



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

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

**Rapport du Commissaire à la fusion
sur la valeur 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 valeur 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 la valeur des apports prévu par les articles L. 236-10 et L225-147 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur le caractère équitable du rapport d'échange fait l'objet d'un rapport distinct.

L'actif net apporté par la société PHERECYDES PHARMA à la société ERYTECH PHARMA 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 une conclusion sur le fait que la valeur des apports 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 des apports, 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 absorbante, augmentée de la prime de fusion.

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 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.



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

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



1. Présentation de l'opération envisagée et description des apports

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 basés 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*, 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

PHERECYDES 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° 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 § 2.5.1.

Sur cette base, la valeur réelle du patrimoine apporté par la Société Absorbée à la Société Absorbante s'élève à 16.537.386 €, ainsi qu'il résulte des désignations et évaluations des éléments d'actif et de passif apportés présentés ci-après.

1.4.2 Description des éléments d'actif et de passif transmis

Conformément aux dispositions de l'article L. 236-3 du Code de commerce, PHERECYDES transmettra à ERYTECH l'intégralité de son patrimoine dans l'état dans lequel il se trouvera à la Date de Réalisation de la Fusion.

La valeur réelle des actifs apportés et des passifs transmis déterminée par les parties peut être synthétisée comme suit :

Actifs apportés :

Actif	Valeur réelle (€)
Immobilisations incorporelles	18 087 000
Immobilisations corporelles	559 184
Immobilisations financières	149 825
Total actifs immobilisés	18 796 009
Créances	2 367 790
Disponibilités	1 035 127
Total actifs circulants	3 435 329
Ecarts de conversion d'actif	-



La valeur réelle des éléments d'actifs apportés s'élève donc à 22.231.338 €.

Passifs apportés :

Passif	Valeur réelle (€)
Provisions pour risques et charges	-
Dettes financières	3 070 146
Dettes d'exploitation	2 383 806
Produits constatés d'avance	240 000
Total dettes	5 693 952

Ecart de conversion passif

-

Le montant total du passif compris dans l'apport est donc pris en charge pour la somme de 5.693.952 €.

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

1.4.3 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. Notre appréciation de ce rapport d'échange fait l'objet d'un rapport distinct.



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. Diligences et appréciation de la valeur des apports

2.1 Diligences mises en œuvre par les commissaires à la fusion

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 sur l'absence de surévaluation des apports de la Société Absorbée. 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'actif net apporté n'est pas surévaluée.

Dans ce cadre, nous avons :

- Contrôlé la réalité et la propriété des apports et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la propriété ;
- Apprécié la valeur des apports retenue dans le Traité de fusion ;
- Vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports ;
- Vérifié que la valeur réelle des apports pris dans leur ensemble est au moins égale à la valeur globale des apports proposée dans le Traité de fusion ;
- Vérifié, jusqu'à la date de rédaction de ce rapport, l'absence de faits ou d'évènements susceptibles de remettre en cause la valeur globale des apports.



En particulier, nos diligences ont principalement consisté à :

- Prendre connaissance du contexte, des objectifs et du processus ayant conduit à la Fusion ;
- 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 de fusion et ses annexes signé par les parties en date du 15 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 14.1 du Traité de fusion ainsi que son rapport de valorisation sous-jacent à ces analyses ;
- Contrôler l'évaluation des apports, 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 opérationnelle 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 du rapport d'échange retenu pour la rémunération de l'apport, dont nous rendons compte dans un rapport distinct.



2.2 Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité avec la réglementation comptable

Aux termes du Traité de fusion, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle des éléments d'actif et de passif constitutifs de l'actif net de la Société Absorbée.

S'agissant d'une opération de fusion 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 de fusion 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 des apports

Nous avons contrôlé que les actifs apportés et les passifs transférés, tels qu'identifiés et décrits dans les parties 11.2 et 11.3 du Traité de fusion et rappelés au § 1.4.2 du présent rapport constituaient des actifs et des passifs de la Société Absorbée au 31 décembre 2022 et que celle-ci en avait la libre propriété. Par ailleurs, nous nous sommes fait confirmer, par une lettre d'affirmation, l'absence de toute restriction dans le transfert desdits actifs et passifs transférés.

2.4 Appréciation de la valeur individuelle des apports

L'identification des éléments d'actifs apportés et des passifs pris en charge a été réalisée à partir des comptes annuels de PHERECYDES au 31 décembre 2022.

Les comptes annuels de PHERECYDES au 31 décembre 2022 figurent en annexe 6 du Traité de fusion et n'ont fait l'objet d'aucune réserve de la part du commissaire aux comptes dans son rapport émis le 26 avril 2023.

Les valeurs réelles des éléments d'actifs et de passifs transférés ont été estimées égales à leurs valeurs comptables selon le bilan de la Société Absorbée au 31 décembre 2022, à l'exception des immobilisations incorporelles qui ont fait l'objet d'une réévaluation à hauteur de 9.015.228 €.

La valeur réelle des immobilisations incorporelles, soit 18.087.000 €, est constituée de frais de développement pour un montant de 17.070.000 € déterminé sur la base des travaux d'évaluation réalisés par un évaluateur mandaté par la Société Absorbante, et d'un fonds commercial pour 1.017.000 € déterminé par différence entre la valeur réelle de l'actif net transféré et la valeur attribuée aux autres éléments d'actif et de passif.



Comme indiqué ci-après dans notre appréciation de la valeur globale des apports, nous avons pris connaissance des travaux d'évaluation réalisés par les parties afin de déterminer la valeur réelle de l'actif net transféré, soit 16.537.386 €.

Les valeurs individuelles retenues pour les actifs et passifs transférés n'appellent pas de remarque de notre part.

2.5 Appréciation de la valeur globale des apports

2.5.1 Valeur retenue par les parties

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

Dans ce cadre, la banque-conseil d'ERYTECH 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.

Nous présentons ci-après les éléments de valorisation détaillés en Annexe 14.1 du Traité de fusion.



(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.

Cette référence a été retenue à titre principal à 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. Des analyses ont également été effectuées sur les CMPV (cours moyen pondéré des volumes) 20 jours, 60 jours, 120 jours et 250 jours calculés à la date précitée.

Cette référence extériorise une fourchette de valeur par action comprise entre 2,15 € et 3,51 €, soit une valeur globale comprise entre 15.745.256 € et 25.705.029 €.

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, soit une valeur globale de 19.187.229 €.

(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 € par action, soit une valeur globale de 54.192.938 €.

2.5.2 Appréciation de la valeur globale par le commissaire à la fusion

Pour apprécier la valeur globale de l'apport nous avons mis en œuvre nos propres travaux d'évaluation selon une approche multicritère reposant :

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

2.5.2.1 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 calculées aux deux dates précitées.



2.5.2.2 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 basé sur 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 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 globale de l'apport s'inscrit dans le milieu de la fourchette de valorisation des actions de PHERECYDES ressortant de nos analyses.

2.5.2.3 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

La valeur d'apport s'élevant à 16.537.386 € a été déterminée en fonction de la valeur réelle des éléments d'actif et de passif constituant l'actif net de la Société Absorbée.

La fourchette de valeurs de PHERECYDES, extériorisée par notre approche multicritère, conforte la valeur d'apport retenue par les parties, étant précisé que :

- La valeur d'apport a été déterminée notamment par référence au cours de bourse *spot* de PHERECYDES au 19 janvier 2023 ;
- La valeur d'apport s'inscrit dans la fourchette des cours de bourse moyens pondérés par les volumes à la date du 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 d'évaluation fondée sur 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.

Les résultats de nos travaux de valorisation et les analyses de sensibilité à certains paramètres structurants (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini et paramètres opérationnels) ne remettent pas en cause la valeur de l'actif net de la Société Absorbée retenu comme valeur des apports.

Il convient de rappeler que préalablement à la réalisation de la Fusion, certains actionnaires de la Société Absorbée se sont engagés à apporter 827.132 actions ordinaires de la société PHERECYDES à ERYTECH. Aux termes du Traité de fusion, il est prévu que les actions PHERECYDES qui seront détenues par la Société Absorbante à la suite de cet apport en nature ne feront pas l'objet du rapport d'échange. En conséquence, la Société Absorbante n'augmentera son capital que pour la fraction d'actif correspondant aux actions qu'elle ne détient pas dans la société Absorbée à la Date de Réalisation, soit 14.757.430,84 € correspondant à la valeur des apports qui seront rémunérés.

4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports retenue s'élevant à 16.537.386 € n'est pas surévaluée. Il convient de rappeler que seule la quote-part de l'actif net correspondant aux actions de la Société Absorbée non détenues par la Société Absorbante à la Date de Réalisation, soit 14.757.430,84 €, donnera lieu augmentation de capital. En conséquence, la valeur qui apports qui sera rémunérée s'élevant à 14.757.430,84 €, est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la Société Absorbante majorée de la prime de fusion.

Fait à Paris, le 15 mai 2023

Le Commissaire à la fusion

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Christophe Lambert

Commissaires aux comptes

Membres de la Compagnie Régionale de Paris