



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

ERYTECH PHARMA

Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 3.101.855,30 €
60, avenue Rockefeller
69008, Lyon, France
RCS de Lyon n° 479 560 013

**Rapport du Commissaire aux apports
sur la valeur de l'apport de titres de la société PHERECYDES PHARMA devant être
effectué au profit de la société ERYTECH PHARMA**

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de commerce de Lyon
en date du 2 mars 2023*



Rapport du Commissaire aux apports sur la valeur de l'apport

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Lyon en date du 2 mars 2023, concernant l'apport de titres de la société PHERECYDES PHARMA à la société ERYTECH PHARMA, nous avons établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu par l'article L. 225-147 du Code de commerce.

Les titres de la société ERYTECH PHARMA étant admis aux négociations sur un marché réglementé, l'ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Lyon du 2 mars 2023 a donc étendu notre mission, par référence à la Position-Recommandation 2020-06 de l'Autorité des Marchés Financiers, à l'appréciation du caractère équitable de la rémunération de l'apport proposé. Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la rémunération de l'apport.

La valeur de l'apport a été arrêtée dans le traité d'apport signé par les représentants des sociétés concernées en date du 5 mai 2023 (ci-après le « Traité d'apport »).

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicables à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur de l'apport, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire de l'apport, augmentée de la prime d'apport.

Il n'est pas stipulé d'avantage particulier dans le cadre de la présente opération.

Notre mission prenant fin avec le dépôt de notre rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération envisagée et description de l'apport
2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur de l'apport
3. Synthèse – Points clés
4. Conclusion



1. Présentation de l'opération envisagée et description de l'apport

1.1 Contexte de l'opération

ERYTECH PHARMA (ci-après « ERYTECH » ou la « Société Bénéficiaire ») est une société biotechnologique en phase clinique qui développe des traitements innovants, issus de la conduite interne de programmes de recherche et développement, pour guérir les patients atteints de maladies dans les domaines thérapeutiques dont les besoins ne sont pas satisfaits à ce jour et basés notamment sur les globules rouges.

PHERECYDES PHARMA (ci-après « PHERECYDES » ou la « Société dont les titres sont apportés ») est une société biotechnologique en phase clinique qui développe des traitements innovants, issus de la conduite interne de programmes de recherche et développement, pour guérir les patients atteints de maladies dans les domaines thérapeutiques dont les besoins ne sont pas satisfaits à ce jour et basées notamment sur des bactériophages.

Le 15 février 2023, ERYTECH et PHERECYDES ont conclu un protocole d'accord (*memorandum of understanding*) (ci-après « le MoU ») relatif au projet de fusion par voie d'absorption de PHERECYDES par ERYTECH (ci-après « la Fusion »).

Le même jour, certains actionnaires de PHERECYDES (ci-après « les Apporteurs ») se sont engagés à apporter, préalablement à la réalisation de la Fusion, une partie de leurs actions PHERECYDES à la Société Bénéficiaire (ci-après « l'Apport »), en contrepartie d'actions ERYTECH nouvellement émises, selon le même rapport d'échange que la Fusion.

La Fusion s'inscrit dans le cadre d'un rapprochement stratégique visant à créer un leader mondial de la phagothérapie. Elle vise à capitaliser sur les ressources financières et les équipes de PHERECYDES et d'ERYTECH pour à la fois accélérer et étendre les programmes de développement en phagothérapie existants de PHERECYDES, lancer de nouveaux candidats phages et élargir potentiellement le champ d'application à de nouvelles modalités thérapeutiques en s'appuyant sur les plateformes technologiques avancées et les compétences des deux sociétés.

La visibilité financière de la nouvelle entité issue de la Fusion s'étendrait jusqu'au 3^{ème} trimestre 2024, avec une position de trésorerie consolidée d'environ 41 M€ au 31 décembre 2022, et permettrait de financer de multiples étapes cliniques de certains de ses programmes existants et futurs.

A l'issue de la Fusion, les actionnaires historiques de PHERECYDES détiendraient environ 49,0% de l'entité combinée.



L'Apport s'inscrit dans le processus global de Fusion de la Société Bénéficiaire et de PHERECYDES et a notamment pour objectif de pallier l'éventuel défaut de quorum à l'assemblée générale des actionnaires d'ERYTECH devant statuer sur la Fusion. Dans ce contexte, les Apporteurs se sont engagés à participer à l'assemblée générale des actionnaires de la Société Bénéficiaire convoquée pour approuver le projet de Fusion et à voter en faveur du projet de Fusion lors de cette assemblée.

1.2 Présentation des sociétés en présence

1.2.1 ERYTECH, Société Bénéficiaire de l'Apport

ERYTECH est une société anonyme dont le siège social est situé au 60, avenue Rockefeller à Lyon (69008). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Lyon depuis le 22 novembre 2004 sous le numéro 479 560 013.

Son capital social s'élève à ce jour à 3.101.855,30 €, divisé en 31.018.553 actions d'une valeur nominale de 0,10 € chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Les actions d'ERYTECH PHARMA sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0011471135 et, sous forme d'American Depositary Shares, sur le Nasdaq Securities Market LLC.

Selon ses statuts, ERYTECH a pour objet, « *en France et dans tous pays* :

- *La recherche, la fabrication, l'importation, la distribution et la commercialisation de médicaments expérimentaux, de médicaments, de dispositifs et d'appareil médicaux ;*
- *La réalisation de toutes prestations de conseil s'y rattachant ;*
- *Et généralement, toutes opérations financières, commerciales, industrielles, civiles, immobilières ou mobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'un des objets spécifiés ou susceptible d'en faciliter la réalisation.*
- *La Société pourra agir directement ou indirectement et faire toutes ces opérations en tous pays, pour son compte ou pour le compte de tiers, soit seule, soit avec des tiers en participation, association, groupement ou société, par voie de création de sociétés nouvelles, d'apport, de commandite, de souscription, d'achat de titres ou droits sociaux, de fusion, d'alliance, de société en participation ou de prise ou de dation en location ou en gérance de tous biens et droits ou autrement. »*

L'exercice social commence le 1^{er} janvier pour se terminer le 31 décembre de chaque année.



1.2.2 PHERECYDES, Société dont les titres sont apportés

PHERECYDES est une société anonyme dont le siège social est situé au 22, boulevard Bénoni Goullin à Nantes (44200). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Nantes depuis le 23 mars 2010, sous le numéro 493 252 266.

Son capital social s'élève à ce jour à 7.939.179 €, divisé en 7.939.179 actions d'une valeur nominale de 1,00 € chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Les actions de PHERECYDES sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth sous le code ISIN FR0011651694.

Selon ses statuts, PHERECYDES a pour objet, « *en France et à l'étranger* :

- *Le développement de savoirs faire, l'obtention de brevets et licences dans le domaine de la biologie, de la médecine ;*
- *et plus généralement dans le domaine des sciences de la vie, pour son compte ou pour le compte de tiers, dans une perspective de commercialisation et de distribution de ses produits, ainsi que toute activité de services liée au domaine des sciences de la vie ;*
- *Et, généralement, toutes opérations financières, commerciales, industrielles, mobilières et immobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes, de nature à favoriser son extension ou son développement, y compris tout accord de toute nature avec des industriels ou des investisseurs. »*

L'exercice social commence le 1^{er} janvier pour se terminer le 31 décembre de chaque année.

1.2.3 POOL GUY RIGAUD, AURIGA IV BIOSEEDS, FPCI OUEST VENTURES III, les Apporteurs

Les Apporteurs, agissant conjointement et non solidairement, sont les suivants :

- Le POOL GUY RIGAUD, dont la composition est détaillée en Annexe 1 du Traité d'apport, représenté par son mandataire, Monsieur Guy RIGAUD ;
- AURIGA IV BIOSEEDS, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion ELAIA PARTNERS, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 21 rue d'Uzès, 75002 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 443 990 668 ;



- FPCI OUEST VENTURES III, fonds professionnel de capital investissement, représenté par sa société de gestion GO CAPITAL, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 1A rue Louis Braille - Bat1 - ZA La Courrouze 35136 Saint-Jacques-de-la-Lande, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Rennes sous le numéro 445 284 458.

1.2.4 Liens en capital entre la Société dont les titres sont apportés et la Société Bénéficiaire

A la date du présent rapport, la Société Bénéficiaire et la Société dont les titres sont apportés n'ont aucun lien capitalistique entre elles.

1.3 Description de l'opération

Les modalités de réalisation de l'Apport qui sont présentées de façon détaillée dans le Traité d'apport signé par les parties le 5 mai 2023, auquel il convient de se référer, peuvent se résumer comme suit.

1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'Apport

Date d'effet

La réalisation de l'Apport interviendra à la date de satisfaction de, ou à la date de renonciation à, toutes les conditions suspensives visées à l'article 8 du Traité d'apport (à l'exception des conditions suspensives qui, par nature, ne peuvent être satisfaites qu'à la Date de Réalisation), ou à toute autre heure ou date éventuellement convenue par écrit entre les parties (ci-après la « Date de Réalisation »).

Sur les plans comptable et fiscal, les parties sont convenues que l'Apport prendra effet à la Date de Réalisation.

Régime juridique

Sur le plan juridique, l'Apport constitue un apport à titre pur et simple soumis au régime de droit commun de l'apport en nature prévu par les dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce.

Régime fiscal

En application des dispositions des articles 635,5° et 810-I du Code Général des Impôts, l'Apport sera enregistré gratuitement au service de l'enregistrement compétent.



En matière d'impôts sur le revenu, l'Apport réalisé par les Apporteurs personnes physiques sera placé sous le régime du sursis d'imposition prévu à l'article 150-0 B du Code Général des Impôts.

En matière d'impôt sur les sociétés, l'Apport réalisé par les Apporteurs personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés sera placé sous le régime de droit commun en matière d'impôt sur les sociétés.

L'Apport sera exonéré de taxe sur la valeur ajoutée, conformément à l'article 261 C-1^o(e) du Code Général des Impôts.

1.3.2 Conditions suspensives

La réalisation de l'Apport est soumise à la satisfaction des conditions suspensives mentionnées à l'article 8 du Traité d'apport, dont notamment :

- (i) l'absence d'opposition du Conseil d'administration de PHERECYDES à la réalisation de l'Apport ;
- (ii) l'autorisation et l'approbation par le Conseil d'administration de la Société Bénéficiaire de l'Apport à la Société Bénéficiaire des actions apportées et de l'émission par la Société Bénéficiaire des actions nouvellement émises au profit des Apporteurs ;
- (iii) la remise par le Commissaire aux apports de la Société Bénéficiaire d'un rapport sur l'évaluation des actions apportées et sur le montant de l'augmentation du capital de la Société Bénéficiaire en résultant et l'enregistrement dudit rapport auprès du Tribunal de commerce de Lyon au minimum 8 jours avant cette date, conformément à la législation française en vigueur.

Conformément aux dispositions de l'article 1304-6 du Code civil, aucun effet rétroactif ne sera attaché aux conditions suspensives que celles-ci soient réalisées ou réputées l'être ; les opérations prévues au Traité d'apport n'interviendront qu'à compter de la Date de Réalisation.

Le Traité d'apport pourra être résilié et les opérations envisagées dans celui-ci pourront être abandonnées à tout moment avant la Date de Réalisation :

- (i) par accord écrit des parties ;
- (ii) par l'une ou l'autre des parties si un tribunal compétent ou toute Autorité gouvernementale a rendu une ordonnance ou un jugement ou a pris une quelconque autre mesure (ordonnance ou jugement que les parties aux présentes devront raisonnablement tenter d'annuler) qui restreint, empêche ou interdit autrement de façon permanente les opérations envisagées par le Traité d'apport ;
et



(iii) soit par la Société Bénéficiaire, soit par les Apporteurs, si la réalisation effective de l'Apport n'a pas eu lieu le 31 juillet 2023 au plus tard, sous réserve que la partie exerçant son droit de résilier le Traité d'apport ait respecté toutes ses obligations conformément à l'article 7 dudit Traité et ses obligations correspondantes détaillées dans le MoU.

Il est précisé que les conditions suspensives sont stipulées au bénéfice de toutes les parties et ne peuvent faire l'objet d'une renonciation que par consentement écrit de toutes les parties.

1.4 Description et évaluation de l'Apport

Aux termes du Traité d'apport, les Apporteurs se sont engagés à apporter à la Société Bénéficiaire, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives, la pleine propriété de 827.132 actions PHERECYDES représentant environ 10,42% du capital de cette société.

Le nombre d'actions PHERECYDES apportées par chacun des Apporteurs se présente comme suit :

Apporteurs	Nombre d'actions apportées	Pourcentage du capital social de Phérécydes
Le pool Guy Rigaud	133 476	1,68%
Auriga IV Bioseeds (Elaia Partners)	411 380	5,18%
FCPI Ouest Ventures III (Go Capital)	282 276	3,56%
Total	827 132	10,42%

La valeur d'apport a été déterminée en fonction de la valeur réelle des actions apportées, selon les mêmes valeurs et les mêmes méthodes d'évaluation que celles retenues dans le cadre de la Fusion, telles que détaillées en Annexe 2 du Traité d'apport, et conformément aux dispositions du Règlement de l'Autorité des Normes Comptables ("ANC") n° 2014-03 relatif au plan comptable général du 5 juin 2014, tel que dernièrement modifié par le règlement ANC n° 2022-01 du 11 mars 2022.

Sur cette base, la valeur globale des 827.132 actions apportées a été arrêtée par les parties à 1.894.132 €, soit 2,29 € par action PHERECYDES. La valeur d'apport est répartie entre les Apporteurs au prorata du nombre d'actions apportées par chacun d'eux à la Société Bénéficiaire par rapport au nombre total d'actions apportées.



1.5 Rémunération de l'Apport

La rémunération de l'Apport a été fixée par comparaison des valeurs réelles de PHERECYDES et d'ERYTECH, selon les principes décrits en Annexe 2 du Traité d'apport.

L'Apport sera rémunéré par l'attribution de 3.101.745 actions nouvelles de 0,10 € de valeur nominale chacune, à émettre par la Société Bénéficiaire qui augmentera son capital d'une somme de 310.174,50 €.

La différence entre la valeur de l'Apport, soit 1.894.132 €, et le montant de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire, soit 310.174,50 €, constituera une prime d'apport d'un montant de 1.583.957,50 €, qui sera comptabilisée au passif de la Société Bénéficiaire.

A la Date de Réalisation, les actions nouvelles ERYTECH émises en rémunération de l'Apport bénéficieront du même traitement que les actions existantes de la Société Bénéficiaire et seront entièrement assimilées auxdites actions. Elles seront soumises à toutes les dispositions des statuts ainsi qu'à toutes les décisions de l'assemblée des actionnaires de la Société Bénéficiaire.

2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur de l'Apport

2.1 Diligences mises en œuvre

Notre mission s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues dans le cadre conceptuel de la doctrine de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Elle a pour objet d'éclairer les actionnaires de la Société Bénéficiaire sur l'absence de surévaluation de l'Apport effectué par les Apporteurs. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus la validation du régime fiscal applicable à l'opération. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

De la même manière, nos travaux ne sont pas assimilables à ceux d'un expert indépendant désigné par l'organe d'administration ou de contrôle d'une des parties.



En exécution de la mission qui nous a été confiée, nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes afin de nous assurer que la valeur de l'Apport n'est pas surévaluée.

Dans ce cadre, nous avons :

- Contrôlé la réalité et la propriété de l'Apport et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la propriété ;
- Apprécie la valeur de l'Apport retenue dans le Traité d'apport ;
- Vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation de l'apport ;
- Vérifié que la valeur réelle de l'Apport est au moins égale à la valeur de l'apport proposée dans le Traité d'apport ;
- Vérifié, jusqu'à la date de rédaction de ce rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur de l'Apport.

En particulier, nos diligences ont principalement consisté à :

- Nous entretenir avec les représentants d'ERYTECH et de PHERECYDES tant pour prendre connaissance de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités comptables, financières et juridiques envisagées ;
- Examiner le Traité d'apport et ses annexes signé par les parties en date du 5 mai 2023 ;
- Prendre connaissance de la documentation juridique et financière en lien avec l'opération, en ce compris le Protocole d'Accord (MoU) et ses annexes et le Projet de Document d'Exemption devant être soumis à l'AMF ;
- Procéder à la revue de la documentation juridique relative à PHERECYDES ;
- Prendre connaissance des comptes sociaux de PHERECYDES au 31 décembre 2022, examiner le rapport du commissaire aux comptes établi dans le cadre de son audit des comptes annuels et nous assurer que ce dernier ne comportait pas de réserve ;
- Analyser et revoir avec le conseil financier mandaté dans le cadre de la Fusion (ODDO BHF) les éléments de valorisation de PHERECYDES qui figurent en Annexe 2 du Traité d'apport ainsi que son rapport de valorisation sous-jacent à ces analyses ;
- Contrôler l'évaluation de l'Apport, examiner et apprécier les méthodes d'évaluation retenues et mettre en œuvre des méthodes similaires ou alternatives pour assurer une approche multicritère appropriée comprenant les critères les plus pertinents ;



- Examiner les projections du management de PHERECYDES et examiner avec le management les fondamentaux de l'activité et les perspectives de croissance et de rentabilité au regard notamment de l'évolution du marché ;
- Obtenir une lettre d'affirmation des représentants de PHERECYDES et d'ERYTECH qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

Nous nous sommes également appuyés sur les travaux que nous avons réalisés afin d'apprécier le caractère équitable de la rémunération de l'Apport, dont nous rendons compte dans un rapport distinct.

2.2 Appréciation de la méthode de valorisation de l'Apport et de sa conformité à la réglementation comptable

Aux termes du Traité d'apport, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle des actions apportées en tant que valeur de l'Apport.

S'agissant d'une opération d'apport réalisée à l'endroit et impliquant des sociétés sous contrôle distinct, elle doit être réalisée à la valeur réelle conformément aux dispositions du règlement ANC n°2014-03 du 5 juin 2014 relatif au plan comptable général, tel que dernièrement modifié par le règlement ANC n° 2022-01 du 11 mars 2022.

Le choix retenu dans le Traité d'apport concernant la méthode de valorisation de l'Apport est conforme au règlement précité et n'appelle pas d'observation de notre part.

2.3 Réalité de l'Apport

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes assurés que les actions apportées étaient libres de tout nantissement et qu'elles n'étaient affectées d'aucune restriction à leur libre transférabilité.

Nous nous sommes assurés de la propriété des titres transmis à partir du registre des actionnaires de PHERECYDES qui désigne les Apporteurs comme titulaires des actions apportées.

2.4 Appréciation de la valeur de l'Apport

2.4.1 Méthodes d'évaluation retenues par les parties

La valeur des actions apportées résulte d'une libre négociation entre parties indépendantes, laquelle a été confortée par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère.



Nous avons apprécié la valeur de l'Apport à partir des travaux réalisés par la banque-conseil d'ERYTECH qui a mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère en privilégiant les méthodes suivantes :

- La référence au cours de bourse ;
- L'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ;
- La référence aux valeurs extériorisées par les analystes qui suivent l'action PHERECYDES.

Les méthodes suivantes ont été écartées :

- La référence à l'actif net comptable au 31 décembre 2022 ;
- Les approches analogiques fondées sur les comparables boursiers et les transactions comparables ;
- Les augmentations de capital récentes.

Concernant les méthodes d'évaluation écartées, nous n'avons pas d'observation à formuler sur le fait de ne pas les avoir retenues dans la mesure où celles-ci n'apparaissent pas pertinentes pour apprécier la valeur de l'Apport.

Nous présentons ci-après les éléments de valorisation détaillés en Annexe 2 du Traité d'apport.

(i) Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé au 31 décembre 2022 sur la base de l'endettement financier net de la société PHERECYDES, ajusté de certains éléments assimilés à de l'endettement (*debt-like*) ou de la trésorerie (*cash-like*) de la société PHERECYDES.

(i) La référence au cours de bourse :

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Il a été retenu à titre principal la date du 19 janvier 2023, correspondant à la date de signature de la lettre d'offre (« LOI ») et de la détermination de la parité dans le cadre de la Fusion, pour l'analyse du cours de bourse. Les analyses ont été conduites sur la base du cours spot et des CMPV (cours moyen pondéré des volumes) 20 jours, 60 jours, 120 jours et 250 jours.



Cette référence extériorise une fourchette de valeur par action comprise entre 2,04 € et 3,51 €, étant précisé que les parties ont retenu le cours de bourse spot au 19 janvier 2023 pour déterminer la valeur de l'Apport, soit 2,29 € par action PHERECYDES.

A titre indicatif, le cours de bourse au 15 février 2023 a également été analysé.

(ii) L'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) :

Selon cette méthode, la valeur d'une entreprise ou d'une activité est égale à la somme (i) des valeurs actualisées des flux de trésorerie futurs que l'exploitation est susceptible de générer sur l'horizon du plan d'affaires et, (ii) d'une valeur terminale à l'horizon de ces prévisions déterminée à partir d'un flux estimé normatif.

Les flux sont actualisés à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de la société évaluée.

La mise en œuvre de cette méthode s'appuie sur les projections du management de PHERECYDES.

Ces projections du management tiennent notamment compte de la capacité de PHERECYDES à financer son développement sur une base *standalone* compte tenu de la forte consommation de trésorerie attendue en début de période.

Ces projections font l'hypothèse d'une mise sur le marché du premier traitement développé par PHERECYDES en 2026, et d'un gain rapide de parts de marché après cette date, générant des revenus significatifs. La mise sur le marché du second traitement est pour sa part attendue en 2027.

La valeur terminale a été calculée en 2033, sur la base du dernier flux de trésorerie.

Le taux d'actualisation retenu est de 17,5%, il reflète le niveau de risque d'exécution des projections du management, et le taux de croissance à l'infini est de 1,1%.

Sur ces bases, la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie aboutit à une valeur par action PHERECYDES de 2,62 € en valeur centrale.

(iii) La référence aux objectifs de cours des analystes

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

La société PHERECYDES fait l'objet d'un suivi limité de la part d'un seul analyste, PORTZAMPARC.

Le dernier objectif de cours publié avant l'annonce de l'opération ressort à 7,40 €.



Ainsi, la valeur globale des 827.132 actions apportées qui s'élèvent à 1.894.132 €, soit 2,29 € par action PHERECYDES se situe dans la fourchette de valorisation obtenue par l'approche multicritère, laquelle ne tient pas compte de l'ensemble des synergies potentielles qui résulteraient de l'opération de Fusion.

2.4.2 Appréciation par le commissaire aux apports des approches retenues par les parties

La valeur des actions apportées résulte d'une libre négociation entre parties indépendantes, laquelle a été confortée par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère.

Nous avons pris connaissance des travaux d'évaluation réalisés par les parties et la banque-conseil d'ERYTECH.

Les méthodes d'évaluation retenues par les parties, décrites ci-avant, appellent de notre part les remarques suivantes :

- Les parties ont apprécié la valeur de l'Apport au regard de critères que nous considérons usuels et adaptés au regard des activités et des caractéristiques de la Société dont les titres sont apportés ;
- Les hypothèses retenues dans le cadre de ces approches n'appellent pas de remarques particulières.

2.4.3 Méthodes d'évaluation retenues par le commissaire aux apports

L'apport étant constitué des seuls titres de la société PHERECYDES, notre appréciation de la valeur individuelle et de la valeur globale de l'Apport est identique.

Pour apprécier la valeur globale de l'Apport, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère.

Comme les parties, nous avons écarté les méthodes analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables, la référence à l'actif net comptable et aux augmentations de capital récentes.

Nous avons retenu :

- A titre principal, la référence au cours de bourse de PHERECYDES et l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ;
- A titre indicatif, la référence aux objectifs de cours des analystes.



2.4.3.1 La référence au cours de bourse

Pour la mise en œuvre de cette approche nous avons retenu le cours de bourse de la société PHERECYDES au 19 janvier 2023, correspondant à la date de signature de la lettre d'offre (« LOI ») et de la détermination de la parité dans le cadre de la Fusion, et au 15 février 2023, correspondant à la date d'annonce de l'opération au marché (après bourse).

Nos analyses ont été conduites sur la base du cours spot et des CMPV 1 mois, 60 jours, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

2.4.3.2 Actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF)

Nous avons obtenu communication des projections du management de PHERECYDES, lesquelles tiennent notamment compte de la capacité de PHERECYDES à financer son développement sur une base *standalone* compte tenu de la consommation de trésorerie attendue en début de période.

Conformément à nos diligences, nous avons procédé à la revue des principales hypothèses retenues pour l'estimation des flux futurs de trésorerie et avons mis en œuvre notre propre évaluation.

Taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini :

Le coût moyen pondéré du capital pour actualiser les flux de trésorerie futurs de PHERECYDES tient compte notamment d'un taux sans risque correspondant à la moyenne 3 mois au 31 mars 2023 de l'OAT TEC 10, d'une prime de risque du marché actions, d'un bêta désendetté des comparables identifiés et d'une prime de risque spécifique pour refléter le risque lié au développement et à l'obtention des autorisations de commercialisation des nouveaux traitements actuellement en phase I ou II.

S'agissant de la croissance à l'infini, nous avons retenu un taux cohérent avec les hypothèses d'inflation à long terme pour la France.

Situation d'endettement net :

La dette nette ajustée de PHERECYDES a été déterminée sur la base des comptes sociaux de cette société au 31 décembre 2022.

Synthèse :

Sur ces bases, compte tenu d'une situation d'endettement déterminée au 31 décembre 2022, la valeur d'Apport s'inscrit dans le milieu de la fourchette de valorisation des actions de PHERECYDES ressortant de nos analyses.



2.4.3.3 La référence aux objectifs de cours des analystes

Pour la mise en œuvre de cette approche, présentée à titre indicatif, nous avons retenu le dernier objectif de cours publié par le seul analyste suivant la société PHERECYDES.

3. Synthèse - Points clés

L'Apport porte sur les actions de la société PHERECYDES, et représente environ 10,42% du capital de cette dernière. Il s'inscrit dans le contexte du projet de fusion par voie d'absorption de PHERECYDES par ERYTECH.

La valeur d'apport s'élevant à 1.894.132 € a été déterminée en fonction de la valeur réelle des actions apportées, selon les mêmes valeurs et les mêmes méthodes d'évaluation que celles retenues dans le cadre de la Fusion.

La fourchette de valeurs des titres de PHERECYDES, extériorisée par notre approche multicritère, encadre et conforte la valeur d'Apport retenue par les parties, étant précisé que :

- la valeur d'Apport a été déterminés par référence au cours de bourse *spot* de PHERECYDES au 19 janvier 2023 ;
- la valeur d'Apport se situe dans le milieu de notre fourchette des valeurs ressortant de la mise en œuvre de l'approche par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF), méthode que nous considérons la plus adaptée au regard des spécificités de PHERECYDES.

Nos estimations de valeurs sont fondées sur une approche *standalone* n'intégrant aucune des synergies anticipées par les parties.

Nous nous sommes assurés auprès de PHERECYDES et d'ERYTECH qu'aucun élément ne remettait en cause significativement les données qui nous ont été communiquées et que nous avons retenues dans le cadre de nos travaux.

En définitive, les valeurs auxquelles conduisent nos travaux de valorisation et les analyses de sensibilité à certains paramètres ne remettent pas en cause la valeur de l'Apport.



4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'Apport retenue s'élevant à 1.894.132 € n'est pas surévaluée et, en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la Société Bénéficiaire de l'Apport, majorée de la prime d'apport.

Paris, le 5 mai 2023

Le Commissaire aux apports

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Christophe LAMBERT

Commissaire aux comptes

Membres de la Compagnie Régionale de Paris