



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

PHERECYDES PHARMA

Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 7.939.179 €
22, boulevard Benoni Goullin
44200, Nantes, France
RCS de Nantes n° 493 252 266

**Fusion par voie d'absorption de la société PHERECYDES PHARMA
par la société ERYTECH PHARMA**

**Rapport du Commissaire à la fusion
sur la rémunération des apports**

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de commerce de Lyon
en date du 28 février 2023*



Rapport du Commissaire à la fusion sur la rémunération des apports devant être effectuées par la société PHERECYDES PHARMA au profit de la société ERYTECH PHARMA

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 28 février 2023, concernant la fusion par voie d'absorption de la société PHERECYDES PHARMA par la société ERYTECH PHARMA, nous avons établi le présent rapport sur l'appréciation du rapport d'échange retenu pour déterminer la rémunération des apports prévus par l'article L. 236-10 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

Le rapport d'échange a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 15 mai 2023 (ci-après le « Traité de fusion »).

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. 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, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

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.

Nous précisons que le présent rapport, préparé dans le cadre de la réglementation française, ne donne aucun droit au regard de tout autre loi ou réglementation, même si la Fusion est ouverte aux actionnaires résidents dans d'autres pays et notamment aux Etats-Unis.

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
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé
4. Synthèse - Points clés
5. 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 Absorbante ») 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 les globules rouges.

PHERECYDES PHARMA (ci-après « PHERECYDES » ou la « Société Absorbée ») 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 se sont engagés à apporter, préalablement à la réalisation de la Fusion et conformément aux engagements de soutien conclus dans le cadre de la signature du MoU, une partie de leurs actions PHERECYDES à la Société Absorbante, 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 l'entité fusionnée 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 fusionnée.



1.2 Présentation des sociétés concernées par l'Opération

1.2.1. ERYTECH, Société Absorbante

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* (« ADS »), 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 Absorbée

PERECYDES est une société anonyme dont le siège social est situé au 22, boulevard Benoni 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. Liens en capital entre la Société Absorbée et la Société Absorbante

À la date du Traité de fusion, la Société Absorbante et la Société Absorbée n'ont aucun lien capitalistique entre elles.

Il est toutefois précisé que préalablement à la date de signature du Traité de fusion, certains actionnaires de la Société Absorbée et la Société Absorbante ont conclu un traité d'apport en nature en vertu duquel lesdits actionnaires de la Société Absorbée se sont engagés à apporter 827.132 actions ordinaires, soit environ 10,42% du capital de la société PHERECYDES à ERYTECH, tel qu'exposé à l'article 10.1 du projet de Traité de fusion. Nous avons dans ce cadre établi, en qualité de Commissaire aux apports, deux rapports sur la valeur et sur la rémunération des apports en nature. A la date du Traité de fusion, cette opération d'apport préalable n'est pas encore réalisée.

1.3 Modalités générales de l'opération

Les modalités de réalisation de la Fusion qui sont présentées de façon détaillée dans le Traité de fusion signé par les parties le 15 mai 2023, auquel il convient de se référer, peuvent se résumer comme suit.



1.3.1 Caractéristiques essentielles de la fusion

Date de réalisation et date d'effet comptable et fiscal

La date de réalisation définitive de la Fusion et de l'augmentation de capital de la Société Absorbante sera la date de réalisation de la dernière des conditions suspensives visées à l'article 16 du Traité de fusion (ci-après la "Date de Réalisation").

La Société Absorbante sera propriétaire des éléments d'actif et de passif apportés par la Société Absorbée, en ce compris ceux qui auraient été omis, soit dans le projet de Traité de fusion, soit dans la comptabilité de la Société Absorbée, à compter de la Date de Réalisation, et le patrimoine de la Société Absorbée sera dévolu à la Société Absorbante dans l'état où il se trouvera à cette même date.

La réalisation de la Fusion entraînera la dissolution sans liquidation de la Société Absorbée et la transmission universelle de son patrimoine à la Société Absorbante.

D'un point de vue comptable et fiscal, la Fusion prendra effet rétroactivement au 1^{er} janvier 2023 (ci-après la "Date d'Effet"). Corrélativement, les résultats de toutes les opérations actives et passives, effectuées par la Société Absorbée à compter du 1^{er} janvier 2023 jusqu'à la Date de Réalisation, seront exclusivement au profit ou à la charge de la Société Absorbante et considérées comme accomplies par la Société Absorbante.

Régime juridique

S'agissant d'une fusion entre sociétés sous forme de société anonyme, la Fusion sera réalisée en application des dispositions des articles L. 236-1 à L. 236-6 et L. 236-8 à L. 236-15 du Code de commerce.

Régime fiscal

En matière d'impôt sur les sociétés, les parties déclarent soumettre la Fusion au régime fiscal de faveur prévu à l'article 210 A du Code Général des Impôts. En conséquence, les plus-values latentes sur l'ensemble des immobilisations apportées, ainsi que les provisions (autres que celles devenant sans objet), ne seront pas soumises à l'impôt sur les sociétés au niveau de la Société Absorbée en vertu des dispositions de l'article 210 A du Code Général des Impôts.

En matière de droits d'enregistrement, les parties déclarent placer la Fusion sous le régime prévu aux articles 635, 1-5^o et 816 du Code Général des Impôts. En conséquence, la Fusion sera enregistrée gratuitement dans un délai d'un mois suivant la Date de Réalisation.

Le cas échéant, le transfert de tout titre de propriété de biens immobiliers fera cependant l'objet lors de son enregistrement d'une contribution de sécurité immobilière au taux de



0,1% sur la valeur vénale desdits biens, conformément aux articles 879 et 881 K du même Code.

1.3.2 Conditions suspensives

La réalisation de la Fusion et de l'augmentation du capital de la Société Absorbante qui en résulte sont soumises à la satisfaction des conditions suspensives mentionnées à l'article 16 du Traité de fusion, concernant :

- la remise par le Commissaire à la Fusion (i) d'un rapport sur la valeur des apports et (ii) d'un rapport sur les modalités de la Fusion confirmant le caractère équitable du rapport d'échange retenu ;
- l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la Société Absorbée de la Fusion et de la dissolution de la Société Absorbée qui en résultera ;
- l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la Société Absorbante de la Fusion ainsi que l'augmentation de capital permettant la rémunération de celle-ci ; et
- l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la Société Absorbante des résolutions relatives à la nomination des administrateurs désignés par PHERECYDES et la modification des statuts d'ERYTECH relative à la suppression de la voix prépondérante du président du Conseil d'administration.

Si les conditions suspensives n'étaient pas réalisées le 31 juillet 2023 à minuit au plus tard, le Traité de fusion serait considéré de plein droit comme caduc, sans indemnité de part ni d'autre, sauf renonciation des deux Parties.



1.4 Description et évaluation des apports

1.4.1 Méthode d'évaluation

S'agissant d'une opération "à l'endroit" impliquant des entités sous contrôle distinct, au sens de 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, les parties sont convenues de retenir comme valeur d'apport des éléments d'actif apportés par la Société Absorbée et des éléments de passif pris en charge par la Société Absorbante dans le cadre de la Fusion, leur valeur réelle.

Les apports seront constitués par l'intégralité des éléments d'actif et de passif constituant le patrimoine de PHERECYDES à la Date de Réalisation.

Les méthodes d'évaluation utilisées pour la détermination de la valeur réelle des éléments d'actif et de passif sont détaillées en Annexe 14.1 du Traité de fusion et résumées ci-après au § 2.2.

La valeur de l'actif net transféré s'établit à 16.537.386 €.

1.4.2 Rémunération des apports

La rémunération des apports correspondant à l'actif net de la société PHERECYDES, s'appuie sur la parité d'échange retenue par les parties qui a été déterminée par référence aux valeurs relatives des actions PHERECYDES, d'une part, et des actions ERYTECH, d'autre part.

Les valeurs relatives des actions PHERECYDES apportées et des actions ERYTECH émises en rémunération de l'apport sont la résultante d'une libre négociation entre parties indépendantes, laquelle a été confortée par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère.

A l'issue de leur négociation, les valeurs relatives des actions PHERECYDES et ERYTECH ont été fixées par les parties à respectivement 2,29 € et 0,61 € par action, par référence aux cours de bourse *spot* des deux sociétés au 19 janvier 2023, correspondant à la date de signature de la lettre d'offre (« LOI »), et à une approche d'évaluation multicritère des deux sociétés.

Sur cette base, les parties ont retenu dans le cadre de la Fusion un rapport d'échange de 4 actions PHERECYDES pour 15 actions ERYTECH.



En application des dispositions de l'article L. 236-3 II du Code de commerce, il ne sera procédé ni à l'échange des actions PHERECYDES qui seront détenues par la Société Absorbante à la suite des apports en nature réalisés par certains actionnaires de PHERECYDES préalablement à la réalisation de la Fusion ni à l'échange des actions auto-détenues par PHERECYDES, lesquelles actions seront annulées de plein droit à la Date de Réalisation.

La Société Absorbante n'augmentera donc son capital afin de rémunérer les actionnaires de la Société Absorbée que pour la fraction d'actif net correspondant aux actions qu'elle ne détient pas dans la Société Absorbée à la Date de Réalisation.

Sur la base :

- d'un nombre d'actions PHERECYDES composant le capital social à la date du présent rapport de 7.939.179 ;
- d'un nombre d'actions auto-détenues à cette même date de 25.142 ;
- des 827.132 actions PHERECYDES détenues par ERYTECH à l'issue de l'apport en nature ;
- de la parité d'échange ;

les apports seront rémunérés par l'attribution, au bénéfice des actionnaires de la Société Absorbée, de 26.575.893 actions nouvelles d'une valeur nominale de 0,10 € chacune à émettre par la Société Absorbante qui augmentera son capital d'une somme de 2.657.589,30 €, assortie d'une soulte de 0,42 €.

La différence entre le montant de la fraction d'actif net rémunéré, soit 14.757.430,84 €, et le montant de l'augmentation de capital de la Société Absorbante assortie d'une soulte de 0,42 €, soit 2.657.589,72 €, constituera une prime de fusion d'un montant de 12.099.841,12 €, qui sera comptabilisée au passif de la Société Absorbante.

Il est précisé que le nombre définitif d'actions nouvelles à émettre et corrélativement le montant nominal de l'augmentation de capital en résultant seront ajustés de plein droit en fonction du nombre exact d'actions PHERECYDES à rémunérer au titre de la Fusion dans le cas notamment où leur montant serait ajusté du fait d'une opération intercalaire entre la date du Traité de fusion et la Date de Réalisation.

Les actions ERYTECH nouvellement émises porteront jouissance à compter de la Date de Réalisation, seront entièrement assimilées aux actions ERYTECH existantes et jouiront des mêmes droits et supporteront les mêmes charges, notamment toutes retenues d'impôt de sorte que toutes les actions ERYTECH, sans distinction, donneront droit au paiement de la même somme nette lors de toute distribution, répartition ou de tous remboursements effectués pendant la durée de la Société Absorbante ou lors de sa liquidation.



2 Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

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 Absorbante et de la Société Absorbée sur les valeurs relatives retenues pour déterminer le rapport d'échange, et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier. 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 d'apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions de la Société Absorbée et aux actions de la Société Absorbante et le caractère équitable du rapport d'échange retenu à partir de ces valeurs relatives.

Dans ce cadre, nous avons en particulier effectué les diligences suivantes :

- Nous nous sommes entretenus avec des représentants d'ERYTECH et de PHERECYDES et leurs conseils 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 ;
- Nous avons examiné le Traité de fusion et ses annexes en date du 15 mai 2023 ;
- Nous avons examiné 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 ;
- Nous avons revu la documentation juridique relative à PHERECYDES et à la Société Absorbante ;
- Nous avons pris connaissance des états financiers consolidés d'ERYTECH au 31 décembre 2022, avons examiné le rapport des commissaires aux comptes établi



dans le cadre de leur audit des comptes consolidés au titre de cet exercice et nous sommes assurés que ce dernier ne comportait pas de réserve ;

- Nous avons pris connaissance des comptes sociaux de PHERECYDES au 31 décembre 2022, avons examiné le rapport du commissaire aux comptes établi dans le cadre de son audit des comptes annuels et nous sommes assurés que ce dernier ne comportait pas de réserve ;
- Nous avons revu les données budgétaires et prévisionnelles établies par les directions de PHERECYDES et d'ERYTECH et nous sommes entretenus avec les responsables concernés pour discuter de la pertinence des hypothèses retenues ;
- Nous avons examiné l'annexe 14.1 du Traité de fusion qui définit notamment les approches retenues pour déterminer les valeurs relatives des actions de la Société Absorbante et de la Société Absorbée ;
- Nous avons analysé et revu avec le conseil financier mandaté dans le cadre de la Fusion (ODDO BHF) les éléments de valorisation de PHERECYDES et d'ERYTECH qui figurent en Annexe 14.1 du Traité de fusion ainsi que dans son rapport de valorisation sous-jacent à ces analyses ;
- Nous avons analysé la pertinence des approches d'évaluation retenues par les parties et des paramètres utilisés, puis mis en œuvre des méthodes similaires ou alternatives de valorisation et réalisé des tests de sensibilité du rapport d'échange servant à la rémunération de l'apport pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation de PHERECYDES et d'ERYTECH portant notamment sur les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

2.2 Valeurs relatives retenues par les parties

Les valeurs relatives des actions PHERECYDES et des actions ERYTECH servant à la détermination du rapport d'échange dans le cadre de la Fusion sont la résultante d'une libre négociation entre parties indépendantes, laquelle a été confortée par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère des actions des sociétés concernées.

2.2.1 Valorisation des actions de la Société Absorbée

A l'issue de leur négociation, la valeur relative des actions PHERECYDES a été fixée par les parties à 2,29 €, par référence au cours de bourse *spot* de PHERECYDES au 19 janvier 2023, correspondant à la date de signature de la lettre d'offre (« LOI »), et à une approche d'évaluation multicritère.



Les parties ont en effet mis en œuvre une évaluation multicritère de PHERECYDES fondée sur :

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

Les parties ont écarté :

- 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.

Les valeurs par action de PHERECYDES qui ressortent des méthodes d'évaluation mises en œuvre au titre de l'approche multicritère encadrent la valeur relative retenue par les parties.

Approche	Valeur par action (en € par action)	
	Min.	Max.
Cours de bourse spot au 19/01/2023	2,29	
Méthodes de valorisation principales :		
Actualisation des flux de trésorerie	2,41	2,84
Cours de bourse - CMPV (19/01/2023)	2,15	3,51
Méthode de valorisation à titre indicatif :		
Cours de bourse - CMPV (15/02/2023)	2,22	3,26
Objectif de cours des analystes	7,40	7,40

2.2.2 Valorisation des actions de la Société Absorbante

Pour fixer le nombre d'actions ERYTECH à émettre en rémunération de la Fusion, les parties ont retenu, à l'issue de leur négociation, une valeur par action de cette société de 0,61 € par référence au cours de bourse *spot* d'ERYTECH au 19 janvier 2023 et à une approche d'évaluation multicritère.



Les parties ont en effet mis en œuvre une évaluation multicritère d'ERYTECH fondée sur :

- La référence au cours de bourse ;
- Une approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie
- La référence aux valeurs extériorisées par les analystes qui suivent l'action ERYTECH.

Les parties ont écarté :

- 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.

Les valeurs par action ERYTECH qui ressortent des autres méthodes d'évaluation mises en œuvre au titre de l'approche multicritère encadrent la valeur relative retenue par les parties.

Approche	Valeur par action (en € par action)	
	Min.	Max.
Cours de bourse spot au 19/01/2023	0,61	
Méthodes de valorisation principales :		
Approche intrinsèque	0,52	0,52
Cours de bourse - CMPV (19/01/2023)	0,49	1,01
Méthode de valorisation à titre indicatif :		
Cours de bourse - CMPV (15/02/2023)	0,74	0,97
Objectif de cours des analystes	3,20	3,20

2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives

L'appréciation des valeurs relatives attribuées par les parties appelle de notre part les observations suivantes :

- Les valeurs relatives retenues par les parties reposent sur les cours de bourse *spot* des deux sociétés au 19 janvier 2023, date de signature de la lettre d'offre et de la détermination de la parité de Fusion et sur une approche d'évaluation multicritère des deux sociétés ;



- L'approche par les flux de trésorerie mise en œuvre à titre principal par les parties et la référence au cours de bourse au 15 février 2023 ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes mises en œuvre à titre indicatif, encadrent les valeurs relatives retenues.
- Nous avons examiné les motifs qui ont conduit à écarter certaines méthodes d'évaluation et estimons que ces critères ont été écartés à juste titre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons mis en œuvre des approches de valorisation alternatives ou similaires à celles retenues par les parties à partir de nos propres paramètres d'évaluation, et procédé à des analyses de sensibilité.

Aussi, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de PHERECYDES et d'ERYTECH fondée sur les approches suivantes :

A titre principal :

- Une approche selon la valorisation intrinsèque de PHERECYDES et d'ERYTECH.

Concernant PHERECYDES nous avons mis en œuvre une approche par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) à partir des projections du management, lesquelles tiennent notamment compte (i) 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 et (ii) des probabilités de succès pour le développement et la commercialisation des différents traitements.

Concernant ERYTECH, la société n'a pas de projet en cours et ne devrait donc pas générer de revenus au cours des prochaines années en *standalone* (c'est-à-dire sans tenir compte du rapprochement envisagé avec PHERECYDES). Dans ces conditions, nous avons privilégié une approche liquidative de la valeur d'ERYTECH, considérant que sur une base *standalone*, la valeur qui reviendrait aux actionnaires correspondrait à la trésorerie (boni de liquidation) qui pourrait leur être distribuée après cession des actifs de la société, encaissement des créances, paiement de l'ensemble des passifs et des coûts afférents à la liquidation.

Cette approche théorique permet dans le contexte de maximiser la valeur de la société pour les actionnaires en comparaison d'une approche par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) qui n'apparaît pas pertinente en *standalone* en l'absence de nouveaux projets puisqu'elle se traduirait par un déséquilibre financier du fait d'une absence de chiffre d'affaires et d'un maintien de coûts de structure importants.

- Une approche fondée sur les cours de bourse de PHERECYDES et d'ERYTECH au 19 janvier 2023 (spot et CMPV 1 mois, 60 jours, 6 mois, 12 mois).



A titre secondaire :

- Une approche fondée sur les cours de bourse de PHERECYDES et d'ERYTECH au 15 février 2023 (spot et CMPV 1 mois, 60 jours, 6 mois, 12 mois), date d'annonce de l'opération au marché (après bourse).

L'analyse du cours de bourse au 15 février 2023 est présentée à titre secondaire en raison de la hausse significative du cours de bourse d'ERYTECH entre fin janvier et début février 2023 (0,51 € à la clôture du 25 janvier 2023 et 1,14 € à la clôture du 3 février 2023), avec des volumes supérieurs à la moyenne. Cette évolution soudaine et inexplicée du cours de bourse en l'absence de communication relative à l'activité de la société ou d'évènement spécifique ayant affecté celle-ci, apparaît de nature à limiter la pertinence de l'analyse au 15 février 2023.

Il convient par ailleurs de relever qu'entre la date d'annonce de l'opération (le 15 février 2023) et la date du présent rapport, le cours de bourse d'ERYTECH a connu une volatilité importante et des volumes d'échanges à certaines périodes très supérieurs à ceux observés historiquement, avec notamment 6,9 millions de titres échangés en 3 jours au mois de mai 2023. Une telle volatilité n'est pas constatée sur le cours de bourse de PHERECYDES. Le cours de bourse d'ERYTECH présente donc de notre point de vue un caractère spéculatif et n'apparaît pas comme une référence pertinente postérieurement à l'annonce de l'opération.

A titre indicatif :

- Une approche fondée sur les derniers objectifs de cours publiés par les analystes avant le 15 février 2023 (date d'annonce de l'opération au marché, après bourse), étant précisé que les sociétés en présence font l'objet d'un suivi limité et irrégulier, raison pour laquelle cette approche est présentée à titre indicatif uniquement.

2.3.1 Méthodes écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les mêmes méthodes que celles non retenues par les parties, à savoir :

2.3.2 Actif net comptable

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque d'une société dans la mesure où il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs. Dès lors, ce critère d'évaluation n'a pas été retenu dans nos analyses.



À titre d'information, l'actif net comptable de PHERECYDES au 31 décembre 2022 s'établit à 7.522.157 €, soit une valeur par action de 1,04 € (sur la base du nombre d'actions composant le capital social à cette même date).

L'actif net comptable consolidé d'ERYTECH au 31 décembre 2022 s'établit à 23.487 K€, soit une valeur par action de 0,76 € (sur la base du nombre d'actions composant le capital social à cette même date). Il est précisé qu'ERYTECH a communiqué le 9 mai 2023 sur sa position de trésorerie au 31 mars 2023, qui s'élève à 30,5 M€, soit une diminution de 8,3 M€ par rapport à celle du 31 décembre 2022 sur la base de laquelle nos travaux ont été réalisés. Il en résulte que la valeur par action sur la base de l'actif net comptable au 31 décembre 2022 ajusté de cette diminution de trésorerie sur le 1^{er} trimestre 2023 s'élèverait à environ 0,52 € par action.

2.3.3 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de PHERECYDES et d'ERYTECH.

2.3.4 Approches analogiques fondées sur les comparables boursiers et sur les transactions comparables

Les méthodes analogiques des comparables boursiers ou des transactions comparables consistent à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, ou de multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises cotées ou non, intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

L'activité de PHERECYDES étant en développement et ERYTECH n'ayant actuellement aucun projet en cours, il en résulte qu'aucune de ces sociétés ne dispose d'agrégats normatifs (chiffre d'affaires, EBITDA ou EBIT) permettant l'application de multiples boursiers ou transactionnels. Pour ces raisons, ces méthodes ne trouvent pas à s'appliquer.

2.3.5 Référence aux augmentations de capital récentes

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).



Cette méthode n'a pas été retenue en raison de la date relativement ancienne de la dernière augmentation de capital d'ERYTECH (souscription en décembre 2021 de 769 608 actions assorties de bons de souscription d'actions (ABSA), chaque ABSA étant composée de 4 ADS et 3 BSA, au prix de 2,26€ par action), qui a depuis mis un terme à ses principaux projets de développement clinique. Dans ces conditions, la comparaison avec la dernière augmentation de capital de PHERECYDES réalisée en septembre 2022 au prix de 2,32 € par action n'apparaît pas pertinente.

2.3.6 Paramètres communs aux méthodes de valorisation mises en œuvre

Nos travaux d'évaluation ont été menés sur la base des comptes des deux sociétés clos au 31 décembre 2022 (comptes sociaux pour PHERECYDES et comptes consolidés pour ERYTECH).

L'impact des instruments dilutifs dans la monnaie pouvant exister aux bornes des deux sociétés a par ailleurs été intégré dans le cadre de nos travaux.

2.3.7 Approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels et la valeur liquidative (à titre principal)

PHERECYDES

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société évaluée et nous paraît adaptée à la situation de PHERECYDES.

Nos travaux ont été conduits à partir des projections du management établies sur la période 2023 - 2042, lesquelles tiennent notamment compte (i) 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 et (ii) des probabilités de succès pour le développement et la commercialisation des différents traitements.

Le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres utilisé dans le cadre de nos travaux se fonde sur les comptes au 31 décembre 2022 et comprend principalement les éléments de dette financière, desquels sont déduits la trésorerie et les équivalents de trésorerie ainsi que divers ajustements considérés comme pouvant avoir une incidence sur la trésorerie ou l'endettement financier, et non reflétés dans les projections du management précitées.



Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital, traduisant le risque d'exécution des projections dont il convient de rappeler qu'elles intègrent des probabilités de succès pour le développement et la commercialisation des traitements en cours d'études cliniques. Des tests de sensibilité ont été réalisés sur le taux d'actualisation et le taux de croissance à long terme.

ERYTECH

Comme indiqué précédemment, cette société n'a pas de projet en cours et ne devrait donc pas générer de revenus au cours des prochaines années en *standalone* (c'est-à-dire sans tenir compte du rapprochement envisagé avec PHERECYDES).

Dans ces conditions, une approche par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) n'apparaît pas pertinente en l'absence de nouveaux projets, en effet celle-ci se traduirait par un déséquilibre financier du fait d'une absence de chiffre d'affaires et des coûts de structure importants.

Nous avons donc privilégié une approche liquidative de la valeur d'ERYTECH, consistant à déterminer la trésorerie (boni de liquidation) qui pourrait être distribuée aux actionnaires après cession des actifs de la société, encaissement des créances, paiement de l'ensemble des passifs et des coûts afférents à la liquidation.

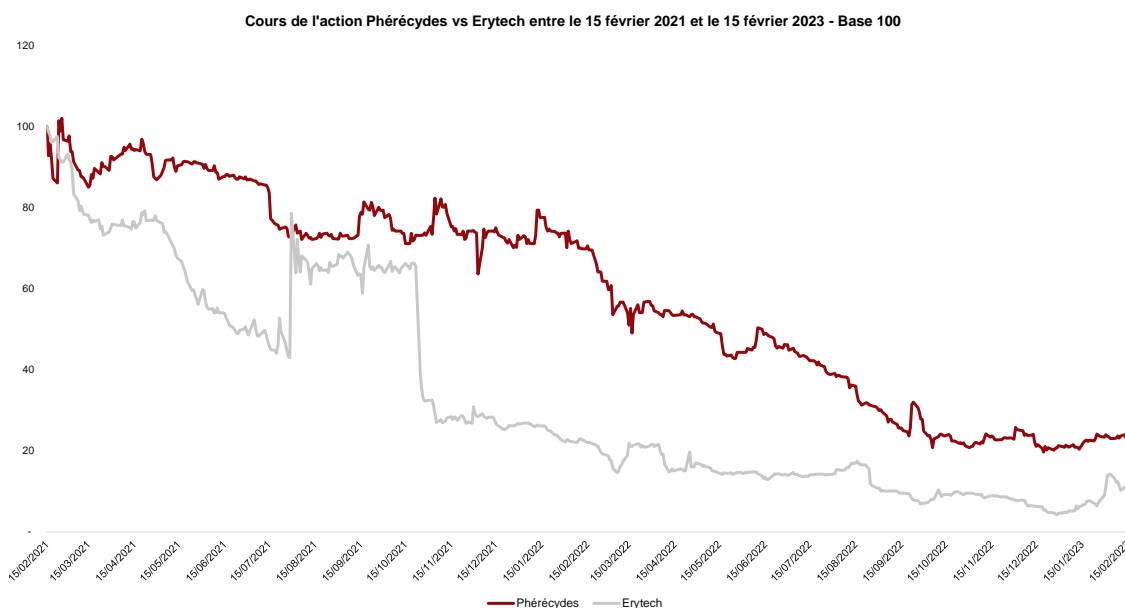
Nos travaux ont été réalisés sur la base des actifs et des passifs comptabilisés au 31 décembre 2022, d'une estimation des coûts à supporter au titre de la liquidation (sortie de cote notamment) et d'une estimation des produits susceptibles d'être encaissés par la société (cession du bâtiment Adénine et de la propriété intellectuelle notamment).

Selon cette approche, la valeur de l'action PHERECYDES est comprise entre 2,13 € et 2,46 €, et celle de l'action ERYTECH est de 0,57 €, laquelle valeur apparaît favorable au regard de la diminution de la trésorerie sur le 1^{er} trimestre 2023¹.

2.3.8 Cours de bourse de PHERECYDES et d'ERYTECH

Nous présentons ci-après l'évolution du cours de bourse de l'action PHERECYDES et de l'action ERYTECH en base 100 sur les 24 derniers mois ayant précédé l'annonce de l'opération (soit jusqu'au 15 février 2023).

¹ Diminution de 8,3 M€, soit un impact d'environ 0,24 € par action, toutes choses égales par ailleurs.



On observe sur la période du 15 février 2021 au 15 février 2023 une baisse du cours des deux sociétés, à hauteur de respectivement -76% et -94% pour PHERECYDES et ERYTECH.

L'évolution du cours de bourse d'ERYTECH est à mettre en regard de l'annonce, le 25 octobre 2021, de l'échec de l'étude clinique en phase III et de ses conséquences sur l'activité de la société qui n'a plus de projet en développement.

On observe par ailleurs une relative stabilité du cours de bourse de PHERECYDES depuis le mois d'octobre 2022 jusqu'à la date d'annonce de l'opération alors même que le marché était informé de la situation de trésorerie à court terme² et des besoins de financement de la société.

Analyse au 19 janvier 2023 (à titre principal)

Nous avons analysé, à titre principal, l'évolution des cours de bourse respectifs de PHERECYDES et d'ERYTECH sur les 12 derniers mois ayant précédé la signature de la lettre d'offre et la détermination de la parité dans le cadre de la Fusion (soit avant le 19 janvier 2023).

Sur cette période, les cours moyens pondérées par les volumes (« CMPV ») se présentent comme suit :

² Le 22 septembre 2022 PHERECYDES a annoncé via un [communiqué de presse](#) une augmentation de capital de 3,1 m€ lui permettant de se financer jusqu'au 31 mars 2023, et estimait des besoins de trésorerie supplémentaires de 4 m€ pour se financer jusqu'au 31 septembre 2023.

Le 31 octobre 2022 dans son [rapport financier semestriel](#) PHERECYDES ajustait ses prévisions en besoin de financement à 5-6 m€ pour continuer son activité jusqu'à fin octobre 2023.

Le 17 février 2023, PHERECYDES a annoncé réaliser [une augmentation de capital](#) supplémentaire de 1,5 m€ lui permettant de tenir jusqu'au 30 juin 2023, date de réalisation prévue de la fusion.



Méthode de valorisation	Valeur de l'action Phérécydes (€)	Valeur de l'action Erytech (€)
Cours spot à la signature de la LOI - 19/01/2023	2,29	0,61
CMPV 1 mois	2,15	0,48
CMPV 60 jours	2,21	0,50
CMPV 6 mois	2,51	0,64
CMPV 1 an	3,51	1,02

Selon cette approche, la valeur de l'action PHERECYDES est comprise entre 2,15 € et 3,51 €, et celle de l'action ERYTECH entre 0,48 € et 1,02 €.

Analyse au 15 février 2023 (à titre secondaire)

L'analyse de l'évolution des cours de bourse respectifs de PHERECYDES et d'ERYTECH sur les 12 derniers mois ayant précédé l'annonce de l'opération (soit jusqu'au 15 février 2023), fait ressortir les CMPV suivants :

Méthode de valorisation	Valeur de l'action Phérécydes (€)	Valeur de l'action Erytech (€)
Cours spot à l'annonce de l'opération - 15/02/2023	2,63	0,88
CMPV 1 mois	2,37	0,89
CMPV 60 jours	2,24	0,74
CMPV 6 mois	2,39	0,74
CMPV 1 an	3,25	0,97

Il est rappelé que cette analyse est présentée à titre secondaire pour les raisons exposées ci-avant (cf. § 2.3).

Selon cette approche, la valeur de l'action PHERECYDES est comprise entre 2,24 € et 3,25 €, et celle de l'action ERYTECH entre 0,74 € et 0,97 €.

2.3.9 Objectifs de cours des analystes (à titre informatif)

PHERECYDES et ERYTECH font l'objet d'un suivi limité et irrégulier par les analystes, raison pour laquelle ce critère est présenté à titre indicatif uniquement.

Nous avons mené notre analyse sur la base des derniers objectifs de cours publiés entre le 25 octobre 2021 et le 15 février 2023, afin de tenir compte des ajustements sur les objectifs de cours d'ERYTECH à la suite de l'annonce, le 25 octobre 2021, de l'échec de sa phase III et avant l'annonce de l'opération au marché le 15 février 2023 après bourse.

Sur cette période, un seul analyste a publié un objectif de cours pour PHERECYDES, et deux analystes ont publié pour ERYTECH.



Derniers objectifs de cours des analystes	Date	Erytech	Phérécydes
ODDO BHF	22/11/2022	3,60 €	n.a.
Portzamparc	28/10/2022	n.a.	7,40 €
Jefferies	02/11/2021	2,80 €	n.a.
Moyenne des derniers objectifs de cours des analystes		3,20 €	7,40 €

Selon cette approche, la valeur de l'action PHERECYDES est de 7,40 €, et celle de l'action ERYTECH de 3,20 €.

En synthèse, nos travaux ne remettent pas en cause les valeurs relatives retenues par les parties, soit 2,29 € par action PHERECYDES et 0,61 € par action ERYTECH.

3 Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

3.1 Rémunération de l'apport proposée

Dans un contexte de négociation entre tiers indépendants, et sur la base de l'analyse multicritère mise en œuvre, les parties ont fixé un rapport d'échange de 4 actions PHERECYDES pour 15 actions ERYTECH (soit 1 action PHERECYDES pour 3,75 actions ERYTECH).

3.2 Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé. Dans ce cadre, nous avons :

- Analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes déterminées par référence à une approche multicritère.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux décrits ci-dessus, au § 2.3, que nous avons mis en œuvre à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'action de la Société Absorbée et de la Société Absorbante.

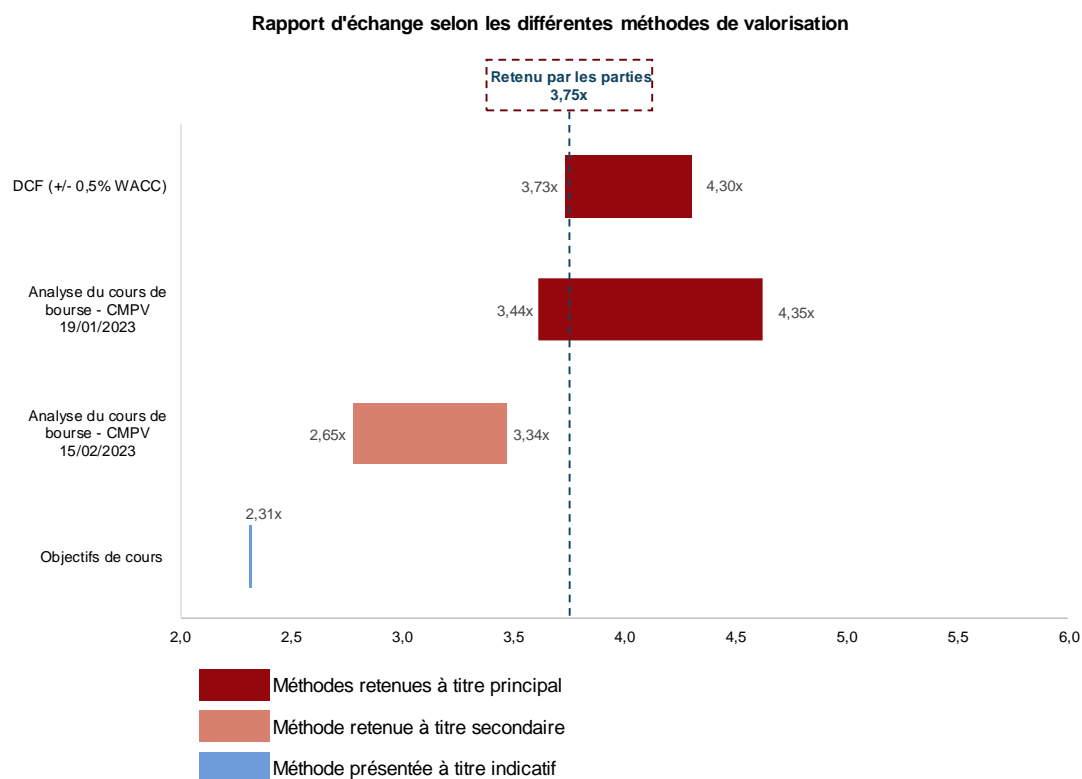
- Appréhendé l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des actionnaires des deux sociétés.

Sur cette base, nous avons apprécié le caractère équitable du rapport d'échange proposé.

3.3 Appréciation et positionnement du rapport d'échange proposé



Aux termes de leurs discussions, les parties sont convenues de fixer le rapport d'échange par comparaison directe des valeurs relatives issues (i) des cours de bourse *spot* des deux sociétés au 19 janvier 2023 et (ii) d'une approche d'évaluation multicritère des deux sociétés.



Le rapport d'échange convenu entre les parties s'inscrit dans la fourchette de l'analyse du cours de bourse au 19 janvier 2023 (cours *spot* et CMPV 1 mois à 12 mois), et est encadré par l'approche intrinsèque et l'analyse du cours de bourse au 15 février 2023.

A l'issue de nos travaux, nous n'avons pas de commentaire à apporter sur le rapport d'échange de 4 actions PHERECYDES pour 15 actions ERYTECH (soit 1 action PHERECYDES pour 3,75 actions ERYTECH), retenu par les parties.



3.4 Conséquences de la Fusion pour les actionnaires de la Société Absorbante et de la Société Absorbée

La Fusion vise à donner de la visibilité financière à la nouvelle entité, avec une position de trésorerie consolidée d'environ 41 M€ au 31 décembre 2022, et à capitaliser sur 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.

Il est utile pour l'appréciation de l'équité de l'opération d'examiner, en sus de l'intérêt industriel de l'opération, les synergies opérationnelles qu'elle est susceptible de dégager.

Les parties estiment que l'opération devrait générer des synergies de coûts dont le plein effet est attendu dès la deuxième année après la réalisation de la Fusion, et après avoir supporté des coûts de mise en œuvre lors de la première année.

Ces synergies correspondent à des économies pouvant être réalisées par une rationalisation des coûts de structure et la sortie de cote de PHERECYDES.

Ces synergies n'ont pas été intégrées dans notre appréciation des valeurs relatives de PHERECYDES et d'ERYTECH, et bénéficieront à tous les groupes d'actionnaires.

Nous avons simulé l'impact de ces synergies sur la valeur par action sur la base d'un plan d'affaires combiné des deux sociétés, en tenant compte du nombre d'actions qui composera le capital d'ERYTECH après réalisation de la Fusion.

L'analyse menée fait apparaître un potentiel de création de valeur important pour les deux groupes d'actionnaires par rapport aux CMPV 12 mois au 19 janvier 2023, étant rappelé que ces analyses sont basées sur les projections et les estimations de synergies communiquées par le management de la Société Absorbante et de la Société Absorbée.

Il est précisé que nous n'avons pas mené d'analyses de relation ou dilution du résultat net par action dans la mesure où aucune des sociétés en présence ne réalise de résultat net bénéficiaire.



4 Synthèse – points clés

La présente opération de Fusion vise à permettre à la société ERYTECH contribuer au développement des projets de l'entité fusionnée, avec un potentiel de création de valeur pour ses actionnaires.

Pour l'actionnaire de PHERECYDES, l'opération vise à permettre la poursuite du programme de développement en bénéficiant des ressources financières et humaines dont dispose ERYTECH. On rappelle qu'avant la conclusion du MoU, PHERECYDES était en recherche de financement pour ses programmes de développement cliniques, ce qui était une situation connue du marché.

Selon le communiqué de presse publié conjointement par les des deux sociétés le 15 février 2023, 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.

Les deux parties ont négocié de façon indépendante les termes financiers du rapprochement. Le rapport d'échange proposé a été déterminé d'après une valeur de l'action PHERECYDES de 2,29 € et une valeur de l'action ERYTECH de 0,61 €. Ces termes financiers appellent les remarques suivantes :

- Le rapport d'échange retenu par les parties repose notamment sur les cours de bourse *spot* des deux sociétés au 19 janvier 2023, date de signature de la lettre d'offre et de la détermination de la parité de Fusion ;
- Le rapport d'échange s'inscrit dans la fourchette des cours de bourse moyens pondérés par les volumes à la date du 19 janvier 2023 ;
- Le rapport d'échange s'inscrit dans la fourchette de valorisation de notre approche d'évaluation fondée sur les flux futurs de trésorerie actualisés de PHERECYDES et la valeur liquidative d'ERYTECH, qui sont, selon nous, les approches les plus pertinentes ;
- Par ailleurs, le rapport d'échange s'inscrit dans le haut de fourchette de l'analyse du cours de bourse au 15 février 2023, que nous présentons à titre secondaire en raison des limitations exposées ci-avant. Nous rappelons également que la référence au cours de bourse après cette date du 15 février 2023 ne nous paraît pas pertinente compte tenu de la volatilité observée du cours de bourse de l'action ERYTECH depuis cette date.

Par ailleurs, sur la base des analyses réalisées, la Fusion devrait permettre une création de valeur au travers de la mise en œuvre des synergies et de la mise en commun des programmes de développement de l'entité fusionnée, des ressources financières et du savoir-faire des deux sociétés, dont bénéficieront les actionnaires des deux sociétés.



5 Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 4 actions PHERECYDES pour 15 actions ERYTECH présente un caractère équitable.

Paris, le 15 mai 2023

Le Commissaire à la fusion

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Christophe LAMBERT

Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie Régionale de Paris