

ETUDE D'INITIATION

## APRÈS LA SAUVEGARDE, LE RÉVEIL DE LA CROISSANCE

**Cellvizio® est une nouvelle modalité qui améliore la détection des lésions, réduit les biopsies inutiles et optimise le parcours de soins, s'imposant comme un compagnon essentiel de l'endoscopie avec un soutien renforcé de la communauté médicale. Après des obstacles initiaux importants, la société a mené une restructuration et un plan de sauvegarde qui l'ont libéré de ses contraintes financières. Le groupe bénéficie d'une force de vente optimisée et de leviers de croissance clairs : applications GI historiques, synergies avec TaeWoong, cadre de remboursement possiblement plus favorable et potentiel de CellTolerance®. La solide performance du T4 25 valide la trajectoire. Malgré la hausse récente, le titre reste sous-évalué. Nous initions à ACHAT avec un OC dilué de 0,20€.**

Thibaut Voglimacci -  
Stephanopoli  
+33 1 44 88 77 95  
[tvoglimacci@all-invest.com](mailto:tvoglimacci@all-invest.com)

Jamila El Bougrini, PhD  
+33 1 44 88 88 09  
[jelbougrini@all-invest.com](mailto:jelbougrini@all-invest.com)

Document achevé de  
rédiger le 26/01/2026 07:42

Document publié le  
26/01/2026 07:42

### Une technologie de pointe pour des applications à fort potentiel

Cellvizio® est une nouvelle modalité d'imagerie permettant une visualisation cellulaire en temps réel lors des procédures endoscopiques (pas seulement), offrant aux gastro-entérologues un outil précis et innovant. Après un déploiement large, la société a ciblé la gastro-entérologie, où sa valeur clinique et économique est pleinement démontrée, notamment aux États-Unis. Cellvizio® améliore la détection des lésions, réduit les biopsies inutiles et optimise le parcours de soins, s'imposant comme un compagnon incontournable de l'endoscopie standard. Cellvizio® apporte une valeur médicale et économique forte dans la caractérisation des kystes pancréatiques et dans la détection des lésions dysplasiques de l'œsophage de Barrett. Via sa filiale CellTolerance®, Cellvizio® s'ouvre à de nouvelles perspectives dans le traitement des intolérances alimentaires.

### Un plan de sauvegarde ouvrant une nouvelle phase de croissance rentable

Malgré des obstacles initiaux à l'adoption, Sacha Loiseau a lancé dès 2022 une restructuration indispensable qui s'est achevée en mars 2025 par un plan de sauvegarde ayant lourdement allégé la dette, renforcé la flexibilité et préparé le terrain pour une nouvelle phase de croissance rentable. Le groupe, libéré des principales contraintes financières, dispose désormais d'une force de vente optimisée et de leviers de croissance clairement identifiés : les applications GI historiques, avec les kystes pancréatiques comme principal moteur, soutenues par la communauté médicale, un futur cadre de remboursement plus favorable et les synergies avec TaeWoong, ainsi que CellTolerance® comme réservoir de croissance colossal. La très bonne performance réalisée au T4 25 illustre le potentiel élevé sur le marché et crédibilise nos hypothèses. Nous anticipons ainsi une accélération de la croissance dans la continuité du T4 avec l'atteinte de la rentabilité sur l'EBITDA en 2028. Le financement devrait être assuré jusqu'à fin 2026.

### Recommandation ACHAT, un fort potentiel de revalorisation

Nous initions avec une opinion ACHAT et un OC totalement dilué de 0,20€. Après une période de correction liée au plan de sauvegarde (-56% en 2025), et malgré la forte hausse récente (+78% YTD) à la suite de la publication T4 25, la valorisation actuelle néglige encore les bénéfices du plan de sauvegarde et les nombreux leviers de croissance.

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

en € / action	2025e	2026e	2027e
BPA ajusté	0,07	-0,03	-0,01
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.

au 31/12	2025e	2026e	2027e
PE	1,6x	n.s.	n.s.
VE/CA	3,37x	5,02x	3,77x
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	23/01/2026	0,13
Nb d'actions (m)		174,9
Capitalisation (m€)		23
Capi. flottante (m€)		23
ISIN		FR0010609263
Ticker		ALMKT-FR
Secteur DJ		Health Technology

	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	+79,8%	+39,8%	+77,8%
Variation relative	+73,8%	+33,2%	+73,2%

Source : Factset, estimations Invest Securities

## DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
BPA publié	-0,42	-0,35	-0,25	-0,08	-0,17	0,13	-0,03	-0,01
<b>BPA ajusté dilué</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,35</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,17</b>	<b>0,07</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,01</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-134,9%	n.s.
BPA du consensus	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
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
Pay-out ratio	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF opérationnel net IS après BFR	-8,03	-8,99	-14,19	0,89	-20,05	-24,81	-30,32	-17,44
Actif Net Comptable	-0,40	-0,27	-0,45	-0,37	-0,40	-0,02	0,00	-0,01

Ratios de valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,6x	n.s.	n.s.
P/AN	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
VE/CA	8,7x	8,4x	7,0x	4,6x	6,8x	3,4x	5,0x	3,8x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	1,0%	n.s.	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)	30,5	38,1	44,5	46,5	61,6	175	262	262
Cours en €	1,3	1,2	0,6	0,6	0,4	0,1	0,1	0,1
Capitalisation	38,5	47,3	26,3	26,3	22,3	20,4	34,0	34,0
Dette Nette	18	17	26	22	30	7	2	5
Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0
Provisions/ quasi-dettes	0,2	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Immobilisations financières	0,1	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
<b>Valeur d'Entreprise (VE)</b>	<b>57,1</b>	<b>65,0</b>	<b>52,5</b>	<b>48,2</b>	<b>52,3</b>	<b>27,1</b>	<b>36,3</b>	<b>38,8</b>

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.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
EBITA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Taux d'imposition	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,0%	n.s.	n.s.
RN ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	158,6%	n.s.	n.s.
Conversion de l'EBITDA en FCF	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Capex/CA	-1,2%	-5,6%	-1,7%	-3,4%	-2,4%	-0,8%	-2,0%	-2,0%
BFR /CA	2,0%	5,4%	18,9%	-39,0%	-22,0%	-18,3%	-15,4%	-5,8%
DSO (en jours de CA)	7	20	69	-142	-80	-67	-56	-21
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROCE hors incorporels	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
ROE ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-387,2%	n.s.	n.s.
DN/FP	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
DN/EBITDA ajusté (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Ratio couverture des frais financiers	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	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
<b>CA</b>	<b>6,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>10,5</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>7,2</b>	<b>10,3</b>
croissance organique								
var.	n.s.	+18,0%	-2,9%	+40,1%	-27,0%	+5,0%	-10,2%	+42,4%
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>-11,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-7,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,5</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Amortissements ajustés	-0,3	-1,0	-1,3	-1,4	-1,6	-2,0	-1,6	-1,7
<b>EBITA ajusté</b>	<b>-12,0</b>	<b>-11,3</b>	<b>-9,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,3</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Eléments exceptionnels	0,1	-0,9	-0,1	6,9	0,0	20,2	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-11,8</b>	<b>-12,2</b>	<b>-9,1</b>	<b>1,2</b>	<b>-6,1</b>	<b>15,6</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,3</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-599,8%	n.s.	-131,9%	n.s.
Résultat financier	-1,0	-1,2	-2,1	-2,0	-2,6	-1,5	-0,3	-0,3
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,4</b>	<b>-11,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>14,1</b>	<b>-5,3</b>	<b>-3,6</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-137,5%	n.s.
IS	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
SME + Minoritaires	0,0	0,0	0,0	-2,5	-1,7	-1,4	-1,4	0,0
<b>RN pdg publié</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,4</b>	<b>-11,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-10,4</b>	<b>12,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-3,6</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-152,2%	n.s.
<b>RN pdg ajusté</b>	<b>-12,8</b>	<b>-13,4</b>	<b>-11,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-10,4</b>	<b>12,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-3,6</b>
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-152,2%	n.s.

Tableau de flux de trésorerie (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté	-11,7	-10,3	-7,7	-4,3	-4,5	-2,6	-3,4	-1,5
IS théorique / EBITA ajusté	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capex	-0,1	-0,4	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
<b>FCF opérationnel net IS avt BFR</b>	<b>-11,8</b>	<b>-10,7</b>	<b>-7,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,7</b>
Variation BFR	1,7	-0,4	-0,6	5,2	-2,6	-0,2	-0,4	-0,5
<b>FCF opérationnel net IS après BFR</b>	<b>-10,1</b>	<b>-11,2</b>	<b>-8,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-7,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,3</b>
Acquisitions/cessions	0,0	0,0	0,0	-4,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	10,0	14,3	0,9	7,4	2,1	7,5	8,8	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	18,7	-0,3	-0,3
<b>Variation nette de trésorerie</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,9</b>	<b>-7,8</b>	<b>3,6</b>	<b>-5,4</b>	<b>23,3</b>	<b>4,5</b>	<b>-2,6</b>

Bilan économique simplifié (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs immobilisés	6,1	6,1	4,7	8,6	7,2	4,8	2,8	2,2
- dont incorporels/GW	3,1	3,4	2,7	2,0	1,5	0,8	0,0	-0,9
- dont actifs corporels	1,5	1,2	0,8	0,6	0,5	0,6	0,7	0,9
BFR	0,1	0,4	1,4	-4,1	-1,7	-1,5	-1,1	-0,6
- dt créances clients	1,9	1,5	7,2	1,3	1,3	2,5	3,0	3,4
- dt stocks	2,7	3,0	3,2	2,9	4,3	3,4	4,6	6,2
Capitaux Propres groupe	-12,1	-10,3	-19,9	-17,3	-24,4	-3,3	-0,4	-3,0
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions	0,2	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Dette fi. nette</b>	<b>18,4</b>	<b>16,8</b>	<b>26,1</b>	<b>21,8</b>	<b>29,9</b>	<b>6,6</b>	<b>2,1</b>	<b>4,6</b>
- dt dette financière brute	27,0	28,7	29,2	29,8	31,9	11,7	11,2	10,5
- dt trésorerie brute	8,6	11,9	3,1	8,0	2,0	5,1	9,2	5,8

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

## THÈSE D'INVESTISSEMENT

Cellvizio® est une nouvelle modalité qui améliore la détection des lésions, réduit les biopsies inutiles et optimise le parcours de soins. Après des obstacles initiaux importants, la société a mené une restructuration et un plan de sauvegarde qui l'ont libéré de ses contraintes financières. Le groupe bénéficie d'une force de vente optimisée et de leviers de croissance clairs : applications GI historiques, synergies avec TaeWoong, cadre de remboursement possiblement plus favorable et potentiel de CellTolerance®. La solide performance du T4 25 valide la trajectoire. Malgré la hausse récente, le titre reste sous-évalué.

## ANALYSE SWOT

### FORCES

- Technologie unique et différenciante
- Valeur clinique et économique démontrée
- Point d'inflexion opérationnel et financier en 2025
- Partenariat majeur avec TaeWoong aux US

### FAIBLESSES

- Adoption lente
- Un nombre limité d'indications

### OPPORTUNITÉS

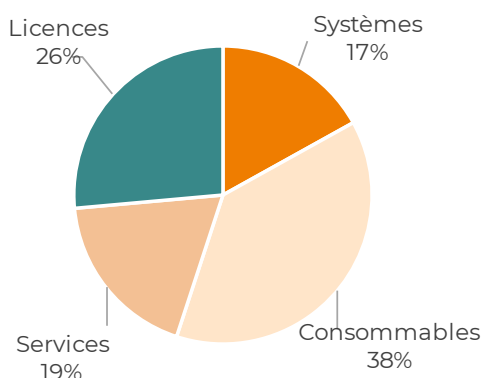
- Émergence d'un standard of care
- Nouveaux partenariats et indications
- Pénétration du marché américain
- Rehaussement du remboursement

### MENACES

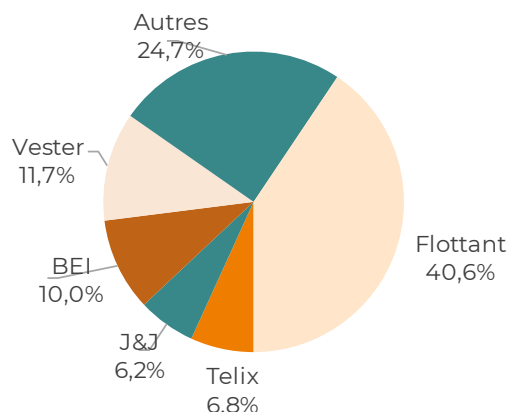
- Des relais de croissance à confirmer
- Risque dilutif et réglementaire

## INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

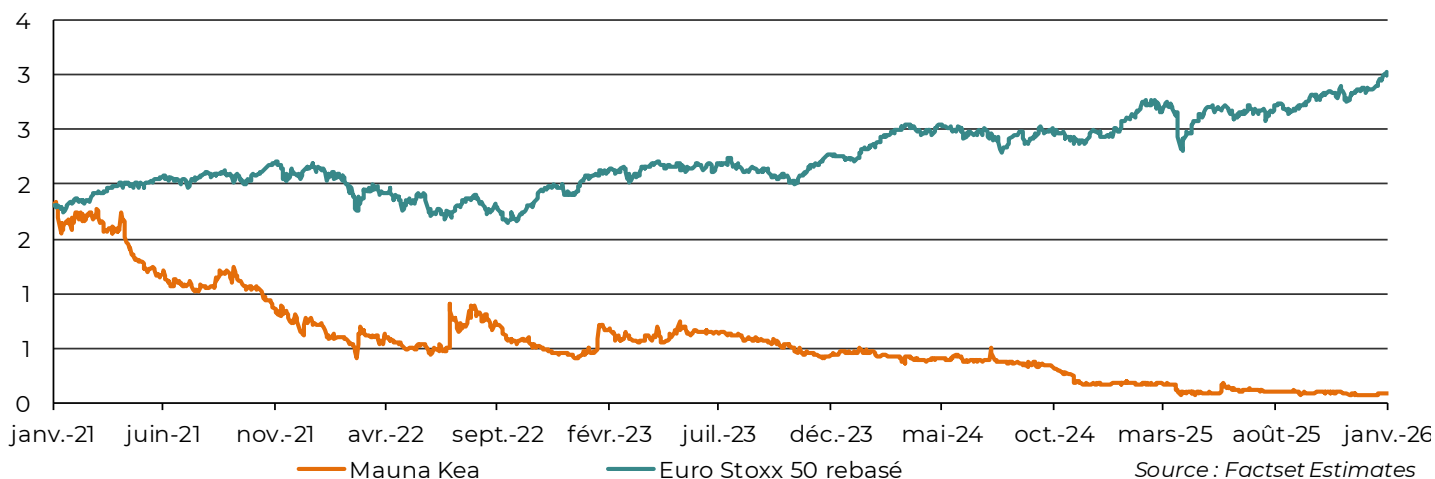
### REPARTITION DU CA 2024



### ACTIONNARIAT



## ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



# SOMMAIRE

<b>1 – Cellvizio® : une nouvelle modalité d'imagerie au service du patient</b>	<b>p.6</b>
1.1 Mauna Kea : un spécialiste de l'endomicroscopie	p.6
1.2 Cellvizio®, une nouvelle modalité d'imagerie au service du patient	p.7
1.3 Un compagnon précieux et multimodal de l'endoscopie	p.8
<b>2 - Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US</b>	<b>p.9</b>
2.1 Une valeur médicale et économique forte en gastro-entérologie	p.9
2.2 Une diversification au-delà de la sphère gastro-intestinale	p.18
2.3 Une activité au fort accent américain	p.19
<b>3 - Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux</b>	<b>p.21</b>
3.1 Une croissance historique mesurée	p.21
3.2 Une structure de coûts disproportionnée	p.22
3.3 Un plan de sauvegarde nécessaire et salvateur	p.25
3.4 Une fin d'année 2025 robuste et prometteuse	p.28
<b>4 - Une nouvelle phase de croissance, rentabilité envisagée en 2028</b>	<b>p.29</b>
4.1 Adoption en forte accélération, Celltolerance® : un réservoir de croissance	p.29
4.2 Organisation plus efficiente, rentabilité sur l'EBITDA attendue en 2028	p.33
4.3 Autofinancement de la croissance en 2029	p.34
4.4 Visibilité à fin 2026, une bouffée d'air grâce au plan de sauvegarde	p.35
<b>5 - OC dilué de 0,20€/action, opinion ACHAT sur un titre décoté</b>	<b>p.36</b>
<b>Avertissement</b>	<b>p.38</b>

## 1- Cellvizio® : une nouvelle modalité d'imagerie au service du patient

*Mauna Kea a développé Cellvizio® une technologie d'endomicroscopie confocale laser permettant une visualisation cellulaire en temps réel au cours des procédures endoscopiques. Le Cellvizio® peut également être utilisé dans d'autres vecteurs d'accès, bien que son utilisation soit principalement associée à l'endoscopie. Il s'agit d'une nouvelle modalité d'imagerie au service des gastro-entérologues principalement. Après une phase de déploiement large à des fins cliniques, la société a centré son positionnement sur la gastroentérologie, où la valeur clinique et économique de la technologie est la plus démontrée, notamment aux États-Unis qui concentrent aujourd'hui une grande partie de la base installée. Cellvizio® s'est imposé comme un compagnon multimodal de l'endoscopie standard, capable d'améliorer la caractérisation des lésions, de réduire les biopsies inutiles et d'optimiser les parcours de soins.*

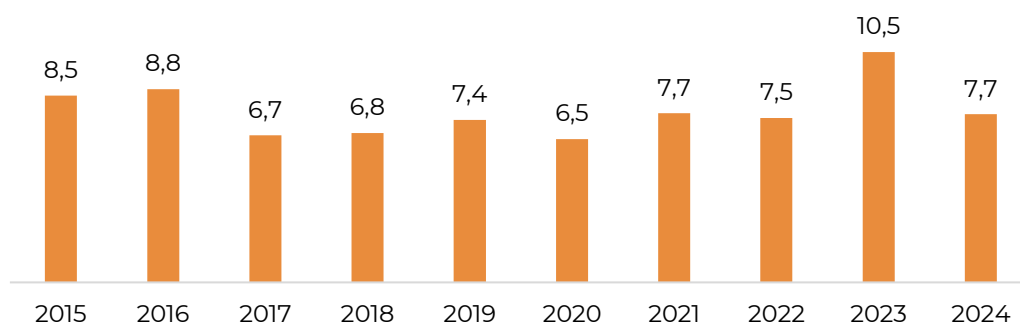
### 1.1 Mauna Kea : un spécialiste de l'endomicroscopie

Créée en 2000, Mauna Kea Technologies est une société française de dispositifs médicaux à l'origine de Cellvizio®, une plateforme d'endomicroscopie confocale laser par sonde permettant l'observation des tissus à l'échelle cellulaire en temps réel au cours des procédures endoscopiques. **Conçu à l'origine pour de nombreuses spécialités gastroentérologie, urologie, pneumologie le système a été recentré dès 2005 sur la gastroentérologie, où son apport clinique s'est avéré le plus pertinent.** Introduite en Bourse en 2011, la société a depuis installé plus de 800 systèmes, même si la base véritablement opérationnelle est aujourd'hui estimée à environ 250 plateformes, concentrées à près de 60% aux États-Unis. Une partie du parc historique correspond à des installations dans des centres académiques à usage ponctuel, ainsi qu'à des systèmes dédiés à l'imagerie du petit animal.

Dans ce contexte de développement progressif du parc installé et d'un positionnement principalement tourné vers les États-Unis, la gouvernance de la société a connu une évolution en 2018. Le 11 octobre 2018, Mauna Kea annonçait la nomination de Robert Gershon au poste de Directeur Général, en remplacement de Sacha Loiseau. Ce changement est intervenu à un moment où la société souhaitait renforcer son ancrage américain, les États-Unis représentant alors près de 48% de son chiffre d'affaires. L'objectif était de capitaliser sur l'expertise et la connaissance du marché américain du nouveau Directeur Général afin d'en accélérer la pénétration.

Cependant, la stratégie mise en œuvre reposait sur un modèle commercial coûteux, sans amélioration significative des volumes installés ou des revenus, ce qui entraîna une dérive des dépenses et une détérioration des performances commerciales. Face à ces difficultés, Robert Gershon a démissionné en 2022 et Sacha Loiseau a repris la direction générale avec pour mission de réorienter le modèle de développement et de restaurer la discipline financière.

Évolution annuelle du CA (en m€)



Source : Mauna Kea

## 1- Cellvizio® : une nouvelle modalité d'imagerie au service du patient

Sur le plan commercial, le groupe présente un historique de CA stable pendant près d'une décennie, oscillant entre 6 et 8m€, avec une contraction en 2017 liée au passage en pay-per-use (PPU) aux États-Unis. **Avant d'envisager une relance de la croissance, la priorité a d'abord été donnée à l'amélioration du résultat opérationnel, objectif atteint avec succès**, comme en témoigne l'évolution de l'EBIT ajusté (-9m€ en 2022 à -6m€ en 2024). L'année 2023 ressort exceptionnellement à 10,5m€ en raison de la signature d'un contrat de licence avec Tasly et la création d'une JV en chine conduisant le Groupe à reconnaître 4,3m€ de revenus « licence » (le CA hors licence ressort à 6,2m€). Sur la période 2015-24, le CA total (hors licence) est resté stable (-4%/an).

**Cette évolution limitée tient moins à la pertinence clinique qu'au rythme d'adoption d'une nouvelle modalité comme Cellvizio® qui peut prendre du temps.**

Le CA repose sur un modèle économique articulé autour de quatre volets. Le 1er concerne la vente des systèmes Cellvizio®, proposés entre 150k€ et 220k€ selon les régions. Le 2nd volet concerne les consommables, des sondes réutilisables entre 10 à 20 fois dont la longueur et le diamètre varient selon l'indication clinique. Aux États-Unis, la société a également mis en place un modèle pay-per-use, dans lequel les systèmes sont mis à disposition et les actes facturés individuellement. Le 3<sup>ème</sup> volet regroupe les services associés (installation, formation et maintenance). Enfin, le quatrième volet correspond aux revenus de licences. Non récurrents, ces accords peuvent temporairement renforcer le chiffre d'affaires, comme ce fut le cas depuis 2023.

### 1.2 Cellvizio®, une nouvelle modalité d'imagerie au service du patient

L'endomicroscopie confocale laser est une technologie d'imagerie permettant d'observer, in vivo la muqueuse au niveau cellulaire lors d'une procédure endoscopique. À l'aide d'un laser et d'un agent de contraste tel que la fluorescéine, elle fournit des images microscopiques en temps réel, là où l'endoscopie conventionnelle ne montre qu'une image macroscopique. Cette technique se positionne comme une extension microscopique de l'endoscopie classique.

Le développement de Cellvizio® a débuté au début des années 2000, avec un objectif clair : rendre la microscopie confocale laser accessible dans le cadre d'un examen endoscopique standard. Le premier système commercialisé en 2003 a permis de miniaturiser l'optique, de simplifier l'usage clinique et d'assurer la compatibilité avec les plateformes d'endoscopie existantes. Le développement du système a ensuite permis d'aboutir à une deuxième génération « série 100 » qui a apporté une meilleure ergonomie et a servi de base au déploiement international. La troisième génération et dernière en date, Cellvizio® Next-Generation (nom réglementaire : IVE), commercialisée depuis 2021 en Europe et aux États-Unis, apporte des améliorations en termes de compacité, d'interface utilisateur et de qualité d'image. La durée de vie clinique d'un système est généralement de 6 à 7 ans selon la société.



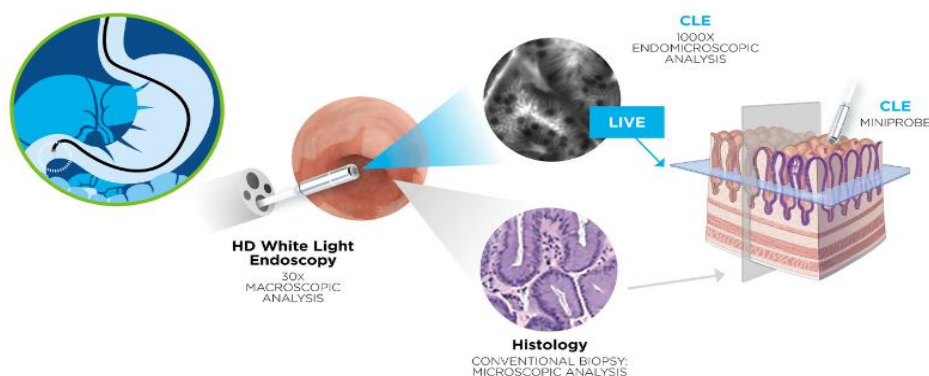


## 1- Cellvizio® : une nouvelle modalité d'imagerie au service du patient

La technologie Cellvizio® bénéficie d'une validation clinique étendue, appuyée par plusieurs centaines d'études publiées dans la littérature et intégrées dans de nombreuses recommandations internationales. Cette reconnaissance scientifique a contribué à son adoption progressive dans plus de 40 pays. La société dispose par ailleurs d'un portefeuille de brevets couvrant ses sondes, son architecture optique et ses algorithmes.

**Du point de vue pratique, Cellvizio® repose sur deux éléments principaux : une console et des sondes confocales miniaturisées, conçues pour être utilisées avec les endoscopes standards déjà présents dans les services d'endoscopie, ce qui facilite son adoption dans les centres.** La console génère le signal laser, traite les données optiques et affiche les images microscopiques, grâce à des logiciels et des outils d'analyse.

### De l'endoscopie classique à l'analyse cellulaire en temps réel



Source : Mauna Kea

**La console et les sondes ajoutent ainsi une capacité microscopique aux pratiques existantes, sans modifier les protocoles ni le matériel en place. En résumé, l'endoscope reste la caméra globale, la sonde joue le rôle de loupe, et la console celui du cerveau-écran qui traite et affiche l'image en temps réel.**

### 1.3 Un compagnon précieux et multimodal de l'endoscopie

Cellvizio® agit comme un compagnon de l'endoscopie en apportant une information microscopique en temps réel. Cette précision supplémentaire permet de mieux cibler les zones suspectes et de réduire le nombre de biopsies inutiles lorsque l'endoscope standard ne révèle pas clairement une lésion. L'imagerie obtenue est minimalement invasive, n'endommage pas les tissus et peut être répétée au cours d'une même procédure sans risque. Au-delà de son rôle d'assistance directe à l'endoscopie, Cellvizio® se distingue par sa capacité à pouvoir être utilisé dans plusieurs indications notamment en gastroentérologie, pneumologie, urologie et neurochirurgie.



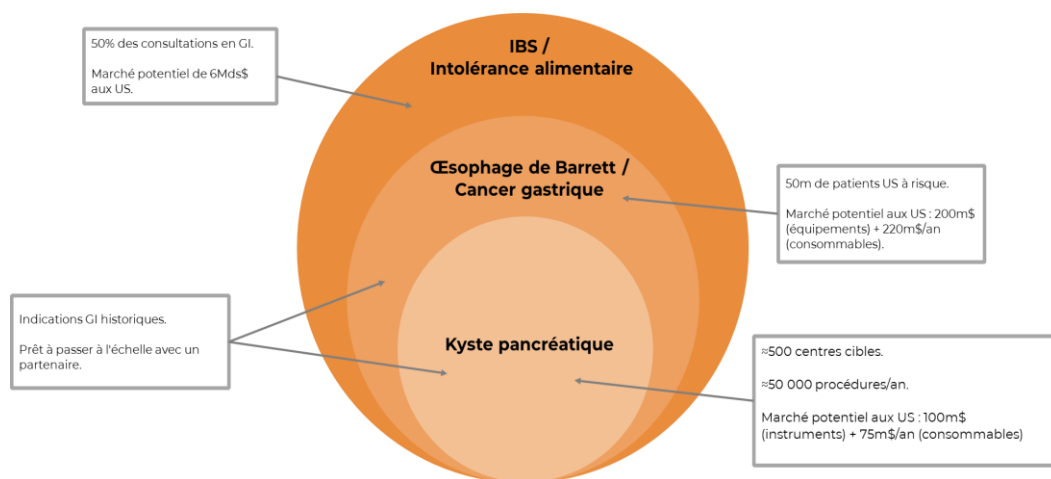
## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

*La technologie Cellvizio® s'impose comme une solution innovante et multimodale, avec une valeur clinique particulièrement forte en gastro-entérologie. Dans la caractérisation des kystes pancréatiques, elle renforce significativement la précision diagnostique, contribue à éviter des chirurgies non nécessaires et optimise la prise en charge des patients. Pour l'œsophage de Barrett, Cellvizio® offre une imagerie microscopique en temps réel, améliorant la détection des lésions dysplasiques et permettant de réduire le recours aux biopsies inutiles, en complément des techniques endoscopiques standards. Dans le domaine des intolérances alimentaires, via sa filiale CellTolerance®, la technologie ouvre des perspectives nouvelles en identifiant des altérations microscopiques de la muqueuse intestinale, afin d'orienter des régimes personnalisés et d'améliorer les symptômes digestifs. Bien que ce marché présente un potentiel médical et économique considérable, son développement repose encore sur un effort structurant d'éducation et de sensibilisation autour d'une technologie innovante, aujourd'hui non remboursée. Globalement, Cellvizio® bénéficie d'une adoption particulièrement dynamique aux États-Unis, portée par un environnement favorable en matière de remboursement et de valorisation. Parallèlement, le groupe élargit activement son champ d'exploration vers des applications extra-digestives, notamment en oncologie et en neurologie, à travers des partenariats encore émergents mais porteurs d'un fort potentiel de croissance.*

### 2.1 Une valeur médicale et économique forte en gastro-entérologie

Bien que conçu pour un usage multimodal, le **Cellvizio® a bâti sa réputation et l'essentiel de ses ventes autour de trois indications majeures en gastro-entérologie (GI)**. Sa technologie d'imagerie avancée y a démontré une valeur suffisamment forte pour être remboursée et adoptée par les centres experts, avant de se diffuser progressivement dans le diagnostic par imagerie médicale auprès des hôpitaux spécialisés dans l'endoscopie digestive, jusqu'aux centres chirurgicaux de proximité. Deux indications historiques, qui génèrent à elles seules plus de 90% du chiffre d'affaires (instruments + sondes + paiement à l'utilisation), dominent : la caractérisation des kystes pancréatiques et celle des lésions dysplasiques dans l'œsophage de Barrett. Une troisième indication, plus récente mais à fort potentiel, a émergé en 2022 : l'utilisation du Cellvizio® dans les intolérances alimentaires, portée depuis 2024 par une filiale dédiée, Celltolerance. **La franchise GI cible un marché colossal de 60 000 salles d'endoscopie dans les trois principales zones (≈15k aux Etats-Unis et ≈15k en Europe, 30k en Chine et au Japon). Aux Etats-Unis, le marché est évalué à 7Mds\$ (dont 1Md\$ sur les indications historiques et 6Mds\$ sur l'intolérance alimentaire).**

#### La gastro-entérologie : un marché colossal



Source : Mauna Kea, Invest Securities

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

### 2.1.1 Kystes pancréatiques : une utilité clinique avérée

#### ○ Un marché de niche avec un besoin médicale important

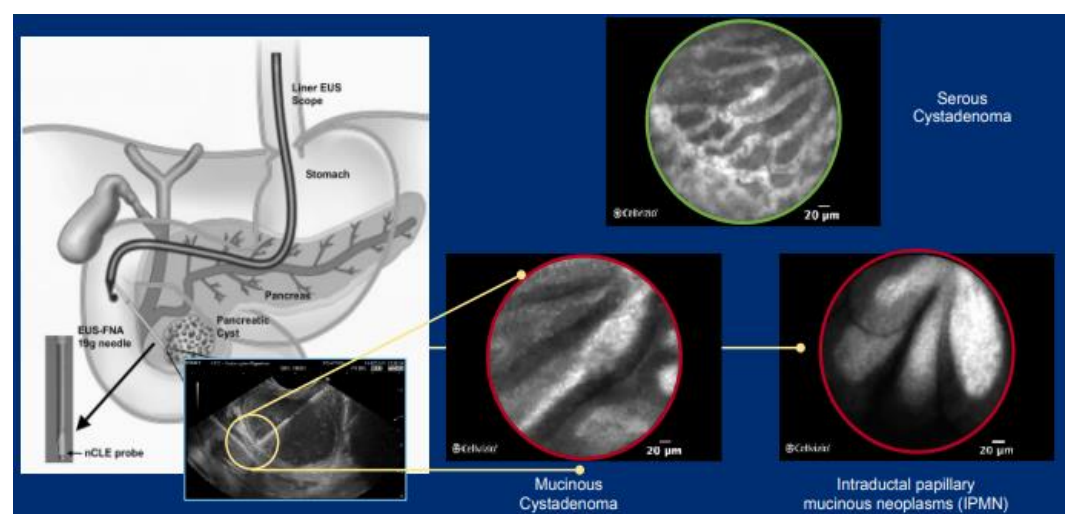
Le cancer du pancréas est l'un des cancers digestifs les plus agressifs (survie globale à 5 ans de 12% tous stades confondus), souvent diagnostiqué tardivement, avec un pronostic très sombre. Un diagnostic précoce est très favorable en matière de pronostic (survie globale à 5 ans de 39/42%). Les kystes mucineux représentent un facteur de risque important car certains peuvent évoluer vers un adénocarcinome pancréatique. La caractérisation des kystes pancréatiques consiste à déterminer la nature du kyste et son risque de malignité. Elle est essentielle car elle permet à la fois : de détecter et traiter les lésions précancéreuses, d'éviter des interventions inutiles pour les lésions bénignes, et d'optimiser la surveillance et le dépistage du cancer du pancréas.

**La prévalence des kystes pancréatiques est conséquente (3/10% des adultes) et le diagnostic est très largement insuffisant.** Le marché d'équipements des kystes pancréatiques est évalué aux Etats-Unis à 200m\$ (1000 hôpitaux, prix de 200k\$ pour Cellvizio®) et le marché potentiel récurrent est estimé à 100m\$/an (100 000 procédures d'endoscopie par an et prix d'une procédure d'environ 1000\$).

#### ○ Un complément pertinent dans les cas complexes

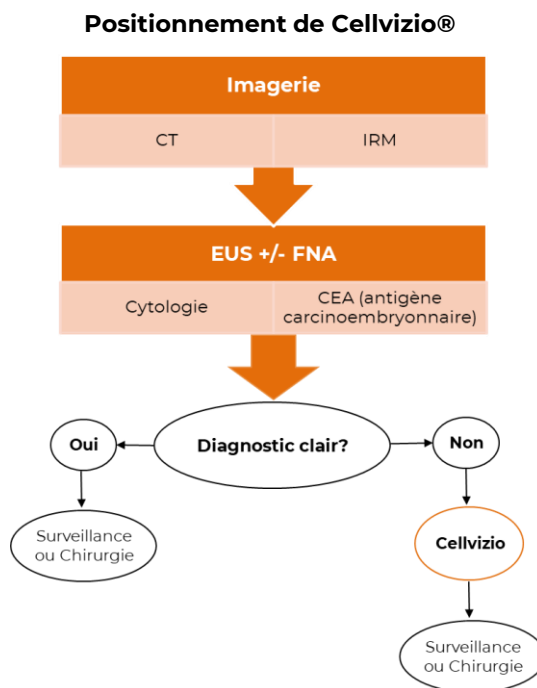
Il est important de souligner que le Cellvizio® est un outil diagnostique de complément pour les kystes pancréatiques. Il intervient après l'imagerie standard (CT ou IRM-MRCP) qui permet de déterminer la taille/localisation/morphologie du kyste et pendant l'écho-endoscopie avec ponction (EUS-FNA) afin d'avoir une évaluation biochimique et cytologique, lorsque le diagnostic reste incertain. **Son objectif principal est de différencier les kystes mucineux des kystes non-mucineux en apportant une visualisation microscopique en temps réel de la paroi du kyste.** Cette distinction est essentielle, car elle permet d'orienter la prise en charge, en décidant si une surveillance est suffisante ou si une chirurgie est nécessaire. Comme en témoigne la littérature scientifique, le Cellvizio® augmente le rendement diagnostique global par rapport à l'EUS-FNA seule et peut modifier la stratégie thérapeutique dans une proportion significative de patients.

### Cellvizio dans la caractérisation des kystes pancréatiques



Source : Mauna Kea

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US



Source : Invest Securities

### o Une référence pour les centres experts soutenus par des résultats probants

La littérature scientifique est globalement favorable à l'endomicroscopie confocale à aiguille (EUS-nCLE, Cellvizio®). Plusieurs études prospectives, bien qu'hétérogènes, montrent que le Cellvizio® augmente nettement la précision diagnostique pour différencier les kystes mucineux vs non-mucineux. Par exemple, dans les méta-analyses, les valeurs rapportées varient, mais montrent généralement une sensibilité élevée pour les lésions mucineuses (souvent 80-95%) et spécificité variable selon le type de kyste. Les études comparatives (CONTACT / CONTACT-2 et autres) ont rapporté un rendement diagnostique nettement supérieur (ex. 84.1% vs 34.1% pour nCLE vs standard dans une publication/communiqué associé) et une proportion notable de cas où l'ajout de nCLE a changé la prise en charge clinique. La sensibilité estimée dans le cadre de la méta-analyse est de 85% [76-90], la spécificité est estimée à 87% [76-93]. **Plus récemment, l'étude CLIMB, réalisée dans 14 hôpitaux prestigieux aux Etats-Unis, a démontré que l'endomicroscopie confocale à aiguille (EUS-nCLE, Cellvizio) offre une précision diagnostique très élevée pour la caractérisation des kystes pancréatiques, nettement supérieure aux méthodes standard comme la cytologie ou le dosage du CEA. Les résultats montrent que Cellvizio atteint une sensibilité de 96,8%, une spécificité de 93,5% et une précision globale de 95,2%. En comparaison, les méthodes classiques présentent une sensibilité de 82,2%, une spécificité de 84,5% et une précision de 83,2%.** Ces chiffres mettent en évidence que Cellvizio détecte beaucoup plus efficacement les kystes malins ou à haut risque, tout en limitant les faux positifs. Ces performances supérieures ont un impact clinique important : elles permettent une meilleure stratification du risque, ce qui peut réduire les interventions chirurgicales inutiles et améliorer la prise de décision pour les patients. De plus, l'intégration possible d'algorithmes d'intelligence artificielle pour analyser les images pourrait encore automatiser et renforcer la précision du diagnostic.

Les analyses du registre CONTACT et présentations associées indiquent que l'utilisation de Cellvizio a modifié la prise en charge (surveillance vs chirurgie) chez une proportion importante de patients (ex. ~28-42% selon l'analyse), avec des améliorations de la confiance diagnostique et de l'accord inter-observateur.

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

En parallèle, l'utilisation du Cellvizio® nécessite une formation spécialisée pour interpréter correctement les images et se fait naturellement dans les centres expérimentés, comme tous les centres pratiquant l'écho-ponction. Bien que la technique soit généralement sûre, elle comporte un faible risque de complications, notamment de pancréatite (1,3/6,7% en fonction des études cliniques vs 1/1,5% pour EUS-FNA seule). Ce risque de pancréatite aiguë est augmenté par la durée de la procédure, d'où la nécessité d'avoir des centres bien formés.

- **Une reconnaissance institutionnelle croissante**

**La robustesse des données cliniques, renforcée par les résultats multicentriques et l'apport des outils d'intelligence artificielle de l'étude CLIMB, a conduit l'ESGE à intégrer le Cellvizio® dans ses recommandations européennes pour le diagnostic des kystes pancréatiques.** Cette inclusion est un signal très positif car il s'agit d'une reconnaissance scientifique de la technologie dans cette indication. La qualité des preuves est jugée par l'ESGE comme « modérée à faible ».

En France, la HAS a conclu en 2022 que la balance bénéfique/risque de la procédure n'était pas suffisante pour recommander l'inscription de l'acte Cellvizio® à la liste des actes remboursés pour la caractérisation du kyste pancréatique. **Néanmoins, celle-ci pourrait rapidement changer d'avis sur la base des recommandations de l'ESGE.**

Aux Etats-Unis, les sociétés américaines d'endoscopie (ASGE, AGA) n'ont pas publié de recommandations fortes ou formalisées pour soutenir l'adoption du Cellvizio® dans les kystes pancréatiques avec un usage qui reste donc considéré comme optionnel dans les centres spécialisés. En revanche, cela n'empêche pas qu'il existe un remboursement aux Etats-Unis, traduisant l'intérêt pour la technologie.

- **Une prise en charge en progression constante**

La prise en charge du remboursement de Cellvizio® pour la caractérisation des kystes pancréatiques varie selon les pays, ce qui a pu freiner son adoption dans les régions où la couverture est insuffisante. Bien que cette technologie apporte une valeur ajoutée, elle n'est pas encore considérée comme indispensable. Pourtant, le groupe a réalisé diverses études montrant l'intérêt de l'ajout de Cellvizio®.

Grâce à une meilleure distinction entre les kystes mucineux et non mucineux, cette technique réduit d'environ -20/-25% le nombre de chirurgies inutiles. Cette diminution des interventions évitables entraîne une réduction des coûts de prise en charge, estimée à environ -13 à -14% dans les analyses réalisées en France. **Les études basées sur des cohortes prospectives, comme l'étude INDEX, montrent également que l'utilisation de Cellvizio génère un gain économique moyen d'environ +4 700\$ par patient.**

Sur la base de l'ensemble de la littérature scientifique, on observe que la prise en charge est inégale. Aux Etats-Unis, le remboursement s'effectue à travers un codage existant (CPT 43206/43252 avec le 43252 étant le plus utilisé dans cette indication). Ce codage cible les actes réalisés en ambulatoire. **On souligne que le remboursement pourrait être 2-2.6x plus important lorsque Cellvizio® est rajouté à l'endoscopie digestive haute classique. Par ailleurs, le remboursement par les assureurs privés est généralement bien supérieur à celui proposé par Medicare.**

En Europe, l'application n'est globalement pas prise en charge. Par exemple, en France, il n'existe pas encore de code national spécifique pour la technologie dans les kystes pancréatiques. Cette dynamique pourrait changer, sous l'impulsion des dernières recommandations scientifiques. **Par exemple, compte tenu de l'avis plutôt favorable de l'ESGE, la HAS a porté à l'étude la révision de l'acte en France qui devrait aboutir sur une décision favorable de remboursement d'ici la fin du T1 26.**

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

### ○ Approche commerciale plutôt axée sur la vente d'instruments et de sondes

Au niveau de l'approche commerciale, sur cette indication qui nécessite une expertise et un niveau d'équipement assez important car l'endoscopie s'effectue sous contrôle échographique (le pancréas est un organe profond se situant derrière l'estomac et le duodénum), le modèle de vente privilégié reste plutôt celui de la vente d'une console Cellvizio® et des achats de sondes. Du fait des faibles volumes (ces kystes sont souvent détectés de manière incidente lors d'IRM ou de scanner, et la consultation pour endomicroscopie est ponctuelle), du remboursement incertain et d'un usage très spécialisé, une vente directe ou contrats spécifiques avec centres experts est plus adaptée qu'un modèle de paiement par utilisation.

**En résumé, Cellvizio® optimise la précision des ponctions en guidant le geste et en limitant le nombre d'aspirations nécessaires pour confirmer le prélèvement. Bien que son utilisation soit aujourd'hui concentrée dans les centres spécialisés, son potentiel clinique et économique est déjà démontré par des études favorables. Cellvizio® se révèle ainsi comme un outil complémentaire de grande valeur, particulièrement utile pour les cas indéterminés qui constituent la majorité des cas. Il permet un diagnostic de précision et des décisions de prise en charge éclairées. L'évolution positive des recommandations des associations contribue à renforcer son adoption et à étendre son utilisation dans la pratique.**

### 2.1.2 Œsophage de Barrett : un atout clé pour le dépistage

#### ○ Un besoin médical important dans le dépistage du cancer de l'œsophage

L'œsophage de Barrett est une transformation anormale de la muqueuse de l'œsophage, généralement causée par le reflux acide (RGO). Aux Etats-Unis, entre 18/27% de la population présente des RGO qui constituent un facteur de risque clé. Cette lésion est importante car elle constitue une précaution préalable au cancer de l'œsophage (adénocarcinome). **Paradoxalement, même si l'œsophage de Barrett est un facteur de risque connu pour l'adénocarcinome de l'œsophage, près de 91% des cancers ne sont pas précédés d'un diagnostic formel de Barrett.**

#### ○ Cellvizio®, une technologie complémentaire aux bénéfices cliniques avérés

La détection et la caractérisation des lésions dysplasiques dans l'œsophage de Barrett reposent traditionnellement sur l'endoscopie blanche (white-light endoscopy, WLE) associée à des biopsies ciblées et systématiques selon le protocole de Seattle. Le protocole de Seattle est un protocole de biopsies systématiques et aléatoires réalisé lors d'une endoscopie. Il consiste à prélever des biopsies dans les 4 quadrants de l'œsophage à intervalles réguliers. Cette approche reste la référence standard mais présente plusieurs limites : elle peut passer à côté de foyers dysplasiques focaux (25/33% des cancers seraient omis), nécessite de multiples biopsies (4, une par quadrant), et dépend fortement de l'expérience de l'opérateur.

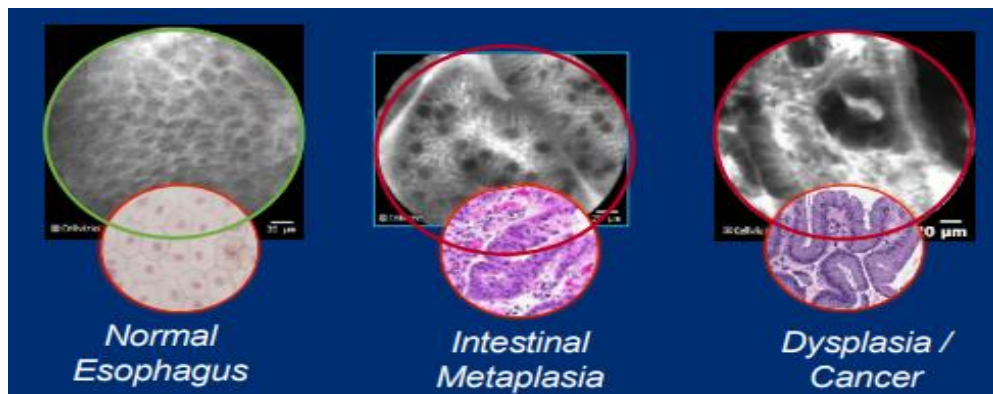
La technologie Cellvizio® (nCLE) introduit une approche complémentaire en permettant l'observation in vivo et en temps réel de l'architecture cellulaire de la muqueuse œsophagienne. La micro-sonde confocale, insérée via le canal opérateur de l'endoscope, fournit des images de haute résolution permettant de distinguer la muqueuse normale, les métaplasies intestinales et les zones dysplasiques avec précision.

**Les données disponibles montrent que l'usage de Cellvizio® dans le contexte de l'œsophage de Barrett améliore significativement la détection du Barrett, de la dysplasie et de néoplasie par rapport au protocole traditionnel de biopsies aléatoires.** Il réduit le nombre de biopsies inutiles, améliore la précision diagnostique, et pourrait permettre des décisions thérapeutiques plus rapides.



## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

### Observation en temps réel de la muqueuse de l'œsophage



Source : Mauna Kea

En termes d'efficacité, la revue de la littérature montre globalement une augmentation relative de la détection de néoplasie de +243% vs biopsies aléatoires et une excellente capacité à confirmer des lésions suspectes. La sensibilité est bonne dans de nombreuses études, mais peut-être hétérogène selon l'expertise du centre (≈60% chez des centres peu experts et >90% dans les centres experts).

Les sociétés savantes (ASGE, AGA, ESGE) confirment que l'examen de référence pour la surveillance de l'œsophage de Barrett reste l'endoscopie à lumière blanche haute définition (HD-WLE) avec chromoendoscopie virtuelle. Ces méthodes – HD-WLE, chromoendoscopie et biopsies systématiques – constituent la colonne vertébrale des recommandations, solides, reproductibles et largement validées. Cellvizio® offre un complément innovant et à forte valeur ajoutée, permettant d'enrichir la surveillance dans les cas plus complexes et de renforcer la précision diagnostique. Bien que son utilisation exige formation et expertise, elle représente une opportunité majeure pour affiner le dépistage et optimiser la prise en charge. Les guidelines continuent de s'appuyer sur les méthodes éprouvées, tout en laissant un espace prometteur aux technologies avancées pour améliorer la pratique clinique.

#### ○ Approche commerciale axée sur le paiement par utilisation

Compte tenu de la nature ponctuelle des actes avec un examen par Cellvizio® qui est réalisé selon le risque du patient et le coût nécessaire pour s'équiper en Cellvizio®, le modèle de paiement à l'utilisation est plus adapté pour le dépistage de Barrett, particulièrement sur le marché américain. En utilisant le modèle PPU, un centre peut offrir cette technologie à ses patients à un coût marginal raisonnable, sans avoir à justifier un investissement matériel lourd, ce qui facilite la diffusion, surtout dans les centres ambulatoires.

#### ○ Une couverture plus favorable, mais encore perfectible

Aux États-Unis, les codes CPT 43206 et 43252 ont été attribués. Ce remboursement ne suffit pas encore pour étendre l'utilisation de la procédure. **Face à ce constat, l'AFS (American Foregut Society) a rappelé en 2025 que le Cellvizio est « prometteur » : elle le considère comme cliniquement supérieur à l'approche standard dans ce contexte et plaide pour un remboursement élargi** afin de garantir un accès réel à cette technologie.

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

En France, contrairement à la caractérisation des kystes pancréatiques, l'utilisation de Cellvizio® dans le dépistage de Barrett bénéficie d'une prise en charge (150€ pour l'endoscopiste et 69€ pour l'anesthésiste).

**En résumé, dans l'œsophage de Barrett, Cellvizio® se positionne comme un outil complémentaire de haut niveau, offrant une visualisation microscopique en temps réel et un ciblage précis des zones dysplasiques. Bien qu'il ne remplace pas entièrement les biopsies pour la confirmation histologique, il optimise le rendement diagnostique, réduit le nombre de prélèvements nécessaires et apporte une valeur clinique particulière dans les cas de Barrett étendu ou de dysplasie focale suspectée. Son utilisation, concentrée dans les centres spécialisés, représente une opportunité d'excellence clinique, combinant innovation et précision pour les patients et les praticiens.**

### 2.1.3 Intolérances alimentaires : CellTolerance®, une solution très prometteuse

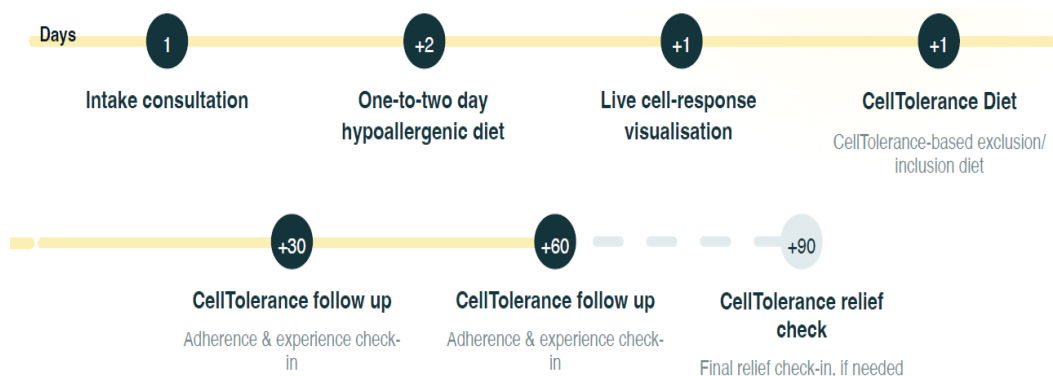
#### ○ Un marché conséquent au fort besoin médical

Le groupe étudie depuis une dizaine d'années l'apport clinique du Cellvizio® dans la prise en charge du syndrome de l'intestin irritable (SII). Progressivement, des équipes ont commencé à explorer l'intérêt de cette technologie dans des pathologies fonctionnelles comme le syndrome de l'intestin irritable, l'idée étant de chercher des altérations « microscopiques » de la muqueuse intestinale même en l'absence de lésions macroscopiques classiques. **Un tournant a lieu en 2014, avec la publication d'une des premières études majeures utilisant Cellvizio® pour tester les réactions de la muqueuse intestinale à un « challenge alimentaire » chez des patients atteints de SII.** Cette étude a posé les bases de l'idée que, pour certains patients IBS, les symptômes pourraient provenir, du moins en partie, d'intolérances alimentaires « locales » au niveau intestinal, non détectables par des tests d'allergie classiques. Selon Mauna Kea, 50% des patients atteints de SII présentent une intolérance alimentaire. Le marché adressable est évalué à plus de 6Mds\$.

#### ○ Des premiers résultats cliniques séduisants

**Face à ces résultats prometteurs et à l'importance du marché, Mauna Kea a formalisé une approche plus structurée en 2024 avec le lancement d'une filiale dédiée : CellTolerance®.** Le programme s'appuie sur des protocoles cliniques standardisés (provocation alimentaire + imagerie Cellvizio® + suivi diététique personnalisé + réévaluation) pour identifier des intolérances « fonctionnelles » via la perméabilité et la barrière intestinale.

#### Parcours patient avec CellTolerance®



Source : Mauna Kea



## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

Le programme se base principalement sur une étude qui a été présentée à l'occasion du congrès UEG Week 2024 : chez 119 patients SII testés, environ 62% ont montré un dysfonctionnement de la barrière intestinale lors du test d'exposition alimentaire. Après un régime d'élimination basé sur les résultats, la majorité des patients a montré une amélioration de l'intégrité de la barrière intestinale. **Après une période d'environ six mois, 71% des patients de retour pour un suivi avec Cellvizio® ont démontré une amélioration de l'intégrité de la barrière, avec 46% atteignant une stabilisation complète.**

### o Une innovation prometteuse pour moderniser des approches dépassées

Dans le domaine du dépistage des intolérances alimentaires, les solutions actuelles sont peu satisfaisantes. Contrairement aux tests d'allergie (IgE, prick-tests, etc.) ou aux dosages d'anticorps, **Cellvizio permet d'observer en temps réel des réactions microscopiques de la muqueuse intestinale après exposition à des antigènes alimentaires.** Pour des patients dont les tests classiques sont négatifs (allergies IgE, maladie cœliaque, etc.). Cellvizio offre une possibilité d'identifier des intolérances « locales » que d'autres méthodes ne détectent pas. Le Cellvizio®, en permettant une observation directe des réactions de la muqueuse intestinale, se révèle particulièrement adapté aux intolérances non médiées par les IgE, c'est-à-dire celles qui ne se manifestent pas de manière immédiate.

### Comparatif des approches de diagnostic des intolérances

	CellTolerance	IgG Blood Test	Skin Test	Low FODMAP diet
Assessment Type	Real-time microscopic imaging of the gut barrier	Measures IgG antibodies to various foods	Detects IgE-mediated allergic skin response	Extremely stringent diet very hard to follow
Gut Barrier Function	✓ Yes – visualization of leakage & cell shedding	✗ No – only immune reactivity	✗ No – only systemic immune reaction	⚠ Indirect – based on symptoms
Food-Specific Detection	✓ Yes – via local mucosal reaction to food challenge	✗ Poor specificity	⚠ For IgE-mediated allergies only	⚠ High variability
Suitability for Non-IgE	✓ Yes	⚠ Possible – but unreliable	✗ Not useful	✓ Yes
Time to Results	✓ Immediate – during endoscopy	⚠ Days to weeks	✓ 15–30 minutes	⚠ Weeks to months
Clinical Validation	✓ High – supported by multiple published trials	✗ Low – not supported by GI societies	⚠ High – For IgE-mediated food allergy	⚠ Moderate – lacks objective markers

Source : Mauna Kea

Plusieurs études montrent que, lorsque les résultats de Cellvizio® sont utilisés pour guider un régime d'élimination personnalisé, une proportion significative de patients présente une amélioration notable de leurs symptômes digestifs, ainsi qu'une amélioration de la qualité de vie. Ainsi, **Cellvizio® vise à optimiser les régimes alimentaires qui sont très contraignants (régime low FODMAP) avec des restrictions parfois inadaptées.**

Néanmoins, la précision diagnostique globale de Cellvizio® reste encore modérée, avec des variations importantes selon les études, les populations étudiées et les critères d'évaluation. Les données demeurent hétérogènes et certaines altérations observées ne se traduisent pas toujours par des corrélations histologiques ou biologiques classiques. Son intérêt se révèle surtout dans un cadre ciblé : patients présentant un syndrome de l'intestin irritable ou des troubles digestifs fonctionnels chroniques, sans pathologie organique détectable, et après échec des approches diagnostiques classiques.

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

Dans ce contexte, le soutien des sociétés savantes est encore faible, car il s'agit d'une technologie encore expérimentale. Les données existantes sont encourageantes, mais restent préliminaires. **Avec le soutien des leaders d'opinion, le groupe envisage de progressivement démocratiser la technologie au-delà des centres experts** et dépasser les principales contraintes à une adoption plus large : procédure invasive, durée/logistique encore contraignante, investissement important et exigence de formation.

### o Une filiale dédiée et une stratégie commerciale séquencée

Afin de maximiser la valeur et de faciliter l'exécution commerciale, le groupe a créé une filiale 100% détenue (CellTolerance®). Celle-ci a généré 0,6m€ de ventes en 2023, ce qui correspond à 10% du CA hors revenus de licences. La direction a été confiée à Benoit Chardon qui dispose d'un historique commercial séduisant, chez Allurion notamment, et qui a été impliqué dans de nombreuses transactions valorisantes (rachat de Zeltiq par Allergan pour 2,5Mds\$, rachat de Filorga par Colgate pour 1,5Md€).

La création d'une filiale permet de :

- Fonctionner de manière agile et indépendante, avec une structure dédiée au développement rapide du programme.
- Sécuriser l'accès à la technologie clé (Cellvizio®) via des accords spécifiques.
- Faciliter l'ouverture du capital à des fonds spécialisés en nutrition, bien-être et santé intestinale pour financer le développement.
- Structurer des partenariats stratégiques et optimiser l'intégration des solutions numériques auprès des cliniques partenaires.

**La pénétration du marché s'effectuera en deux principales étapes** avec une première étape visant à cibler spécifiquement les centres experts et désireux d'adopter précocement Cellvizio® sans prise en charge et en s'appuyant éventuellement sur des distributeurs (comme Endotherapeutics en Australie), et dans un second temps de cibler plus largement le marché. Le groupe a ainsi commencé à ouvrir des centres d'excellence dédiés à CellTolerance dans plusieurs pays avec une volonté d'industrialiser progressivement cette nouvelle approche. A ce stade, la filiale compte 25 centres actifs en Europe et aux Etats-Unis (13 en Allemagne, 2 en Italie et 4 aux Etats-Unis). Entre 2021 et 2023, le nombre de procédures a progressé de +58% par an.

L'université de Stanford sera un partenaire clé aux Etats-Unis comme l'illustre la réalisation du **100ème cas en juillet dernier en moins de 6 mois**, alors qu'une extension commerciale est en cours en Australie (2 commandes déjà enregistrées) avec un partenaire (Endotherapeutics). Compte tenu des forts volumes potentiels dans cette indication et l'absence de remboursement à l'heure actuel, le modèle commercial privilégié devrait être une vente classique de la console Cellvizio® et des sondes associées, soit en direct ou via un distributeur. À ce jour, le dépistage des intolérances alimentaires avec Cellvizio® n'est pas pris en charge. Cependant, étant donné les contraintes associées aux régimes d'éviction, il nous semble envisageable de s'appuyer dans un premier temps sur un paiement direct par le patient (out-of-pocket).

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

### 2.2 Une diversification possible au-delà de la sphère gastro-intestinale

En parallèle des indications GI historiques, **le groupe a multiplié les partenariats stratégiques de développement avec des acteurs majeurs dans l'idée de développer les applications de Cellvizio® en oncologie interventionnelle.** L'objectif est d'accroître la valeur de Cellvizio®, puisque la plateforme pourrait potentiellement être partagée entre plusieurs services. A ce stade, les différentes collaborations n'ont pas mené à une extension d'indication et à des revenus supplémentaires. La visibilité reste encore faible sur les débouchés potentiels de ces partenariats. Le groupe évalue à près de 1,3Md\$ le marché global des indications ciblées en partenariat dans le domaine de l'oncologie interventionnelle.

En 2019, le groupe a annoncé un accord de recherche clinique avec la Lung Cancer Initiative (LCI) de J&J pour valider Cellvizio® comme outil d'orientation de biopsie en temps réel lors de bronchoscopies robot-assistées (robot Monarch™ issu du rachat d'Auris Health pour 3,4Mds\$). Le groupe a lancé l'étude clinique multicentrique CLEAR, portant sur 75 patients dans 3 centres. Celle-ci évaluait l'apport de Cellvizio® pour positionner l'aiguille « dans la lésion » durant la bronchoscopie robotisée, en comparaison avec la tomodensitométrie (scanner), considérée comme la référence dans le diagnostic des nodules pulmonaires périphériques. Le recrutement de cette étude serait achevé depuis début 2024, mais aucune publication scientifique n'a encore été réalisée. On souligne que J&J, via son fonds venture, est entré au capital de Mauna Kea en 2019 en investissant 7,5m€. Alors que l'étude CLEAR semble être laissée de côté, dans le domaine de la pneumologie, le groupe finance une nouvelle étude nommée CLEVER. Il s'agit d'un essai clinique randomisé, contrôlé et multicentrique, visant à déterminer si l'ajout de la technologie nCLE permet d'améliorer le rendement diagnostique des lésions pulmonaires périphériques suspectes par rapport aux méthodes conventionnelles. Le recrutement des 200 patients de CLEVER devait s'achever en 2025, mais nous n'avons pas de visibilité sur le déroulement de l'étude. A nos yeux, il est possible (mais non confirmé publiquement) que les premiers résultats préliminaires pourraient apparaître fin 2025 ou courant 2026, avec une publication finale potentiellement en 2026-2027, sous réserve des annonces officielles de Mauna Kea ou des centres investigateurs.

Fin 2020, le groupe a annoncé une collaboration (alliance IRiS Imaging and Robotics in Surgery) avec Telix pour associer les agents ciblés de Telix et la plateforme Cellvizio® afin de développer des solutions d'imagerie peropératoire/hybride (ciblage moléculaire + endomicroscopie). Plus spécifiquement, le partenariat vise à combiner un traceur moléculaire de Telix et Cellvizio® pour améliorer la détection des lésions et la caractérisation tissulaire peropératoire. En novembre 2023 Telix a élargi la collaboration et a réalisé un investissement d'environ 6m€ dans Mauna Kea. L'objectif de cet élargissement est de développer des « produits hybrides » combinant les agents de ciblage de Telix (radiopharmaceutiques et/ou fluorescents) avec la technologie Cellvizio®, pour des chirurgies uro-oncologiques (notamment prostate et rein). A ce stade, nous n'avons pas plus de visibilité sur le statut de ce partenariat.

Le groupe a signé une collaboration de recherche avec On Target Laboratories en mars 2022. Le but est de combiner leurs technologies, les agents d'imagerie d'On Target + la plateforme Cellvizio de Mauna Kea pour créer des Molecular Image-guided Procedures. Ces procédures visent à diagnostiquer le cancer en temps réel, au niveau cellulaire, notamment dans le cadre de biopsies pulmonaires. L'objectif est de réduire le nombre de biopsies manquées ou non concluantes, accélérer le diagnostic, diminuer les risques liés à des biopsies répétées ou invasives, et permet un diagnostic plus précoce. En 2022, des études ont montré que l'injection de CYTALUX combinée à Cellvizio® permettait de détecter en temps réel des cellules cancéreuses dans de petits nodules pulmonaires. La méthode a montré une sensibilité de 100% et une spécificité de 92%, pouvant identifier une seule cellule cancéreuse parmi mille normales. Le partenariat concerne initialement la pneumologie interventionnelle.

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

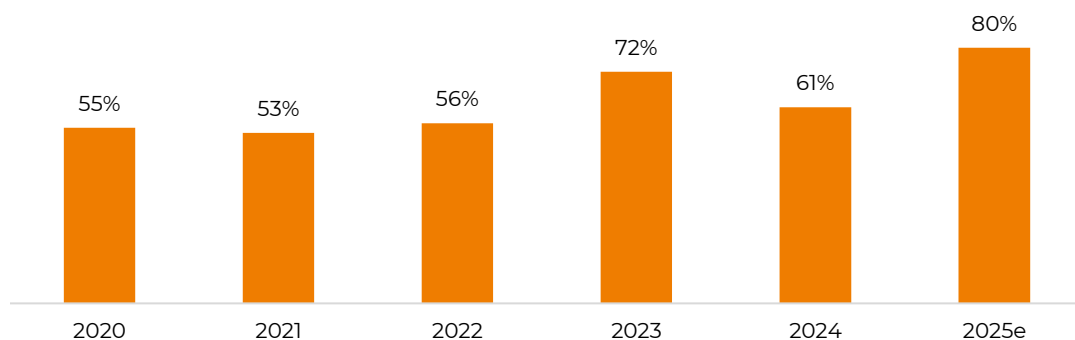
Le dernier partenariat majeur a été signé en juillet 2022 avec Tasly. Il a été négocié la création d'une JV en Chine pour développer, fabriquer et commercialiser Cellvizio® sur le marché chinois. La JV a également obtenu des droits exclusifs mondiaux pour le développement/commercialisation dans les domaines de la neurologie et de la neurochirurgie. Néanmoins, l'activité de la JV est à l'arrêt depuis le changement d'actionnaire de référence de Tasly. Ce partenariat est en cours de réévaluation. On souligne que dans le cadre de cette JV, le groupe a reconnu environ 9m\$ de paiements de la part de Tasly.

Plus récemment (1er avril 2025), le groupe a annoncé être entré en négociations exclusives avec un acteur majeur pour un accord de licence de Cellvizio® dans un « large domaine thérapeutique », en plus des discussions de licences pour d'autres domaines, ce qui laisse entendre qu'un ou plusieurs nouveaux partenariats pourraient être formalisés prochainement.

### 2.3 Une activité au fort accent américain

Les États-Unis constituent aujourd'hui le marché le plus stratégique, tant par son poids économique que par son potentiel de développement. **Le parc installé de plus de 200 instruments actifs représente plus de 80% de la base installée active mondiale**, ce qui illustre une adoption nettement plus avancée qu'en Europe ou dans le reste du monde. Au fil des années, la pondération des États-Unis s'est renforcée. Le marché américain génère près de 80% du CA en 2025 (hors revenus de licences), avec une forte récurrence liée à l'utilisation des sondes et des services associés.

Evolution de la pondération du CA US (hors licences)



Source : Invest Securities

**Malgré des perturbations récentes liées à la baisse du remboursement des consommables (impactant particulièrement les volumes et les prix des ventes en PPU), le marché américain a montré une résilience remarquable.** Sur la période 2020-2025, sa croissance annuelle reste positive, à environ +2%, alors que les zones EMEA et Asie ont décliné de -7% et -38% respectivement. Comme indiqué précédemment, les efforts ont d'abord porté sur l'optimisation de la structure de coûts. Le groupe se concentre désormais sur un renforcement significatif de sa croissance aux États-Unis, illustré par la forte progression du chiffre d'affaires au T4 2025, détaillée plus loin dans l'étude.

**Cette performance traduit un environnement structurellement plus favorable : le système de santé américain est plus vaste, plus mature et généralement plus enclin à adopter des technologies innovantes lorsqu'elles améliorent les résultats cliniques ou réduisent les coûts.** Dans le cas de Cellvizio®, l'innovation est lisible en termes de valeur médicale, diagnostique et économique, ce qui facilite son adoption, même si celle-ci reste progressive.

## 2- Forte valeur médicale et économique en GI, particulièrement aux US

**Le marché américain bénéficie également d'une prise en charge plus favorable,** avec l'existence de codes CPT pour les applications gastro-intestinales. Cette couverture facilite l'intégration de la technologie dans la pratique clinique, contribue à sécuriser les revenus liés aux procédures et constitue un élément clé de la proposition de valeur pour les établissements de santé. À cela s'ajoute un niveau de prix plus élevé aux États-Unis, qui permet à Mauna Kea de bénéficier de marges supérieures, tant sur la vente de systèmes que de consommables.

Pour adresser ce marché, Mauna Kea s'appuie sur une organisation commerciale dédiée, composée d'environ six représentants. Cette force de vente, bien que de taille limitée, permet un accompagnement ciblé des centres stratégiques et soutient les utilisateurs dans l'adoption de la technologie. Par ailleurs, **le marché américain offre des opportunités significatives de partenariats avec des acteurs industriels, hospitaliers ou académiques susceptibles d'accélérer l'adoption, de renforcer la crédibilité clinique et d'améliorer l'insertion dans les recommandations.** Ces partenariats pourraient constituer des relais de croissance particulièrement puissants.

Enfin, Mauna Kea déploie aux États-Unis un modèle commercial hybride combinant le « pay-per-use » et la vente de systèmes ou de sondes. Ce modèle permet d'adapter l'offre aux différentes indications cliniques : le PPU est ainsi plus pertinent pour l'œsophage de Barrett, où la fréquence des procédures rend ce modèle flexible et attractif, tandis que la vente de systèmes est mieux adaptée à des indications comme les kystes pancréatiques ou les intolérances alimentaires, où l'enjeu d'investissement initial est perçu comme justifié.

**En définitive, les États-Unis représentent le marché stratégique le plus important pour Mauna Kea. Bien que l'adoption de la technologie reste progressive, le pays concentre aujourd'hui les principales opportunités commerciales et cliniques. Il constitue également le principal levier de croissance, et cette position devrait se renforcer à moyen terme. Une accélération de la pénétration est pleinement envisageable à mesure que les niveaux de remboursement se stabiliseront, que les recommandations évolueront favorablement et que des partenariats solides se développeront.**

### 3- Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux

Historiquement, le groupe a rencontré des barrières importantes à l'entrée, qui ont temporairement freiné l'adoption de Cellvizio® dans ses indications gastro-intestinales historiques. Le retour de Sacha Loiseau a permis de relancer la dynamique commerciale, même si certains obstacles ont continué de peser, ralentissant la progression. Ces défis incluaient notamment : la difficulté à imposer Cellvizio® malgré des résultats cliniques prometteurs et des recommandations médicales en évolution favorable ; des vents contraires rencontrés ces deux dernières années ; et une structure de coûts nécessitant encore des ajustements, malgré des efforts significatifs de réduction. La mise en place du plan de sauvegarde fin mars 2025 s'est révélée indispensable pour sécuriser l'avenir du groupe. Ce plan a allégé considérablement la dette, renforcé la marge de manœuvre financière et permis d'ouvrir une nouvelle phase de croissance, offrant au groupe une base solide pour accélérer son développement, investir dans l'innovation et consolider sa position sur le marché. La publication des ventes du T4 25 traduit ce renouveau, avec une forte accélération de la croissance aux US.

#### 3.1 Une croissance historique mesurée

Depuis plus de quinze ans, Mauna Kea Technologies a investi massivement pour promouvoir l'adoption de Cellvizio® dans le domaine gastro-intestinal. Entre 2015 et 2024, le chiffre d'affaires hors licences a oscillé entre 5 et 8m€, avec une décroissance annualisée d'environ -4,5%, reflet des défis liés à l'adoption progressive d'une technologie innovante et de rupture. Plusieurs facteurs expliquent cette trajectoire.

- Cellvizio® bénéficie d'un corpus clinique solide et d'une utilisation croissante dans des centres experts. Néanmoins, la reconnaissance institutionnelle est restée prudente jusqu'à récemment. Cela s'explique par la rigueur des sociétés savantes qui prennent le temps de valider l'apport clinique avant d'intégrer l'endomicroscopie confocale laser dans leurs recommandations, garantissant ainsi un déploiement sûr et durable.
- L'entreprise a également dû composer avec un modèle économique initial insuffisamment flexible aux US. Le modèle fondé sur la vente de consoles/sondes a parfois montré ses limites face à un usage de la technologie encore insuffisant, notamment dans le dépistage de l'œsophage de Barrett. L'introduction du paiement à l'utilisation en 2017 a constitué un ajustement structurel pertinent, mais celui-ci est intervenu tardivement, après plusieurs années d'inertie commerciale. Plus récemment (2024), la dynamique aux Etats-Unis a également été affectée par la baisse du niveau de remboursement du code CPT, réduisant la rentabilité perçue de la procédure. Cette baisse paraît totalement injustifiée et se base sur des données erronées ce que la société cherche à corriger dès 2026.
- Les efforts pour étendre Cellvizio® au-delà de la sphère GI, via des collaborations en pneumologie, oncologie et urologie, posent les bases de futurs relais de croissance, même si les 1ers partenariats n'ont pas encore été déterminants. L'exemple du partenariat avec Cook Medical (2015-2018) a permis d'acquérir de l'expérience et de renforcer la notoriété de la technologie, préparant le terrain pour de futures collaborations structurantes.
- En Europe, la progression commerciale a été freinée par l'absence de prise en charge généralisée et, plus récemment, par un effet de stock lié à la transition vers l'EU-MDR en 2024, qui a temporairement réduit les commandes directes en 2025.
- Enfin, la structure financière avec un poids colossal de la dette, a limité la capacité d'investissement commercial et international, ralentissant l'adoption sur certains marchés clés. Cependant, les mesures récentes, notamment le plan de sauvegarde de 2025, renforcent considérablement la marge de manœuvre du groupe et créent les conditions pour accélérer le développement commercial et l'expansion internationale, offrant au groupe une base solide pour transformer son potentiel clinique en croissance durable.



### 3- Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux

Depuis le retour de Sacha Loiseau fin 2022, plusieurs éléments montrent une dynamique plus constructive. Même si le rebond n'est pas encore pleinement visible dans le chiffre d'affaires, plusieurs signaux sont très encourageants.

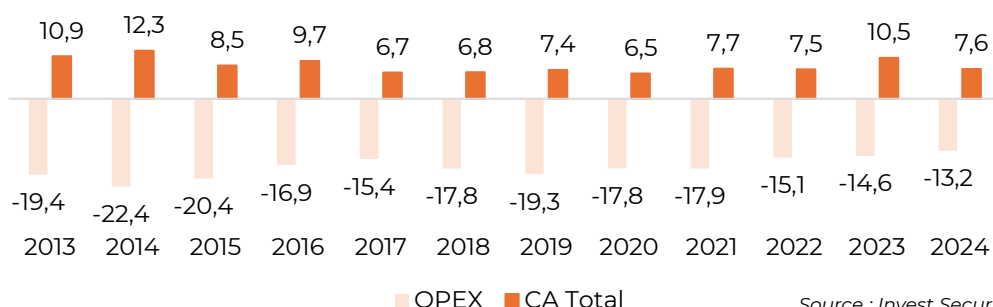
- **L'étude CLIMB, ainsi que des travaux récents dans le dépistage de l'œsophage de Barrett ou la gestion des lésions précancéreuses, renforcent notablement le niveau de preuve du Cellvizio®.** Cette base clinique plus robuste commence à se traduire par un changement d'attitude des sociétés savantes, dont plusieurs recommandations deviennent désormais plus favorables à Cellvizio® à l'instar des recommandations de l'ESGE ou de l'avis tranché de l'AFS.
- Du point de vue commercial, les partenariats signés depuis deux ans apparaissent plus ciblés, mieux alignés et portés par des acteurs ayant un intérêt stratégique à la diffusion de la technologie une différence notable par rapport à des collaborations passées comme celle de Cook, qui était plus opportuniste que fondatrice. **Parmi ces partenariats, on peut citer le dernier en date aux Etats-Unis avec Taewoong Medical.** Par ailleurs, les discussions en cours dans de nouveaux domaines thérapeutiques, avec un acteur dont le nom n'a pas été divulgué, ouvrent la voie à une diversification des usages, un point essentiel pour élargir la base de revenus.
- En Chine, **l'approbation réglementaire de la troisième génération du Cellvizio® le 21 novembre dernier permet de relancer un marché qui, jusqu'ici, n'avait pas pleinement matérialisé son potentiel.** Effectivement, l'intérêt d'avoir approuvé une nouvelle version du Cellvizio® est de reprendre la main sur son destin chinois car cette nouvelle version n'était pas incluse dans le contrat actuel avec la JV, ce qui conduit le groupe à envisager d'autres options pour sa commercialisation en Chine.
- **La création d'une filiale dédiée à Celltolerance® vise quant à elle à mieux valoriser un actif à fort potentiel.** La dynamique est favorable avec, à date, plus de 1500 procédures réalisées sur Cellvizio®.

**Ainsi, même si le groupe a dû faire face à un marché prudent, à des ruptures de modèle économique, à des effets réglementaires ponctuels et à des partenariats historiques peu transformants, plusieurs signaux convergents laissent entrevoir une trajectoire désormais plus favorable.**

#### 3.2 Une structure de coûts historique disproportionnée

Dans le prolongement de l'analyse du CA, qui met en évidence une pénétration du marché encore en phase de développement, la structure de coûts a connu une trajectoire relativement élevée par rapport à l'adoption commerciale initiale. Cette situation reflète principalement un niveau de dépenses ambitieux, qui n'était pas encore totalement aligné avec le modèle économique et le degré de maturité du marché. Ces éléments offrent cependant une opportunité claire d'optimisation et d'ajustement stratégique, permettant à l'entreprise de mieux adapter ses ressources à son potentiel de croissance et de préparer un déploiement commercial plus efficace et rentable.

Evolution du CA et des OPEX entre 2013 et 2024



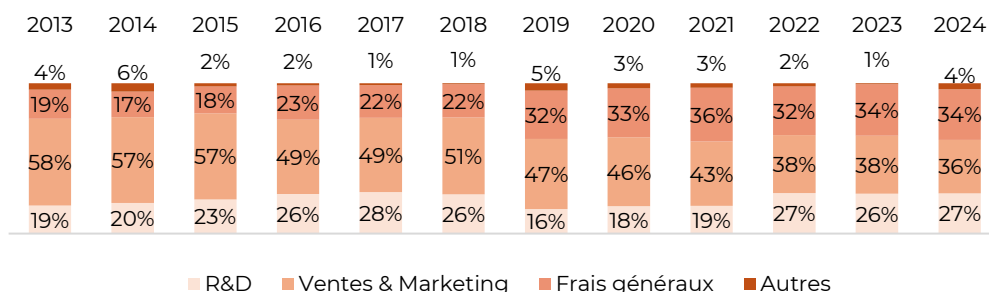
Source : Invest Securities



### 3- Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux

Cette dynamique trouve en partie son origine dans la période 2018–2022, durant laquelle la stratégie impulsée par Robert Gershon a conduit à une augmentation significative des effectifs commerciaux et opérationnels, dans un contexte où le marché était encore en développement. Cette ambition de renforcer la présence américaine a engendré une structure de coûts élevée, reflétant la volonté d'accélérer l'implantation commerciale. **Le retour de Sacha Loiseau en 2022 a marqué un point d'inflexion stratégique, avec un effort massif de redressement. Entre 2020 et 2024, les OPEX ont reculé d'environ –26%, amorçant un ajustement de la base de coûts plus soutenable et aligné avec la trajectoire de croissance. Cette démarche ouvre désormais la voie à une utilisation plus efficiente des ressources, renforçant la flexibilité financière et le potentiel de développement commercial futur.**

Répartition des OPEX

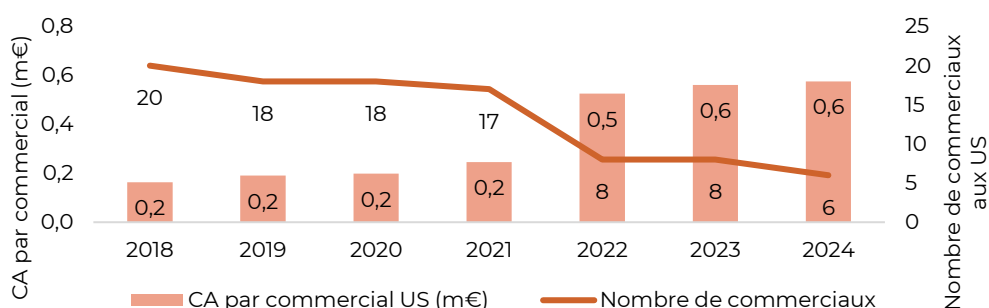


Source : Mauna Kea & Invest Securities

Les dépenses de ventes et marketing ont représenté une part significative des OPEX, représentant jusqu'à 58% des OPEX entre 2013 et 2015 puis 47% en 2019/20 reflétant un niveau élevé au regard de la traction commerciale observée, suggérant une efficacité commerciale limitée et un déploiement initialement mal calibré. Après plusieurs années à plus de 45% des OPEX, la part des Ventes & Marketing reflue à 36/38% en 2022–2024, traduisant les premiers effets des mesures de réduction des coûts.

En parallèle, les dépenses de R&D sont restées relativement stables, alors qu'un effort plus soutenu aurait pu renforcer la preuve clinique, améliorer l'ergonomie ou élargir le portefeuille d'indications, autant d'arguments qui auraient facilité le travail des équipes commerciales. Faute d'investissement plus conséquent, la R&D n'a pas joué le rôle de levier susceptible de compenser la faible traction commerciale.

Evolution du CA réalisé par commercial aux US (m€)



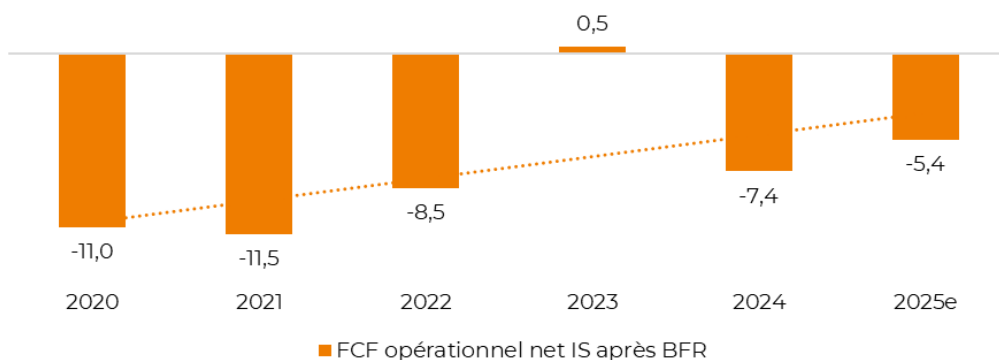
Source : Mauna Kea & Invest Securities

La force de vente apparaît initialement surdimensionnée au regard de la performance générée, avec un chiffre d'affaires par commercial stagnant autour de 200k€ par an entre 2018 et 2021, malgré un effectif élevé et relativement stable sur la période. Cette faible productivité traduit une efficacité limitée du modèle de vente directe, suggérant soit une maturité encore insuffisante du marché, soit une proposition de valeur trop complexe à convertir commercialement.

### 3- Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux

À partir de 2022, un point d'inflexion s'opère, marqué par une réduction significative des effectifs commerciaux concomitante à une forte progression du chiffre d'affaires par commercial, qui atteint 500/600k€ par an. Cette amélioration sensible de la productivité suggère un recentrage du dispositif commercial, une meilleure qualification des opportunités et/ou une montée en maturité du marché, validant a posteriori l'idée que la structure précédente était surdimensionnée et que la performance est davantage tirée par la qualité de l'exécution que par la taille de la force de vente.

Impact des réductions de coûts sur les FCF



Source : Invest Securities

Dans ce contexte, Mauna Kea a dû recourir à des financements afin de soutenir sa structure de coûts. Au cours de la dernière décennie, la société a alterné augmentations de capital, émissions de BSA et un instrument de dette, notamment un prêt BEI, une avance de la BPI ou encore un PGE.

Depuis 2014, la société a levé plus de 60m€ au total. Parmi celles-ci, les opérations successives avec Kepler Cheuvreux (2017-2023) puis avec Vester Finance dont les BSA exercés en 2023 et 2024 ont apporté environ 2,7m€, constituant des relais de trésorerie récurrents. S'y ajoutent diverses opérations, comme l'entrée au capital de Mauna Kea de de Johnson & Johnson Innovation et Armistice en 2021 ou celle de Telix en 2023 (6m€).

En parallèle, Mauna Kea a mobilisé plusieurs instruments d'endettement : un emprunt IFP Partners, le prêt de la BEI représentant plus de 20m€ décaissés entre 2019 et 2020, l'avance remboursable Bpifrance, ainsi que le PGE de 2020. Malgré ces financements successifs, la dynamique opérationnelle n'a pas suffi à absorber la dépense structurelle, obligeant la société à rechercher régulièrement de nouveaux relais.

En 2024, un tournant intervient avec la renégociation du prêt BEI, portant sur plus de 21m€ d'encours et repoussant les échéances à 2028-2029. Cet aménagement réduit la pression financière à court terme et conditionne l'accord à la sécurisation de 7m€ de nouveaux financements.

**En résumé, l'évolution des OPEX illustre une ambition initiale stratégique forte, tournée vers un véritable changement de paradigme. Si le modèle initial, ambitieux et innovant, s'est confronté aux réalités du marché, il a permis d'identifier avec clarté les ajustements nécessaires pour mieux accompagner le rythme réel d'adoption. À partir de 2022, ces ajustements de la structure de coûts ont eu un impact significatif sur les FCF opérationnels, tout en renforçant l'efficacité et la pertinence des investissements. Ces initiatives ont permis de préparer le terrain, et l'ouverture du plan de sauvegarde s'est révélée une étape clé, offrant l'opportunité de rééquilibrer définitivement les ressources, d'accroître la flexibilité financière et de consolider les bases d'une croissance durable et rentable.**

### 3- Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux

#### 3.3 Un plan de sauvegarde nécessaire et salvateur

**Mauna Kea a réussi par le passé à poursuivre l'évangélisation du marché de l'endoscopie autour de sa technologie en mobilisant diverses sources de financement et en renégociant sa dette. Néanmoins, malgré des perspectives séduisantes et dans un contexte de marché dégradé en matière de financement des petites sociétés, la seule solution viable a été l'ouverture d'une procédure de sauvegarde, afin d'alléger le poids de la dette qui aurait absorbé l'ensemble des financements, et de concentrer ces derniers sur l'activité opérationnelle.**

Par jugement du 31 mars 2025, le Tribunal des activités économiques de Paris a prononcé l'ouverture d'une procédure de sauvegarde à l'égard de Mauna Kea. Cette décision intervient dans un contexte où, malgré une dynamique opérationnelle en amélioration, la structure financière du groupe demeurerait fortement contrainte par un niveau d'endettement devenu insoutenable. La procédure a ainsi été engagée comme un outil de rééquilibrage financier, visant à alléger le poids de la dette afin de recentrer les ressources sur l'exécution opérationnelle.

**C'est dans ce cadre que s'inscrit le plan d'affaires présenté à l'appui de la procédure et décrit ci-dessous, lequel vise à démontrer la capacité du groupe à renouer avec une trajectoire soutenable une fois la structure financière assainie.**

#### Sur la croissance des ventes (TMVA 25-35 : +22,6%)

Il s'appuie sur une première phase de redressement marquée entre 2025 et 2030, période durant laquelle le chiffre d'affaires (hors licence & CIR) passerait de 5,9m€ en 2025 à près de 23,6m€ en 2030, soit un taux de croissance annuel moyen d'environ +32,0% sur la période. Cette trajectoire traduit une montée en puissance progressive, avec un point d'inflexion attendu à partir de 2027. La dynamique est très majoritairement portée par les États-Unis, qui concentrent l'essentiel de la base installée active et représentent environ 80% du CA sur la période. En termes de levier nous pouvons souligner :

- Dans les kystes pancréatiques, activité historique du groupe, l'utilisation de Cellvizio® est déjà bien établie et constitue un socle de revenus mature. Le plan prévoit une croissance moyenne de +11% sur la période 2025/2035, avec une phase de forte expansion entre 2025 et 2030 (TMVA de +18%), avant une normalisation autour de +5% de croissance par en moyenne entre 2030 et 2035.
- Concernant CellTolerance, la société anticipe une montée en puissance progressive, avec un chiffre d'affaires qui passerait de 1,5m€ en 2025 à plus de 2,5m€ en 2027, avant une accélération plus marquée à partir de 2028. À l'horizon 2030, CellTolerance représenterait plus de 8m€ de chiffre d'affaires, soit un TMVA de +54% sur la période 2025-2030. À plus long terme, cette activité atteindrait plus de 50% des revenus du groupe, estimés à 22m€ à l'horizon 2035, traduisant un rôle de plus en plus central dans le mix de revenus.
- Les partenariats dans l'indication gastro-intestinale devraient commencer à contribuer de manière marginale dès 2026, avant de générer progressivement un chiffre d'affaires en croissance continue, avec TMVA de +36% entre 2026 et 2035.
- Après une baisse des montants de remboursement intervenue en 2023, la société anticipe un rétablissement de conditions de remboursement plus favorables à partir de 2027, générant un impact positif estimé à 800k€ sur le chiffre d'affaires en volume et en prix. Cette dynamique devrait ensuite se poursuivre avec une croissance moyenne annuelle de +11,8% jusqu'en 2035, pour atteindre un chiffre d'affaires de 1,9m€.

### 3- Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux

- À partir de 2030, le plan d'affaires entre dans une phase de normalisation, marquée par un ralentissement progressif de la croissance. Le chiffre d'affaires évoluerait de 23,6m€ en 2030 à environ 45,1m€ en 2035, correspondant à un TMVA de l'ordre de +13,8% sur la période. Cette décélération reflète une base de revenus devenue significative, une pénétration plus avancée des marchés historiques et une trajectoire davantage tirée par l'augmentation des volumes sur la base installée existante que par l'ouverture de nouveaux relais. La croissance reste toutefois soutenue par la montée en régime de CellTolerance, par la poursuite de l'amélioration du mix de revenus récurrents et par l'effet cumulatif de la base installée.

#### **Sur les résultats :**

- Une marge brute de l'ordre de 77% à horizon 2030, portée à la fois par un mix produit plus favorable et par un mix géographique orienté vers les États-Unis, qui concentrent plus de 80% du chiffre d'affaires et offrent des niveaux de prix et de rentabilité structurellement supérieurs.
- Cette dynamique de marge élevée s'accompagne d'une amélioration attendue de la productivité commerciale, en particulier aux États-Unis. Après la restructuration de l'équipe américaine, la productivité par commercial est passée d'environ 200k\$ en 2020 à près de 600k\$ en 2024. Le plan d'affaires anticipe la poursuite de cette tendance, avec un objectif de plus de 1m\$ de chiffre d'affaires par commercial dès 2027, soutenant la croissance sans nécessiter d'augmentation proportionnelle de la force de vente.
- Cette dynamique de marge élevée s'accompagne d'une amélioration attendue de la productivité commerciale, en particulier aux États-Unis. Après la restructuration de l'équipe américaine, la productivité par commercial est passée d'environ 200k\$ en 2020 à près de 600k\$ en 2024. Le plan d'affaires anticipe la poursuite de cette tendance, avec un objectif de plus de 1m\$ de chiffre d'affaires par commercial dès 2027, soutenant la croissance sans nécessiter d'augmentation proportionnelle de la force de vente.
- L'EBITDA resterait négatif en 2025 et 2026, avant de passer en territoire positif dès 2027, à environ 0,4m€, puis d'accélérer pour atteindre près de 4,8m€ en 2030 et 14,3m€ en 2035, faisant ressortir une marge d'EBITDA de 31,7%.

#### **Sur les flux de trésorerie :**

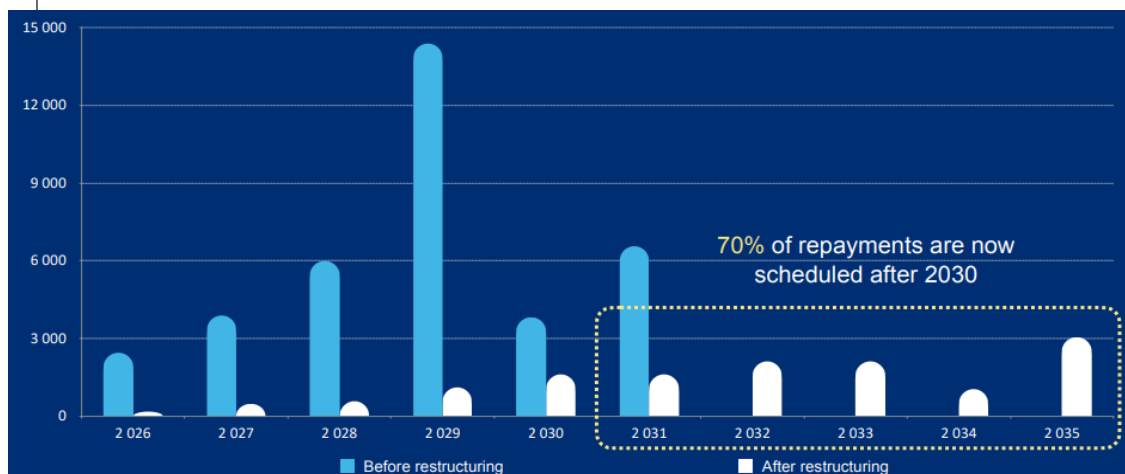
- Sous l'effet du plan de sauvegarde, une partie des dettes a été gelée, entraînant un BFR négatif en 2025. Celui-ci devrait toutefois se normaliser progressivement pour redevenir positif à partir de 2028 et atteindre 10,9% du chiffre d'affaires à l'horizon 2035.
- Les flux d'investissements devraient croître de manière significative, passant de <-0,4m€ en 2026 à -2,0m€ à l'horizon 2035, en lien avec l'accélération de l'activité. Sur l'ensemble de la période, ces investissements représenteraient en moyenne environ 4% du chiffre d'affaires.
- En raison des paramètres évoqués précédemment, le FCF opérationnel devrait afficher un solde négatif en 2026 (-4,2m€), principalement en raison d'un besoin de normalisation au niveau du BFR et également d'un EBITDA négatif. Toutefois, le plan d'affaires anticipe une nette amélioration des FCF dès 2027, avec l'atteinte de la rentabilité sur l'EBITDA.

### 3- Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux

Cependant, la solidité intrinsèque du plan n'était pas suffisante pour compenser la contrainte majeure : une dette totale d'environ 40m€, dont plus de 75% vis-à-vis de la BEI, assortie d'échéances particulièrement lourdes entre 2026 et 2029. Avant restructuration, certaines années concentraient jusqu'à 10 à 13m€ de remboursements, un niveau insoutenable pour Mauna Kea. Dans cet état, toute levée de fonds supplémentaire aurait été intégralement captée par le remboursement de la dette, sans soutenir l'activité opérationnelle.

**La procédure de sauvegarde a précisément permis de sortir de cette impasse en réinitialisant la structure financière. Le plan approuvé présente une réduction d'environ -70% de la dette totale, ramenée de près de 40m€ à un peu plus de 12m€.**

**Calendrier de remboursement de la dette financière**



Source : Mauna Kea

- Le prêt BEI, qui constituait le cœur du problème, est allégé de -55% de son nominal et de l'intégralité des redevances futures, tandis qu'une portion limitée est convertie en capital, représentant environ 10% du capital post-sauvegarde.
- Les autres dettes financières non garanties, notamment le PGE, l'avance Bpifrance et certaines dettes fournisseurs sont effacées.
- Le calendrier de remboursement est également entièrement redessiné, avec 70% des échéances qui sont repoussées après 2030, offrant à Mauna Kea un temps d'exécution compatible avec sa trajectoire de croissance.

La validation du plan de sauvegarde était conditionnée à la sécurisation d'un financement destiné non plus à honorer la dette mais à soutenir la croissance. Ce financement a été réalisé sous la forme d'une augmentation de capital de 6,1m€, comme annoncé le 14 novembre 2025.

**Le plan de sauvegarde remet Mauna Kea sur une base financière solide, avec un profil d'échéances beaucoup plus soutenable et des ressources libérées pour soutenir l'activité opérationnelle. Le rééchelonnement de la dette, combiné à un allègement significatif du passif, offre désormais au groupe la flexibilité nécessaire pour poursuivre et amplifier la dynamique commerciale observée depuis début 2025, en particulier sur le marché américain, et consolider un redressement durable.**

### 3- Un plan de sauvegarde décisif pour construire un futur plus radieux

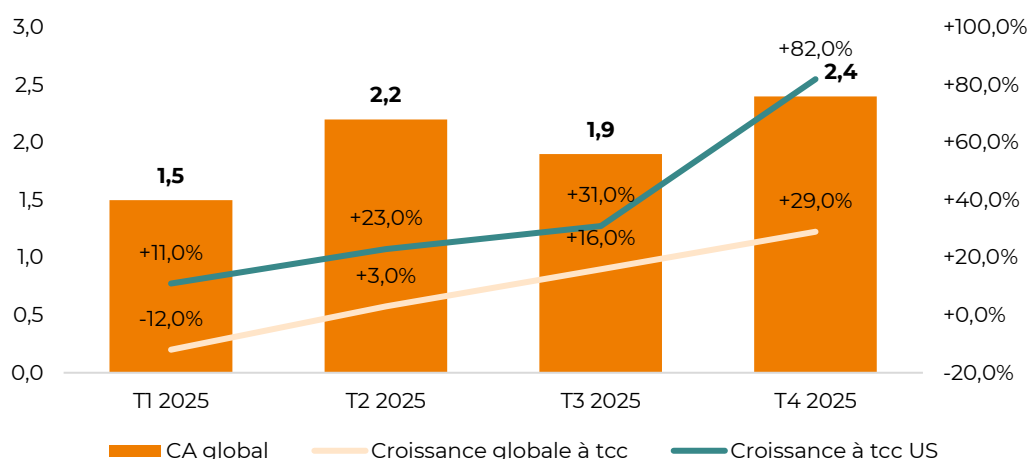
#### 3.4 Une fin d'année 2025 robuste et prometteuse

La fin d'année 2025 marque un point d'inflexion prometteur pour le groupe, avec une accélération de l'activité au S2 (+19% vs -19% au S1 25) et un T4 particulièrement robuste avec un CA de 2,4M€, soit une croissance de +29% à tcc, confirmant la trajectoire de redressement engagée depuis le début du S2. Cette performance repose sur des leviers bien identifiés. D'une part, l'adoption clinique sur les kystes pancréatiques s'intensifie, soutenant à la fois les ventes de systèmes et la consommation de sondes. D'autre part, CellTolerance® s'affirme comme un second pilier émergent, avec environ 1m€ de ventes réalisées en 2025.

Aux Etats-Unis sur le T4 25, les ventes sont portées par une accélération très marquée de la croissance dans cette région (+82% tcc) qui atteint presque son plus haut historique. Cette performance illustre le rôle désormais central du marché américain, qui représente une part prépondérante du CA du groupe (77% vs 60% au T4 24). La dynamique s'accompagne de signaux commerciaux particulièrement positifs avec la vente de 4 systèmes (vs 1 au T4 24) avec un *pricing power* séduisant (prix moyen qui augmente de +10% sur 2 ans) et également la vente de sondes qui ont plus que doublé sur un an, témoignant de l'intensification de l'utilisation dans les kystes pancréatiques, principal moteur de croissance. A noter que cette accélération s'est opérée avec une organisation commerciale resserrée mais plus efficiente. La productivité par commercial atteint environ 900k\$ de ventes en 2025, atteignant quasiment leur objectif d'1m\$ par commercial à horizon 2027. Ceci illustre une amélioration tangible de l'efficacité opérationnelle et de l'exécution commerciale, dans un modèle désormais plus discipliné et mieux calibré pour accompagner la croissance.

En Europe et dans le reste du monde, l'activité montre un net redressement au S2 25, après un S1 pénalisé par des effets de stockage observés en 2024 chez les distributeurs. La reprise post-sauvegarde est notamment portée par l'émergence de CellTolerance®, qui contribue dès le S2 à la dynamique commerciale et s'accompagne des premières ventes de systèmes en Australie et en Autriche, ouvrant de nouveaux territoires de développement à partir de 2026.

Evolution du CA global



Source : Mauna Kea & Invest Securities

L'ensemble de ces éléments envoie des signaux positifs pour l'avenir et renforce la crédibilité de la trajectoire de croissance du groupe, ainsi que sa capacité à s'appuyer sur son principal moteur de développement, les kystes pancréatiques, tout en accélérant l'émergence de nouveaux relais de croissance comme CellTolerance® et l'expansion sur le marché américain.



## 4- Une nouvelle phase de croissance, rentabilité envisagée en 2028

Le groupe entre dans une nouvelle phase de croissance rentable, porté par de nombreux leviers encore à déployer et par une force de vente recalibrée et plus efficiente. Les erreurs du passé, qui avaient conduit au plan de sauvegarde, ont été progressivement corrigées depuis le retour de Sacha Loiseau en qualité de CEO fin 2022. La performance robuste au T4 25 illustre parfaitement le potentiel de croissance, particulièrement aux Etats-Unis, et crédibilise nos hypothèses. Comparativement au plan d'affaires présenté dans le cadre du plan de sauvegarde, nos estimations sont plus prudentes sur le chiffre d'affaires hors licences (écart moyen de -14% entre 2026 et 2030e) et sur l'atteinte de la rentabilité EBITDA (2028 vs 2027). Du côté des flux de trésorerie opérationnels, nos hypothèses sont légèrement inférieures, en cohérence avec une vision conservatrice des CAPEX. Enfin, le besoin de financement à 12 mois est couvert : l'augmentation de capital de 6,1m€ réalisée en novembre, combinée à l'allègement de la dette via le plan de sauvegarde, devrait permettre de financer la croissance jusqu'à fin 2026. L'exercice des BSA générés par l'AK pourrait permettre d'atteindre l'autofinancement dès 2029. Nos hypothèses seront ajustées en fonction des réalisations futures.

### 4.1 Accélération de l'adoption, les kystes comme principal levier de croissance

Plusieurs leviers de croissance sont identifiés pour soutenir la croissance à court et moyen terme. La trajectoire de croissance s'appuie sur la solidité clinique et médico-économique de Cellvizio®, la redynamisation de la force commerciale et du modèle PPU, ainsi que sur les partenariats stratégiques. Enfin, le développement progressif de nouvelles indications à fort potentiel pourrait venir renforcer durablement cette dynamique. Par rapport au plan d'affaires présenté dans le cadre de la procédure de sauvegarde, nos hypothèses se veulent plus prudentes, notamment concernant les ventes de CellTolerance® et le développement en Chine. Néanmoins, nous sommes alignés sur le potentiel dans les applications GI historiques. Compte tenu des avancées récentes, notamment des recommandations cliniques plus favorables et du partenariat avec Taewoong ainsi que des leviers de croissance à court terme, tels que l'amélioration attendue des conditions de remboursement aux États-Unis et un cadre plus favorable en France, notre appréciation est positive. La dynamique solide au T4 25 illustre parfaitement le potentiel, particulièrement sur les kystes pancréatiques. À plus long terme, l'élargissement des indications de Cellvizio® et l'expansion géographique constituent également des relais de croissance significatifs. Nous détaillons ci-dessous nos hypothèses de croissance.

#### 4.1.1 Cellvizio® dans les applications GI historiques : accélération de l'adoption

L'accélération de l'adoption de Cellvizio® dans les indications gastro-intestinales historiques, telles que l'œsophage de Barrett et les kystes pancréatiques, constitue un moteur majeur de croissance. Comme expliqué précédemment, la technologie offre des avantages significatifs, notamment une imagerie cellulaire en temps réel permettant de visualiser les altérations de la barrière épithéliale, l'inflammation ou la dysplasie, et de réduire le nombre de biopsies. Cependant, son adoption pratique est freinée par des coûts additionnels encore difficiles à faire accepter par les hôpitaux et par la difficulté à transformer rapidement les pratiques cliniques. Comparativement aux hypothèses du groupe dans ces indications historiques, nous adoptons une posture légèrement plus prudente (delta de -10% par rapport aux objectifs du plan d'affaires dans ces indications), tout en considérant que le marché reste conséquent.

- ✓ **Un environnement de marché structurellement plus favorable.** Plusieurs facteurs sont favorables à une accélération de l'adoption mondiale : (i) le corpus clinique séduisant et les bénéfices médico-économiques documentés fournissent un argumentaire convaincant pour les équipes hospitalières et les décideurs, (ii) les recommandations cliniques évoluent favorablement, notamment celles publiées par l'ESGE, renforçant la légitimité de la technologie et,



## 4- Une nouvelle phase de croissance, rentabilité envisagée en 2028

(iii) les sociétés savantes, telles que l'American Foregut Society, exercent un lobbying actif et publient des recommandations soutenant l'utilisation de Cellvizio®.

- ✓ **Un rebond attendu en Europe.** En Europe, nous anticipons une relance de la croissance après une base de comparaison défavorable en 2025 et l'impact de la procédure de sauvegarde sur les ventes. Le remboursement plus favorable pour les kystes pancréatiques, notamment en France qui pourrait intervenir dès 2026, devrait constituer un catalyseur important, facilitant l'adoption de la technologie.
- ✓ **Vers un reclassement favorable du remboursement.** Les États-Unis demeurent le principal moteur de croissance pour les indications gastro-intestinales historiques. Depuis 2024, le remboursement hospitalier du code CPT 43252 a été rétrogradé d'un niveau (« Upper-GI Level 3 » à « Upper-GI Level 2 »), entraînant une baisse du remboursement d'environ -40%. Cette diminution résulterait de problèmes de déclaration des coûts hospitaliers et non d'une remise en cause scientifique de l'utilité clinique de Cellvizio®. Le CMS s'est basé sur les coûts médians déclarés par les hôpitaux qui sous-évaluent le coût réel de la procédure. Les sociétés savantes (AGA, ACG, ASGE) estiment que cette baisse est économiquement injustifiée. Le groupe travaille activement avec les sociétés savantes et des consultants spécialisés pour : (i) corriger les données de coûts hospitaliers, (ii) documenter les économies cliniques générées par Cellvizio® (réduction des biopsies et des reprises) et (iii) demander le reclassement du code. Les sociétés savantes ont d'ailleurs publié des lettres plaidant pour une couverture élargie auprès des payeurs privés, soulignant la sensibilité supérieure et la rentabilité potentielle de Cellvizio® par rapport aux méthodes standards de biopsie aléatoire. Selon nos hypothèses, un retour à un niveau de remboursement cohérent, et qui nous semble justifié, pourrait permettre de dépasser le pic de volumes de 3954 procédures réalisées en PPU dès 2027. Ainsi, l'impact de la baisse du remboursement sur les volumes de procédures PPU serait effacé dès la première année selon nos hypothèses. Ce reclassement serait effectivement principalement positif pour les procédures PPU dans le dépistage de l'œsophage de Barrett, qui ont été principalement affectées par la rétrogradation selon nous. Nous sommes globalement alignés avec les hypothèses du groupe sur l'apport en revenus liés au reclassement du remboursement aux États-Unis.
- ✓ **Une force de ventes directe recalibrée et renforcée aux US.** Le modèle commercial américain a connu deux évolutions structurantes. La 1ère, en 2017, avec l'introduction du modèle PPU, notamment sur le dépistage de l'œsophage de Barrett, dont les bénéfices devraient s'amplifier à mesure que le niveau de remboursement s'améliore. La 2nde, en 2022, avec le recalibrage de la force commerciale aux États-Unis. Le groupe dispose désormais d'une organisation plus efficiente, qui, combinée à une montée en puissance progressive des effectifs, devrait soutenir l'accélération de la croissance. La force de vente s'appuie sur des atouts solides, incluant des données cliniques et médico-économiques robustes ainsi qu'un soutien accru des sociétés savantes. Le management vise un objectif de plus d'1m\$ de ventes annuelles par vendeur, soit environ 2x les niveaux historiques.
- ✓ **Un partenariat majeur aux États-Unis avec TaeWoong.** Sur le marché nord-américain, le groupe devrait également bénéficier de l'expertise de partenaires reconnus. À compter de 2026, il évoluera ainsi selon un modèle commercial hybride, combinant ventes directes via sa propre force commerciale et ventes indirectes au travers d'un partenaire stratégique. Mauna Kea a signé un accord majeur et exclusif avec TaeWoong Medical USA pour accélérer son expansion commerciale aux États-Unis dans la prise en charge des kystes pancréatiques. TaeWoong Medical est un acteur spécialisé dans les solutions diagnostiques et thérapeutiques gastro-intestinales guidées par écho-endoscopie, disposant d'un portefeuille de dispositifs dédiés aux procédures EUS, incluant notamment des stents gastro-intestinaux,

## 4- Une nouvelle phase de croissance, rentabilité envisagée en 2028

des sondes de radiofréquence et des instruments de biopsie guidée. Bien que sa force commerciale aux États-Unis demeure de taille modeste (chiffre d'affaires global d'environ 55m€ en 2022), ce partenariat repose sur un rationnel industriel et clinique solide. Il existe en effet une forte complémentarité entre les deux offres, permettant d'intégrer diagnostic et intervention au sein d'une même procédure. Cellvizio® apporte une imagerie cellulaire en temps réel lors des procédures d'écho-endoscopie, améliorant la classification et la stratification du risque des kystes pancréatiques, tandis que TaeWoong fournit les outils thérapeutiques EUS-guidés (RFA, stents, aiguilles et dispositifs de biopsie) permettant une prise en charge immédiate lorsque nécessaire. Par ailleurs, TaeWoong dispose déjà d'un réseau structuré de formation pour les procédures EUS-RFA et l'utilisation des stents, un élément clé pour accélérer l'adoption de Cellvizio®, dont l'efficacité est étroitement liée au niveau de formation des centres utilisateurs. **Ce partenariat permettra de proposer une offre intégrée combinant imagerie confocale laser en temps réel, accès à des instruments diagnostiques et thérapeutiques avancés, ainsi qu'un dispositif structuré d'intégration clinique, de formation et de support aux équipes médicales.** Comme indiqué précédemment, la formation constitue un prérequis essentiel de Cellvizio® dans l'indication des kystes pancréatiques. À noter que la société mère, TaeWoong Medical, avait fait l'objet en 2024 d'une tentative d'acquisition par Olympus Medical pour un montant de 370m\$, illustrant l'intérêt stratégique porté à ses actifs, bien que l'opération n'ait finalement pas abouti. En résumé, le partenariat entre Mauna Kea et TaeWoong Medical USA devrait permettre d'étendre significativement la portée commerciale de Cellvizio® aux États-Unis, de proposer une offre intégrée plus attractive pour les établissements hospitaliers, d'accélérer l'adoption clinique et l'expansion du marché, et de renforcer les dispositifs de formation et de support, améliorant ainsi l'expérience et la fidélisation des utilisateurs.

Concrètement, l'ensemble des forces de vente de TaeWoong sera formé à Cellvizio®, et leurs commerciaux seront habilités à vendre la solution d'ici fin T1 2026. Le positionnement est clairement orienté vers une offre "bundle" complète autour du kyste pancréatique, combinant stent, Cellvizio® et instrument de radiofréquence. **TaeWoong est par ailleurs en train d'étoffer son portefeuille produit avec un nouvel endoscope, et son aiguille est nativement compatible avec Cellvizio®, ce qui renforce encore la cohérence de l'offre. Sur le plan opérationnel, environ 100 centres américains utilisent déjà ces techniques de traitement mini-invasif, avec une dynamique comparable en Europe.** Pour rappel, près de 50% des kystes pancréatiques bénins sont encore opérés chirurgicalement, ce qui souligne l'enjeu médical et économique d'alternatives moins invasives, mieux ciblées et mieux diagnostiquées. L'objectif à long terme est de faire de la radiofréquence, la modalité privilégiée dans le traitement des kystes pancréatiques, au détriment de la chirurgie classique. Dans ce contexte, l'apport de Cellvizio® est clé pour sécuriser l'indication et réduire les chirurgies inutiles. L'objectif de ventes de 4m€ aux États-Unis à horizon 2035 via les partenaires dans les indications gastro-entérologiques (tels que TaeWoong) nous apparaît, dans ce contexte, pleinement atteignable.

### 4.1.2 CellTolerance® : un réservoir significatif de croissance

La franchise CellTolerance® devrait fortement contribuer à la croissance à partir de 2027. Nous considérons que l'utilisation de Cellvizio® dans le dépistage des intolérances alimentaires est bénéfique pour des cas précis. Cette solution constitue une alternative viable aux régimes d'élimination traditionnels, souvent trop exhaustifs et peu sélectifs. Néanmoins, nous adoptons une posture plus prudente que les hypothèses présentées dans le plan d'affaires dans le cadre de la procédure de sauvegarde pour différentes raisons. **En 2035, nous tablons sur des ventes de 15m€ vs environ 23m€ guidé, avec une base installée de 90 Cellvizio® et une utilisation moyenne annuelle de 360 procédures par centre (soit environ 2 sondes par mois par centre car une sonde peut être réutilisée 15x en moyenne).**

## 4- Une nouvelle phase de croissance, rentabilité envisagée en 2028

- ✓ **Une application clinique précoce mais séduisante.** La solution dispose d'un potentiel clinique prometteur et se trouve en phase de déploiement initial. L'adoption par des centres de référence, comme l'université de Stanford, est encourageante, même si son usage reste pour l'instant concentré dans des établissements disposant de ressources adaptées, dans l'attente d'un cadre de remboursement. L'extension à d'autres centres devrait se faire progressivement, en s'appuyant sur l'élargissement du marché et les enseignements tirés des précédentes phases d'innovation.
- ✓ **Des aspects techniques à optimiser.** La majorité des intolérances alimentaires relèvent de troubles fonctionnels, ce qui oriente naturellement les stratégies diagnostiques vers des approches cliniques et fonctionnelles. Dans ce contexte, Cellvizio® se distingue par sa capacité à visualiser finement des altérations cellulaires ciblées. À ce jour, les critères confocaux validés concernent principalement ces atteintes structurales, ce qui positionne l'outil sur des indications bien définies plutôt que sur le diagnostic direct de la plupart des intolérances alimentaires. Son utilisation actuelle dans des centres experts en endoscopie reflète son haut niveau de spécialisation, tandis que la prise en charge des intolérances alimentaires repose le plus souvent sur des parcours ambulatoires, avec des outils simples et non invasifs. De plus, l'examen par Cellvizio®, intégré à une endoscopie avec injection de fluorescéine, s'inscrit dans une démarche diagnostique approfondie, complémentaire des tests fonctionnels couramment utilisés. Dans cette perspective, nous considérons qu'à court terme, Cellvizio® trouve un intérêt particulier dans le diagnostic différentiel, en permettant d'exclure avec précision des pathologies pouvant mimer une intolérance alimentaire, telles que la maladie cœliaque, les MICI, les lésions néoplasiques ou certaines entéropathies. Il s'agit d'un outil à forte valeur ajoutée pour sécuriser le diagnostic et orienter la prise en charge, plutôt que d'un examen de dépistage en 1ère intention.
- ✓ **Un 1er partenariat fondateur en Australie.** Le partenariat signé avec Endotherapeutics marque une étape clé pour le lancement commercial de Cellvizio® en Australie. Bien qu'encore récent, il s'appuie sur un distributeur de premier plan en Australie et en Nouvelle-Zélande, reconnu pour sa connaissance approfondie des professionnels de santé et des circuits hospitaliers. Ce partenariat constitue un levier important pour accélérer l'adoption clinique de Cellvizio®, grâce au réseau et au support opérationnel d'Endotherapeutics, et pourrait servir de modèle d'expansion commerciale dans d'autres régions à fort potentiel, notamment l'Europe, le Moyen-Orient et l'Amérique latine.

### 4.1.3 Cellvizio® en Chine : une situation figée, mais des avancées positives

Nous n'intégrons pas de ventes en Chine, contrairement aux hypothèses du plan de sauvegarde, en raison d'une situation de JV encore figée. Nous apprécions l'enregistrement de la 3ème génération de Cellvizio® permettant au groupe de reprendre son destin en main, car celle-ci n'était pas incluse dans les accords liant Mauna Kea à la JV. Nous attendons d'avoir une meilleure visibilité pour être plus agressifs, d'autant que le groupe réfléchit actuellement à différentes options commerciales.

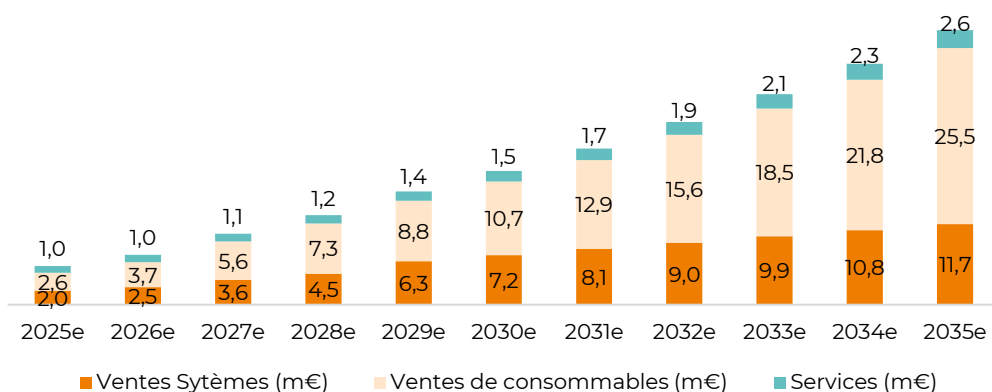
### 4.1.4 Cellvizio® en dehors de la sphère GI : un potentiel encore incertain

À l'instar des hypothèses présentés dans le plan de sauvegarde, Nous n'avons pas intégré de ventes additionnelles dans de nouvelles indications autres que la sphère GI (applications GI historiques et dépistage des intolérances alimentaires). Néanmoins, le groupe a signé le 31 mars 2025 un droit exclusif de négociation avec un acteur majeur du secteur pour un large domaine thérapeutique, ce qui pourrait ouvrir des opportunités à moyen terme. Nous suivrons également avec attention les résultats cliniques issus des collaborations de recherche.

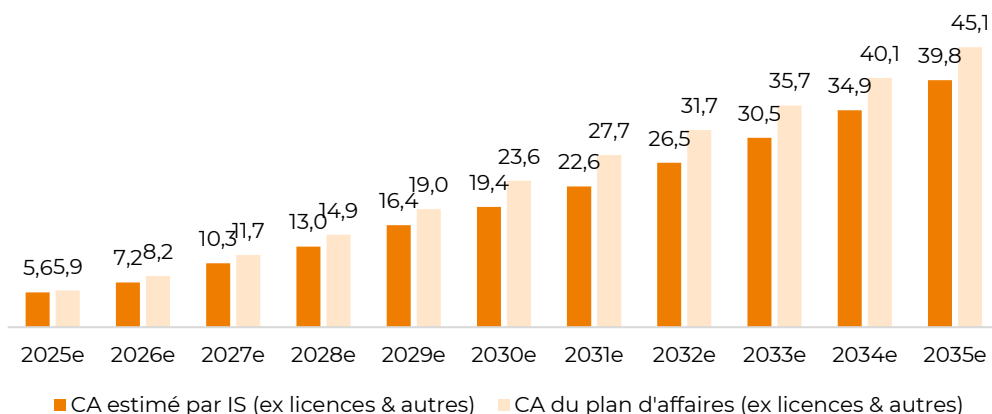
## 4- Une nouvelle phase de croissance, rentabilité envisagée en 2028

Dans son plan d'affaires, le groupe faisait l'hypothèse de revenus de licences de 2m€ en 2027 et 1m€ en 2028, ce qui nous semble à ce stade encore trop incertain.

### Hypothèses de ventes déclinées par catégorie (hors revenus de licences)



### Hypothèses de ventes en m€ vs plan d'affaires (hors revenus de licences)



Source : Invest Securities

### 4.2 Organisation plus efficiente, rentabilité sur l'EBITDA attendue en 2028

Selon nos hypothèses, le groupe devrait atteindre la rentabilité sur l'EBITDA en 2028, soit un an après l'estimation présentée par le management dans le cadre de la procédure de sauvegarde. La marge brute devrait augmenter mécaniquement grâce à un mix géographique et produit favorable. Nous prévoyons également une gestion rigoureuse des OPEX, avec une diminution de -13% en 2025 et de -5% en 2026, suivie d'une progression modérée sur la période 2026-2030, avec un taux moyen annuel de +7%. Cette évolution s'explique par le renforcement de la force commerciale aux États-Unis, tout en bénéficiant d'une efficacité supérieure des commerciaux par rapport au passé. Lors de la publication T4 25, on observe effectivement que le CA par vendeur a atteint 900k\$ (+44% vs T4 24).

- **Une marge brute bénéficiant du mix.** La croissance des ventes, tirées par CellTolerance®, les consommables et surtout le marché américain devrait conduire à une amélioration de la marge brute. Nous anticipons une progression de +820pbs de la marge brute hors licences entre 2025 et 2030e (69,4% en 2025 jusqu'à 77,6% en 2030e). A noter que le niveau de marge brute de 2024 (78,4%) a bénéficié d'un retraitement comptable exceptionnel lié à des effets de stockage. En excluant cet élément, le niveau de marge brute de 2024 est semblable au S1 25 (63%).

## 4- Une nouvelle phase de croissance, rentabilité envisagée en 2028

- **Vers une rentabilité en 2028 avec une structure de coûts mieux contrôlée.** Comme expliqué précédemment, le groupe aborde cette nouvelle phase de croissance avec une structure de coûts recalibré. Les coûts fixes devraient continuer de baisser en 2025 et plus légèrement en 2026, avant que de nouvelles dépenses soient réalisées à compter de 2027 afin de renforcer la pénétration de marché de CellTolerance® principalement et de Cellvizio® sur l'ensemble des indications historiques. Entre 2026-30e, nous anticipons ainsi une hausse modérée des OPEX de +7%. En somme, nous anticipons l'atteinte de la rentabilité sur l'EBITDA ajusté en 2028 (vs 2027 prévu dans les objectifs du plan d'affaires) avec une marge en 2035e de 31,3%, cohérente avec le plan d'affaires et les marges réalisées dans le secteur.
- **Produit exceptionnel lié au plan de sauvegarde.** A ce stade, nous intégrons un produit exceptionnel, sans impact cash, d'environ 20m€ en 2025, du fait de l'annulation de la dette dans le cadre du plan de sauvegarde.

**P&L prévisionnel 2024-30e - Invest Securities**

P&L	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CA total	7,7	8,0	7,2	10,3	13,0	16,4	19,4
% var total	-27,0%	+5,0%	-10,2%	+42,4%	+26,4%	+26,4%	+17,9%
% var hors licence	-9,3%	-0,2%	+28,5%	+42,4%	+26,4%	+26,4%	+17,9%
Marge brute ajusté (hors licence et autres)	4,4	3,9	5,3	7,7	10,0	12,7	15,0
% var	+8,0%	-11,7%	+37,0%	+44,4%	+29,1%	+65,2%	+50,9%
% CA	78,4%	69,4%	74,0%	75,0%	76,6%	77,6%	77,6%
Marge brute	7,2	7,0	6,0	8,5	10,7	13,6	15,9
% var	-19,0%	-2,8%	+90,8%	+20,8%	+77,8%	+60,6%	+48,1%
% CA	94,1%	87,0%	83,7%	82,2%	82,6%	82,7%	82,2%
OPEX	-13,2	-11,6	-11,0	-11,7	-12,5	-13,5	-14,5
% var	-9,2%	-12,6%	-4,7%	+6,3%	+6,9%	+7,6%	+7,6%
% CA	-173%	-144%	-153%	-114%	-96%	-82%	-75%
D&A	1,6	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3
EBITDA ajusté	-4,5	-2,6	-3,4	-1,5	0,0	1,8	3,1
% CA	-59%	-32%	-48%	-15%	0%	11%	16%
Résultat exceptionnel	0,0	20,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT ajusté	-6,0	-4,6	-5,0	-3,3	-1,8	0,1	1,4
% CA	-79%	-57%	-69%	-32%	-14%	1%	7%
Quote part des sociétés MEE	-1,7	-1,4	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat financier	-2,6	-1,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
RCAI	-10,4	12,8	-6,7	-3,6	-2,1	-0,2	1,1
% var	+218,5%	-222,6%	-152,2%	-46,4%	-41,3%	-89,8%	-611,8%
% CA	-136%	159%	-92%	-35%	-16%	-1%	6%
Impôts sur les bénéfices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Résultat net	-10,4	12,8	-6,7	-3,6	-2,1	-0,2	0,8
Résultat net ajusté	-10,4	-7,5	-6,7	-3,6	-2,1	-0,2	0,8

Source : Invest Securities

### 4.3 Autofinancement de la croissance attendue en 2029

Selon nos hypothèses, nous anticipons l'atteinte d'un FCF opérationnel positif à partir de 2029, conformément aux anticipations du groupe. Alors que nos estimations de CA et de marge sont plus prudentes que celles du groupe, nous sommes moins agressifs sur le niveau des CAPEX nécessaire pour financer la croissance. Notre scénario se base donc sur les hypothèses suivantes :

- Des investissements CAPEX modérés correspondant à 2% du CA, soit un niveau plus faible que celui affiché dans le plan d'affaires (4,3% CA). Ce seuil nous paraît plus cohérent, par rapport à l'historique et sachant que la fabrication des produits est sous-traitée.
- Un BFR de 10% du CA à long terme, globalement aligné avec les perspectives exposées dans le plan d'affaires lors de la procédure de sauvegarde.
- En 2025, nous anticipons une Dette Nette de 7m€ avec une trésorerie de 5,1m€ à la fin de l'année. A ce stade, nous intégrons également l'exercice des BSA liés à l'AK en 2026.

## 4- Une nouvelle phase de croissance, rentabilité envisagée en 2028

Tableau de FCF prévisionnel 2025-30e – Invest Securities

Tableau de flux de trésorerie (m)	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EBITDA ajusté	-2,6	-3,4	-1,5	0,0	1,8	3,1
IS théorique / EBITA ajusté	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Capex	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
<b>FCF opérationnel net IS avt BFR</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>
Variation BFR	-0,2	-0,4	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4
<b>FCF opérationnel net IS après BFR</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>
Acquisitions/cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	7,5	8,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	18,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Variation nette de trésorerie</b>	<b>23,3</b>	<b>4,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>

Source : Invest Securities

### 4.4 Visibilité à fin 2026, une bouffée d'air grâce au plan de sauvegarde

Afin de sécuriser son horizon financier, le groupe a émis une obligation convertible en juillet 2025 auprès de Vester de 1,8m€ lui permettant de financer son activité jusqu'en novembre 2025. Le prix de conversion a été fixé au plus bas entre 0,17€ et 94% du plus faible VWAP sur 10 jours. Afin de clôturer sa restructuration, le groupe a également réalisé une AK de 6,1m€ en novembre dernier (5,7m€ net estimé). L'opération s'articulait autour de : 5,9m€ via une AK réservée, avec l'émission de 60,7 millions d'ABSA au prix de 0,0973 € ; 0,2m€ via l'émission de 1,9 million d'ABSA dans le cadre d'une offre au public sur PrimaryBid ; 1,7m€ provenant d'une augmentation de capital réservée à la BEI, correspondant à 17,5 millions d'actions nouvelles émises par compensation de créances ; ainsi que l'attribution gratuite de 9,5 millions de BSA aux actionnaires existants. Ainsi, dans le cadre de l'opération, environ 72m de BSA ont été émis à un prix d'exercice de 0,1216€/action. Le produit potentiellement généré par l'exercice de l'ensemble des BSA liés à l'AK s'élève à environ 8,8m€.

**Selon nos hypothèses, le plan de sauvegarde, incluant les opérations de financement réalisées au S2 25, ainsi que la réduction et le rééchelonnement de la dette, apporte une bouffée d'air essentielle et assure une visibilité jusqu'à fin 2026. Nos projections sont plus prudentes que celles du management (S2 27), en raison d'hypothèses de résultats plus conservatrices. À ce stade, nous estimons que le besoin de financement supplémentaire pour atteindre l'autofinancement de la croissance en 2029 s'élève à environ 6m€. L'exercice partiel des BSA en 2026 pourrait donc suffire à assurer le financement à long terme de la société. Avec la forte hausse récente du cours, dans le sillage de la publication rassurante du T4 25, les BSA sont presque dans la monnaie. Par ailleurs, selon le succès commercial de CellTolerance®, le groupe pourrait valoriser ce produit et l'utiliser comme levier de financement, via une cession partielle ou totale, permettant de soutenir l'activité sur le long terme.**



## 5- OC dilué de 0,20€/action, opinion ACHAT sur un titre décoté

Nous initions MAUNA KEA avec une opinion ACHAT soutenue par un OC dilué de 0,20€/action, correspondant à une valeur des Titres estimée à 52m€ et matérialisant un potentiel de revalorisation significatif. Cette valorisation repose sur une approche DCF, établie sur une base entièrement diluée, intégrant un besoin de financement que nous estimons toujours nécessaire, susceptible d'être couvert par l'exercice des BSA actuellement en circulation. En 2025, le titre a logiquement été fortement pénalisé par l'annonce du plan de sauvegarde (-56%). La valorisation actuelle n'est pas éloignée de la valeur liquidative ressortant des rapports d'évaluation du plan de sauvegarde (6,4m€), ce qui semble totalement injustifié au regard des perspectives robustes de croissance. La forte hausse récente du cours à la suite de la publication du T4 25 traduit le regain d'intérêt du marché post-sauvegarde. Les leviers nécessaires sont désormais en place pour engager le groupe dans une nouvelle phase de croissance, plus soutenue et plus rentable. La valorisation actuelle ne reflète pas le potentiel réel du groupe sur le marché de l'endoscopie. Elle sous-estime à la fois les leviers de croissance et la structure plus disciplinée, ainsi que l'allègement significatif de la dette consécutif à la procédure de sauvegarde. Si ce plan renforce la marge de manœuvre financière, celle-ci reste étroite, et la marge d'erreur limitée. Malgré ces contraintes, le repositionnement stratégique et les fondamentaux renforcés laissent entrevoir un potentiel de redressement que nous évaluons à >+50% dans un premier temps.

### Une valorisation DCF totalement diluée de 0,20€/action

Notre valorisation par DCF repose sur des prévisions de FCF sur 10 ans entre 2026e et 2035e. Dans notre DCF, nous intégrons les hypothèses suivantes :

- Nos hypothèses de FCF précédemment exposées.
- Un WACC de 10,2% avec :
  - ✓ Un taux sans risque de 3,27% correspondant à une pondération des taux d'État 10 ans en fonction du poids des pays dans l'Eurostoxx et le taux sans risque.
  - ✓ Une prime de risque de 3,28%, calculée comme la différence entre l'inverse du PE prospectif 12 mois de l'EuroStoxx et le taux sans risque.
  - ✓ Un bêta de 1,0x. A titre informatif, le bêta statistique 5 ans d'un échantillon composé de groupes cotés avec une spécialité en imagerie médicale et/ou en endoscopie digestive (Olympus, Fujifilm, Philips, Siemens, Conmed, Taewoong) ressort à 0,87x.
  - ✓ Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable aux sociétés de taille inférieure à 263m€.

**Tableau des FCF 2026-35e actualisés**

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	Infini
<b>CA</b>	<b>7,2</b>	<b>10,3</b>	<b>13,0</b>	<b>16,4</b>	<b>19,4</b>	<b>22,6</b>	<b>26,5</b>	<b>30,5</b>	<b>34,9</b>	<b>39,8</b>	<b>40,6</b>
Var (%)	-10,2%	+42,4%	+26,4%	+26,4%	+17,9%	+17,0%	+16,9%	+15,2%	+14,5%	+13,9%	+2,0%
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>	<b>6,4</b>	<b>8,4</b>	<b>10,3</b>	<b>12,5</b>	<b>12,7</b>
Marge d'EBITDA ajusté	-47,6%	-15,0%	-0,3%	11,0%	16,0%	20,1%	24,2%	27,7%	29,6%	31,3%	31,3%
Capex	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Capex/CA	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Amortissements	-1,3	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0	-0,8	-0,8
Amort/CA	-17,6%	-13,6%	-10,7%	-7,9%	-6,5%	-5,1%	-4,3%	-4,1%	-2,9%	-2,0%	-2,0%
BFR	-1,1	-0,6	0,1	0,5	0,9	1,4	2,0	2,6	3,3	4,0	4,0
BFR/CA	-15,4%	-5,8%	1,0%	2,9%	4,7%	6,2%	7,5%	8,5%	9,3%	10,0%	9,8%
Tx d'IS	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
EBITDA ajusté	-3,4	-1,5	0,0	1,8	3,1	4,5	6,4	8,4	10,3	12,5	12,7
Impôt	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-1,2	-1,7	-2,2	-2,8	-3,0
Capex	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
Variation BFR	-0,4	-0,5	-0,7	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	0,0
<b>FCF opérationnel ap BFR</b>	<b>-3,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,8</b>	<b>8,2</b>	<b>8,9</b>
<b>FCF actualisé</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>

Source : Invest Securities

## 5- OC dilué de 0,20€/action, opinion ACHAT sur un titre décoté

Après actualisation des FCF, la VE s'établit à 46m€ dont 83% issue de la valeur terminale en tenant compte d'une croissance LT de +2,0%. Nous intégrons les éléments suivants comme éléments de passage de la VE à la valeur des titres :

- La Dette Nette estimée à fin 2025 de 7m€ après la réduction de la dette à la suite de la procédure de sauvegarde.
- Les AK de financement que nous jugeons nécessaires (6m€ minimum) entre 2026-28e pour atteindre l'autofinancement. A ce stade, nous intégrons l'exercice des BSA issus de l'AK post sauvegarde pouvant générer un produit de 8,8m€.
- Le groupe dispose de reports déficitaires non activés de 102m€ à fin 2024. En intégrant nos hypothèses de résultats 2025, les reports déficitaires non activés 31/12/2025 sont estimés à 89m€, en baisse du fait du produit exceptionnel à la suite de la réduction de la dette. Ces derniers devraient être activés compte tenu des perspectives de rentabilité du groupe à moyen terme. Par conséquent, nous intégrons un gain fiscal potentiel liés aux reports déficitaires de 3,7m€ avec un taux d'imposition normatif de 25% et un taux d'actualisation de 10,2%.

**Tableau DCF**

Valorisation DCF	Value	%
Flux 2026-35e actualisés	8	17%
Valeur terminale actualisée	38	83%
<b>Valeur entreprise Totale</b>	<b>46</b>	
- DN fin 2025	7	
+ Exercice des BSA	8,8	
+ Déficits reportables actualisés	3,7	
<b>Valeur Capitaux propres</b>	<b>52</b>	
Nbre d'actions fin 2025	175,0	
Nbre d'actions créées AK	86,8	
<b>/Total actions après dilution</b>	<b>261,8</b>	
<b>Valeur théorique de l'action</b>	<b>0,20 €</b>	

**Tableau de sensibilité du DCF**

		WACC				
		9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
Croissance infinie	+1,50%	0,22 €	0,21 €	0,19 €	0,17 €	0,16 €
	+1,75%	0,23 €	0,21 €	0,19 €	0,18 €	0,16 €
	<b>+2,00%</b>	0,24 €	0,22 €	<b>0,20 €</b>	0,18 €	0,17 €
	+2,25%	0,25 €	0,22 €	0,20 €	0,19 €	0,17 €
	+2,50%	0,25 €	0,23 €	0,21 €	0,19 €	0,17 €

Source : Invest Securities

Il en ressort une Valeur des Titres de 53m€, soit 0,20€/action. Pour rappel, cette valorisation est totalement diluée avec un nombre d'actions estimé à 261,8m, dont 175m à fin 2025 et 86,8m créées par l'exercice des BSA entre 2026 et 2028e et la conversion de l'OCA Vester de 1,8m€ (conversion avec une décote de -6% sur le dernier cours). A noter que notre valorisation par DCF non dilué s'élève à 0,25€/action. A titre illustratif, la valorisation non diluée par DCF du plan d'affaires, avec un taux d'actualisation identique, ressort à 0,26€/action. Nous initions avec une recommandation ACHAT. Malgré la forte hausse depuis le début de l'année, la valorisation actuelle occulte les bienfaits du plan de sauvegarde, et les leviers de croissance à moyen terme.

## 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
------------------	--------------------	---------------------	---------	-------------------	--------------	-----------------------

## DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	Mauna Kea
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.	Oui
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).	Oui
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.	Oui
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](mailto:maguillen@all-invest.com)

**Jean-Emmanuel Vernay**  
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82  
[jevernay@all-invest.com](mailto:jevernay@all-invest.com)

**Pascal Hadjedj**  
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 61  
[phadjedj@all-invest.com](mailto:phadjedj@all-invest.com)

## BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

**Maxime Dubreil**  
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98  
[mdubreil@all-invest.com](mailto:mdubreil@all-invest.com)

**Tom Deschamps**  
Analyste Industrie

+33 6 46 86 48 25  
[tbeschamps@all-invest.com](mailto:tbeschamps@all-invest.com)

**Jamila El Bougrini**  
Analyste Biotech

+33 1 44 88 88 09  
[jelbougrini@all-invest.com](mailto:jelbougrini@all-invest.com)

**Benoît Faure-Jarrosion**  
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25  
[bfaure-jarrosion@all-invest.com](mailto:bfaure-jarrosion@all-invest.com)

**Jean-Pierre Loza**  
Analyste Biotech

+33 6 89 24 73 57  
[jploza@all-invest.com](mailto:jploza@all-invest.com)

**Claire Meilland**  
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34  
[cmeilland@all-invest.com](mailto:cmeilland@all-invest.com)

**Maud Servagnat**  
Analyste Média/Jeux Vidéo

+33 6 07 98 85 50  
[mservagnat@all-invest.com](mailto:mservagnat@all-invest.com)

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

+33 1 44 88 77 95  
[tvoglimacci@all-invest.com](mailto:tvoglimacci@all-invest.com)

**Alexandre Xerri**  
Analyste Immobilier

+33 7 78 57 94 57  
[axerri@all-invest.com](mailto:axerri@all-invest.com)

## SALLE DE MARCHÉ

**Pascal Hadjedj**  
Responsable Vente Primaire  
+33 1 55 35 55 61  
[phadjedj@all-invest.com](mailto:phadjedj@all-invest.com)

**Anne Bellavoine**  
Senior Advisor

+33 1 55 35 55 75  
[abellavoine@all-invest.com](mailto:abellavoine@all-invest.com)

**Eric Constant**  
Négociation

+33 1 55 35 55 64  
[econstant@all-invest.com](mailto:econstant@all-invest.com)

**Jean-Philippe Coulon**  
Négociation

+33 1 55 35 55 64  
[jpcoulon@all-invest.com](mailto:jpcoulon@all-invest.com)

**Raphaël Loeb**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74  
[rloeb@all-invest.com](mailto:rloeb@all-invest.com)

**Ralph Olmos**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72  
[rolmos@all-invest.com](mailto:rolmos@all-invest.com)

**Kaspar Stuart**  
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 65  
[kstuart@all-invest.com](mailto:kstuart@all-invest.com)

## SERVICES AUX ÉMETTEURS

**Thierry Roussilhe**  
Responsable

+33 1 55 35 55 66  
[troussilhe@all-invest.com](mailto:troussilhe@all-invest.com)

**Cécile Abouljian**  
Directrice Développement

+33 7 85 62 37 02  
[cabouljian@all-invest.com](mailto:cabouljian@all-invest.com)

**Fabien Huet**  
Contrat Liquidité

+33 1 55 35 55 60  
[fhuet@all-invest.com](mailto:fhuet@all-invest.com)