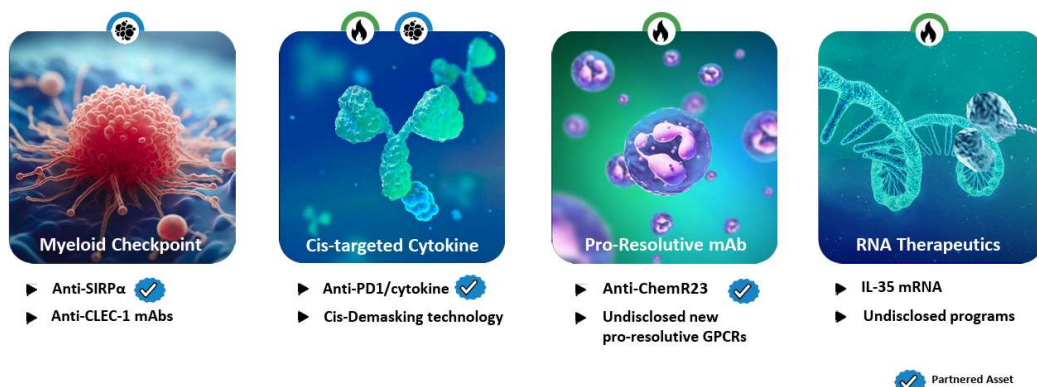


Principaux catalyseurs attendus à CT/MT : jalons R&D et autres versements anticipés des partenaires existants



ANNEXES 2

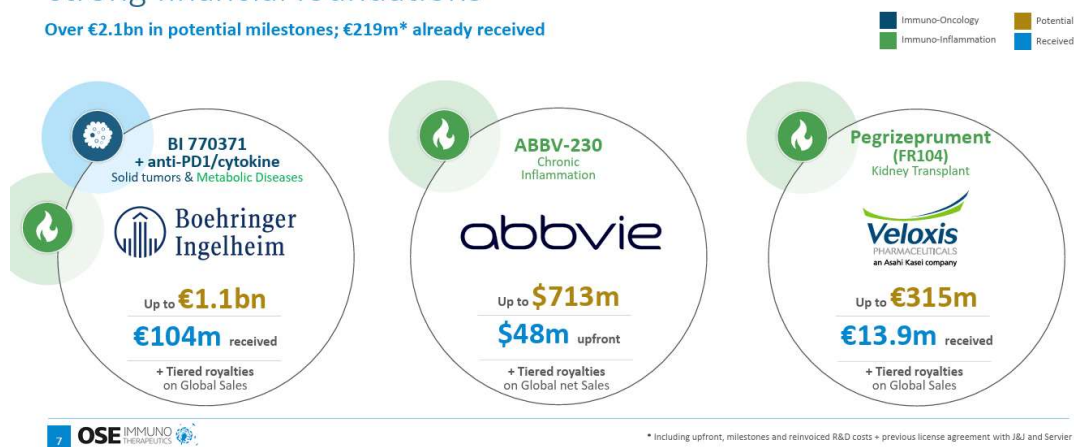
4 plateformes technologiques propriétaires : leviers pour la signature d'accords de licence et la création de valeur



Business model vertueux axé sur le partenariat : montant contractuel cumulé supérieur à 2mds€ dont 219m€ d'ores et déjà reçus

Strategic partners provide industry-leading clinical support & strong financial foundations

Over €2.1bn in potential milestones; €219m* already received



DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
BPA publié	-1,06	-0,93	-0,98	-1,27	1,71	-1,50	-1,08	-1,41
BPA ajusté dilué	-1,06	-0,93	-0,98	-1,27	1,71	-1,50	-1,08	-1,41
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-188,0%	n.s.	n.s.
BPA du consensus	-1,06	-0,93	-0,96	-1,18	1,53	-0,27	-0,68	-0,98
Ecart /consensus	+0,4%	-0,2%	+1,9%	+7,3%	+11,6%	+451,5%	+59,3%	+44,4%
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
Pay-out ratio	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-71%
FCF opérationnel net IS après BFR	-25,28	-22,87	-28,21	-29,78	30,59	-31,96	-16,19	-25,50
Actif Net Comptable	6,76	2,64	1,80	1,27	5,25	2,10	3,99	-0,08

Ratios de valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,9x	n.s.	n.s.	n.s.
P/AN	0,8x	4,1x	3,9x	3,5x	1,3x	3,2x	1,7x	n.s.
VE/CA	11,55x	7,64x	8,12x	48,54x	1,64x	23,77x	8,10x	13,45x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,1x	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	3,1x	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	32,0%	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	37,9%	n.s.	n.s.	n.s.
Rendement du dividende	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€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre moyen d'actions retenu (m)	15,6	18,2	18,2	18,2	21,9	22,5	22,5	22,5
Cours en €	5,7	10,7	7,1	4,4	6,6	6,8	6,8	6,8
Capitalisation	88,8	194,9	128,4	80,3	144,8	152,8	152,8	152,8
Dette Nette	-20,2	4,3	19,2	26,4	-14,8	19,0	43,3	75,0
Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions/ quasi-dettes	1,1	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Immobilisations financières	50,8	0,9	0,6	0,9	6,1	6,1	6,1	6,1
+/- corrections	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Valeur d'Entreprise (VE)	120,5	200,9	148,7	108,1	136,5	178,3	202,6	235,3

NB : Cours moyen annuel pour les exercices terminés

Ratios financiers (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	52,4%	n.s.	n.s.	n.s.
EBITA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	52,5%	n.s.	n.s.	n.s.
Taux d'imposition	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-6,0%	n.s.	n.s.	n.s.
RN ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	45,0%	n.s.	n.s.	n.s.
Conversion de l'EBITDA en FCF	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	118,3%	n.s.	n.s.	n.s.
Capex/CA	-2,0%	-1,8%	0,1%	-22,8%	-0,1%	-0,6%	-0,2%	-0,3%
BFR /CA	-81,2%	-18,1%	-12,3%	-77,9%	54,2%	14,0%	180,7%	6,0%
DSO (en jours de CA)	-296	-66	-45	-284	198	51	660	22
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	43,5%	n.s.	n.s.	n.s.
ROCE hors incorporels	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	79,0%	n.s.	n.s.	n.s.
ROE ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	32,6%	n.s.	n.s.	n.s.
DN/FP	n.s.	9,0%	58,7%	115,1%	n.s.	40,2%	48,2%	n.s.
DN/EBITDA ajusté (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-0,3x	n.s.	n.s.	n.s.
Ratio couverture des frais financiers	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	11,2x	n.s.	n.s.	n.s.

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Compte de résultat (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
CA	10,4	26,3	18,3	2,2	83,4	7,5	25,0	17,5
croissance organique	-59,8%	+152,2%	-30,4%	-87,8%	+3646,5%	-91,0%	+233,3%	-30,0%
var.	-59,8%	+152,2%	-30,4%	-87,8%	+3646,5%	-91,0%	+233,3%	-30,0%
EBITDA ajusté	-19,0	-16,6	-18,5	-23,0	43,7	-33,9	-18,1	-27,4
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-177,4%	n.s.	n.s.
Amortissements ajustés	-0,7	-2,7	-3,5	-3,5	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3
EBITA ajusté	(18,8)	(16,3)	(18,5)	(23,1)	43,8	(33,8)	(18,0)	(27,3)
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-177,1%	n.s.	n.s.
Eléments exceptionnels	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-18,8	-16,3	-18,5	-23,1	43,8	-33,8	-18,0	-27,3
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-177,1%	n.s.	n.s.
Résultat financier	-0,3	-0,6	0,5	-0,2	-3,9	0,1	0,1	0,1
Résultat avant impôt	-19,2	-17,2	-18,0	-23,2	39,8	-33,8	-18,0	-27,3
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-184,8%	n.s.	n.s.
IS	2,7	0,4	0,3	0,2	-2,4	0,0	-6,3	-4,4
SME + Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg publié	-16,4	-16,5	-17,8	-23,1	37,5	-33,7	-24,2	-31,6
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-189,8%	n.s.	n.s.
RN pdg ajusté	-16,4	-16,5	-17,8	-23,1	37,5	-33,7	-24,2	-31,6
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-189,8%	n.s.	n.s.
Tableau de flux de trésorerie (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté	-19,0	-16,6	-18,5	-23,0	43,7	-33,9	-18,1	-27,4
IS théorique / EBITA ajusté	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capex	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF opérationnel net IS avt BFR	-19,2	-17,1	-18,5	-23,5	43,7	-33,9	-18,1	-27,4
Variation BFR	-2,9	1,0	-3,1	-0,8	8,1	8,1	8,1	8,1
FCF opérationnel net IS après BFR	-22,1	-16,1	-21,6	-24,3	51,8	-25,8	-10,1	-19,4
Acquisitions/cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	17,4	0,3	0,0	11,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	2,5	0,4	0,3	0,2	12,7	0,0	-6,2	-4,3
Variation nette de trésorerie	-2,2	-15,4	-21,3	-12,7	64,7	-25,6	-16,1	-23,5
Bilan économique simplifié (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs immobilisés	94,5	57,7	54,6	51,6	55,5	55,5	55,5	55,5
- dont incorporels/GW	42,7	51,1	48,8	46,4	45,2	45,2	45,2	45,2
- dont actifs corporels	0,9	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
BFR	-8,5	-4,8	-2,2	-1,7	45,2	1,0	45,2	1,0
- dt créances clients	9,2	0,8	0,4	1,0	5,0	5,0	5,0	5,0
- dt stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux Propres groupe	105,1	47,9	32,7	23,0	115,1	47,2	89,7	-1,7
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	1,1	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Dette fi. nette	-20,2	4,3	19,2	26,4	-14,8	19,0	43,3	75,0
- dt dette financière brute	9,1	37,9	44,8	45,1	44,7	44,7	44,7	44,7
- dt trésorerie brute	29,4	33,6	25,6	18,7	59,6	25,7	1,4	-30,3

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

THÈSE D'INVESTISSEMENT

OSE IMMUNOTHERAPEUTICS est une société de biotechnologie spécialisée dans le développement de produits en immuno-oncologie et en maladies auto-immunes. L'entreprise a déjà signé plusieurs accords de partenariat très valorisants avec des acteurs tels que J&J, Servier, CKD, Veloxis, Boehringer Ingelheim et Abbvie, sur des actifs en phase I et II. Le business model tourné autour du partenariat permet à OSE Immuno, depuis son IPO, de se financer durablement grâce aux upfronts et milestones reçus. Son principal actif, Tedopi, a démontré des résultats encourageants sur la première partie de la phase III dans le traitement du NSCLC post ICI qui a été menée. L'étude a dû être arrêtée à sa moitié à cause de l'épidémie de Covid-19, mais une nouvelle étude pivot a été initiée fin 2024. Sur le plan inflammatoire, le produit OSE-127 a montré des résultats très encourageants dans la rectocolite hémorragique. Enfin, les programmes menés dans le cadre de collaborations de licence continuent d'avancer et de générer des revenus.

ANALYSE SWOT

FORCES

- ❑ Pipeline riche et diversifié en oncologie et maladies auto-immunes
- ❑ Plusieurs accords de licence signés
- ❑ Plusieurs plateformes technologiques innovantes et propriétaires (first-in-class)

OPPORTUNITES

- ❑ Essais en combinaison
- ❑ Extension des partenariats
- ❑ Activités M&A importantes en immunothérapie
- ❑ Perte de vitesse des traitements de référence (perte de brevets et arrivée des génériques)

FAIBLESSES

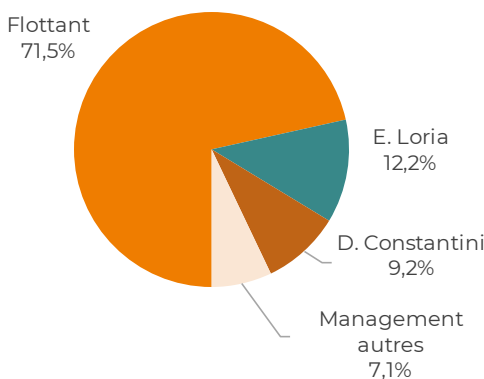
- ❑ Pipeline essentiellement mid-stage
- ❑ Dépendance financière vis-à-vis des partenaires

MENACES

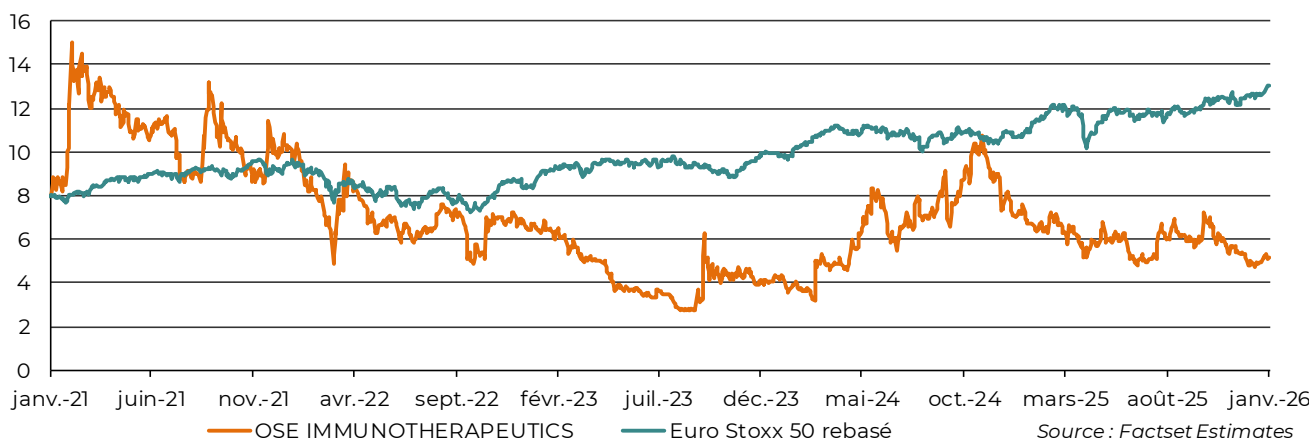
- ❑ Forte concurrence dans le champ IO
- ❑ Risques cliniques
- ❑ Risques réglementaires
- ❑ Risques commerciaux

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

ACTIONNARIAT



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, 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. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. 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 de l'article L.411-2 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.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Cours à date	Potentiel vs Objectif
OSE IMMUNOTHERAPEUTICS	Jamila El Bougrini	04-oct.-25	ACHAT	11,9	7,0	+71%
OSE IMMUNOTHERAPEUTICS	Jamila El Bougrini	12-mars.-25	ACHAT	14,7	5,8	+154%

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

OSE IMMUNOTHERAPEUTICS	
Invest Securities 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.	Non
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Non
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Non
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Non
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

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

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

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

Pascal Hadjedj
Directeur Général Délégué

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

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

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

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech

+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@all-invest.com

Benoît Faure-Jarrosso
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosso@all-invest.com

Jean-Pierre Loza
Analyste Biotech

+33 6 89 24 73 57
jploza@all-invest.com

Claire Meilland
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34
cmeilland@all-invest.com

Maud Servagnat
Analyste Média/Jeux Vidéo

+33 6 07 98 85 50
mservagnat@all-invest.com

**Thibaut Voglimacci-
Stephanopoli**
Analyste Medtechs / Biotech

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

Alexandre Xerri
Analyste Immobilier

+33 7 78 57 94 57
axerri@all-invest.com

SALLE DE MARCHÉ

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire

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

Anne Bellavoine
Senior Advisor

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

Eric Constant
Négociation

+33 1 55 35 55 64
econstant@all-invest.com

Jean-Philippe Coulon
Négociation

+33 1 55 35 55 64
jpcoulon@all-invest.com

Raphaël Loeb
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
rloeb@all-invest.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

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

Kaspar Stuart
Vente Institutionnelle

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

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

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

Cécile Aboulian
Directrice Développement

+33 7 85 62 37 02
caboulian@all-invest.com

Fabien Huet
Contrat Liquidité

+33 1 55 35 55 60
fhuet@all-invest.com