

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE GENKYOTEX SA



INITIEE PAR CALLIDITAS THERAPEUTICS AB



PRESENTEE PAR BRYAN, GARNIER & CO



PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR LA SOCIETE GENKYOTEX SA



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 3 novembre 2020, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

Le projet d'offre et le présent projet de note de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Seuls les actionnaires apportant leurs actions Genkyotex SA à l'Offre selon la Procédure Semi-Centralisée (telle que décrite et définie à la Section 2.8 (*Procédure d'apport à l'Offre*) du Projet de Note d'Information) seront éligibles au paiement des Compléments de Prix Eventuels décrits à la Section 1.3.5 (*Compléments de Prix Eventuels*) du Projet de Note en Réponse.

Les actionnaires apportant leurs actions Genkyotex SA à l'Offre selon la Procédure Non-Centralisée (telle que décrite et définie à la Section 2.8 (*Procédure d'apport à l'Offre*) du Projet de Note d'Information) ne seront pas éligibles au paiement de ces Compléments de Prix Eventuels.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Genkyotex SA (<https://www.genkyotex.com/fr/>) et peut être obtenu sans frais auprès de Genkyotex SA, dont le siège social est situé au 218 avenue Marie Curie – Forum 2 Archamps Technopole, 74166 Saint-Julien-en-Genevois Cedex, France.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Genkyotex seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	4
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	16
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	23
4.	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT DES ACTIONS AUTO-DETENUES	23
5.	AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL	23
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	23
7.	ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	24
8.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	32
9.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPOSE 32	
10.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	32

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du Règlement général de l'AMF, Calliditas Therapeutics AB (publ), société à responsabilité limitée (aktiebolag) régie par le droit suédois dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé Nasdaq Stockholm sous le numéro ISIN SE0010441584 et sous forme d'actions de dépositaire américain (ADS) sur le marché réglementé Nasdaq Global Select Market sous le numéro ISIN US13124Q1067, dont le siège social est situé à Kungsbron 1, C8, SE-111 22, Stockholm, Suède et immatriculée au registre des sociétés sous le numéro 556659-9766 (ci-après « **Calliditas** » ou l' « **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Genkyotex SA, société anonyme régie par le droit français, dont le siège social est situé au 218 avenue Marie Curie – Forum 2 Archamps Technopole, 74166 Saint-Julien-en-Genevois Cedex, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 439 489 022 RCS Thonon-les-Bains et dont les actions ordinaires sont admises aux négociations sur les marchés réglementés Euronext Paris et Euronext Brussels sous le numéro ISIN FR0013399474 (ci-après « **Genkyotex** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société que l'Initiateur ne détient pas pour un prix par action de la Société de 2,80 euros augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels décrits à la Section 1.3.5 (« **Compléments de Prix Eventuels** ») du présent Projet de Note en Réponse (l' « **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur de 7.236.515 actions de la Société représentant, à la date du Projet de Note en Réponse, environ 62,66% du capital et des droits de vote théoriques de la Société. Elle porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exclusion des 9.243 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Kepler Cheuvreux le 23 avril 2018 et des 46.667 Actions Indisponibles (telles que décrites à la Section 6), soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 4.443.749 actions de la Société. Ce nombre de 4.443.749 actions comprend les 187.612 actions qui seront émises par la Société par suite de l'exercice d'options de souscription d'actions de la Société que leurs titulaires se sont engagés à exercer au plus tard le quatrième jour ouvré suivant la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun titre de capital ni valeur mobilière pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social de la Société autres que (i) les 11.548.562 actions existantes de la Société, (ii) les 187.612 options de souscriptions que leurs bénéficiaires se sont engagés à exercer, et les 3.916 options de souscription décrites à la Section 1.3.3 (*Situation des titulaires d'options de souscription*) et (iii) les bons de souscription d'actions décrits à la Section 1.3.4(b) du Projet de Note en Réponse (*BSA Yorkville*).

Dans ce contexte, l'Initiateur a déposé le 3 novembre 2020 auprès de l'AMF un projet d'Offre et un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** »). Le même jour, la Société a déposé le Projet de Note en Réponse, comprenant l'avis motivé de son Conseil d'administration et le rapport d'un expert indépendant.

L'Initiateur a indiqué ne pas agir de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de dix jours de négociation.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société conformément aux articles L. 433-4, II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur a indiqué son intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Bryan, Garnier & Co (l'« **Etablissement Présentateur** »).

L'Etablissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, étant toutefois précisé que l'Etablissement Présentateur a indiqué que cette garantie ne s'applique pas aux engagements pris par l'Initiateur concernant les Compléments de Prix Eventuels décrits en Section 1.3.5 (*Compléments de Prix Eventuels*) du Projet de Note en Réponse. L'Etablissement Présentateur a indiqué être habilité à fournir des services de prise ferme en France.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

L'Initiateur a fait part à la Société de son intérêt en vue de procéder à un rapprochement amical avec la Société par voie d'acquisition des actions détenues par des actionnaires financiers de référence et certains dirigeants de la Société suivie du dépôt par l'Initiateur d'une offre publique d'achat obligatoire simplifiée en numéraire.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 3 novembre 2020, au titre d'un contrat d'acquisition d'actions de la Société en date du 13 août 2020 (le « **Contrat d'Acquisition** »), d'un nombre total de 7.236.515 actions de la Société (les « **Actions Cédées** »), par voie d'achat de blocs d'actions hors marché (l'« **Acquisition Hors Marché** ») auprès des personnes suivantes (ensemble, les « **Actionnaires Cédants** ») :

- 2.717.174 actions auprès de BioDiscovery 3, un fonds professionnel de capital investissement représenté par Andera Partners, pour un prix de 7.414.624,41 euros ;
- 209.752 actions auprès de BioDiscovery 2, un fonds professionnel de capital investissement représenté par Andera Partners, pour un prix de 572.371,26 euros ;
- 1.393.285 actions auprès d'Eclosion2 & Cie SCPC, une société en commandite de placements collectifs représentée par Eclosion2 SA, pour un prix de 3.801.996,11 euros ;
- 1.087.568 actions auprès de Vesalius Biocapital II SA, SICAR, une société anonyme société d'investissement en capital à risque représentée par SGV Management Services BVBA, pour un prix de 2.967.755,56 euros ;
- 940.589 actions auprès de Neomed Innovation V L.P., un Limited Partnership représenté par son associé gérant (General Partner) Neomed Innovation V Limited, pour un prix de 2.566.679,26 euros ;
- 482.967 actions auprès de Wellington Partners Nominee Ltd, pour un prix de 1.317.920,35 euros ;

- 67.633 actions auprès de N5 Investments AS, pour un prix de 184.556,93 euros ;
- 148.689 actions auprès de Monsieur Elias Papatheodorou, pour un prix de 405.742,54 euros ;
- 115.231 actions auprès de Monsieur Philippe Wiesel, pour un prix de 314.442,35 euros ;
et
- 73.627 actions auprès de Monsieur Alexandre Grassin, pour un prix de 200.913,36 euros.

L'Acquisition Hors Marché a été réalisée au prix de l'Offre, étant précisé que certains frais de conseil financier sont venus en déduction du prix payé aux Actionnaires Cédants, de telle sorte que le prix net par action payé dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché s'est élevé à 2,7288 euros par Action Cédée. L'Initiateur a indiqué que l'Acquisition Hors Marché a été réalisée au prix total de 19.747.002,13 euros financé au moyen de fonds disponibles en trésorerie de l'Initiateur.

En complément, les Actionnaires Cédants seront en droit de percevoir au titre du Contrat d'Acquisition leur prorata des Compléments de Prix Eventuels détaillés en Section 1.3.5(a) (*Montant et Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels*) du présent Projet de Note en Réponse, en cas d'obtention de certaines approbations réglementaires relatives à la commercialisation du principal produit candidat de la Société, le setanaxib.

Il n'existe aucun autre mécanisme de complément de prix dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché.

Le 13 août 2020, l'Initiateur et la Société ont conclu un accord relatif au dépôt d'un projet d'offre publique (*tender offer agreement*) portant sur les actions de la Société à l'exclusion des Actions Cédées (le « **Protocole d'Accord** »), prévoyant notamment :

- les principaux termes et conditions de l'Offre ;
- des engagements de conduite des activités de la Société dans le cours normal des affaires ;
- l'engagement de la Société de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société sans que l'Initiateur en fasse la demande (étant précisé que l'Initiateur n'en a pas fait la demande) ; et
- des déclarations et garanties portant sur le capital, les actifs, les activités et plus largement la situation juridique, financière et comptable de la Société consenties à l'Initiateur.

Dans un communiqué en date du 13 août 2020 relatif à la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur a annoncé son intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée obligatoire portant sur les actions de la Société.

Dans le cadre de la préparation de l'Acquisition Hors Marché et de l'Offre, l'Initiateur a eu accès, au cours des mois de juin à août 2020, à certaines informations sur la Société et ses filiales dans le cadre d'une procédure dite de « *data room* » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de « *data room* » figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (AMF – DOC-2016-08).

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, l'Initiateur a informé la Société et l'AMF par courriers en date du 3 novembre 2020 qu'elle avait franchi individuellement à la hausse le 3 novembre 2020 les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%,

1/3 et 50% du capital et des droits de vote de la Société à la suite de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché.

A l'exception de l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur a indiqué n'avoir effectué aucune transaction sur les actions de la Société ou autre titre donnant accès au capital de la Société pendant les douze mois précédant la date du Projet de Note en Réponse.

A la date du Projet de Note en Réponse (sans tenir compte des 187.612 actions nouvelles de la Société devant être émises par suite de la levée de stock-options que leur titulaires se sont engagés à exercer au plus tard le quatrième jour ouvré suivant la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre (tel que décrit à la Section 1.3.3)), les 7.236.515 actions de la Société détenues par l'Initiateur représentent environ 62,66% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

L'Initiateur a indiqué se réserver la faculté, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions de la Société, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF.

1.2.2 Gouvernance de la Société

A l'issue de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché en date du 3 novembre 2020, la composition du conseil d'administration de la Société a été revue afin de refléter la nouvelle structure de son actionnariat. Au jour de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, le 3 novembre 2020, Claudio Nessi, Andera Partners, représenté par Gilles Nobercourt, Ecllosion2 SA, représenté par Jesús Martin Garcia, Catherine Moukheibir et Mary Tanner ont démissionné de leurs mandats de membres du conseil d'administration, et Stéphane Verdood et Joseph Mc Cracken de leur mandat de censeur du conseil d'administration de la Société. Le conseil d'administration a coopté le même jour, Elmar Schnee (*Chairman* de Calliditas), Renee Aguiar-Lucander (*Chief Executive Officer* de Calliditas) et Jonathan Schur (*General Counsel* de Calliditas) en qualité de nouveaux membres du conseil d'administration de la Société.

Le conseil d'administration de la Société est composé des membres suivants :

- Elmar Schnee – Président ;
- Renee Aguiar-Lucander ;
- Jonathan Schur ;
- Elias Papatheodorou ;

Dans le cas où l'Offre serait suivie d'un Retrait Obligatoire, elle aura pour conséquence la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris et d'Euronext Brussels. L'Initiateur a indiqué que des évolutions concernant la forme juridique et la composition des organes sociaux de la Société pourraient être envisagées par lui dans ce contexte.

1.2.3 Expert indépendant

Le 13 juillet 2020, le Conseil d'administration a mis en place, conformément à l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF, un comité *ad hoc* composé de l'ensemble des administrateurs indépendants de la Société (Madame Catherine Moukheibir et Madame Mary Tanner) ainsi que de Monsieur Jesús Martin Garcia, administrateur (ce dernier ayant été remplacé par Monsieur Claudio Nessi dans cette fonction le 4 septembre 2020) (le « **Comité Ad Hoc** »). Ce Comité Ad Hoc a été constitué, conformément à l'Article 261-1 III, à l'effet de

recommander, un expert indépendant en vue de sa désignation par le conseil d'administration de la Société, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et de préparer un projet d'avis motivé à l'attention du conseil d'administration de la Société sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Sur le fondement de la recommandation du Comité Ad Hoc, le conseil d'administration de la Société réuni le 12 août 2020, a désigné le cabinet BM&A Advisory & Support représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») chargé d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, du Retrait Obligatoire, en application des dispositions de l'article 261-1 I, II et III du Règlement général de l'AMF.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF.

La constitution du Comité Ad Hoc et la nomination de l'Expert Indépendant ont été annoncées par la Société par voie de communiqué de presse publié le 13 août 2020.

L'Expert Indépendant a conclu dans son rapport du 2 novembre 2020 au caractère équitable des conditions financières offertes aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre ainsi que dans le cadre d'un éventuel Retrait Obligatoire.

Le conseil d'administration de la Société réuni le 2 novembre 2020 a, après avoir reçu un projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc, considéré que l'Offre était dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et a émis un avis motivé en ce sens, recommandant aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. C'est dans ce contexte que l'Etablissement Présentateur a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 3 novembre 2020 pour le compte de l'Initiateur. Le présent Projet de Note en Réponse a également été déposé auprès de l'AMF le 3 novembre 2020.

Le rapport de l'Expert Indépendant ainsi que l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société figurent en intégralité dans les Sections 1.4 et 8 du présent Projet de Note en Réponse.

1.2.4 Motifs de l'Offre

L'Initiateur a indiqué que l'Offre représente pour Calliditas une opportunité d'investissement permettant d'étendre la gamme de ses produits dans le domaine des maladies orphelines, tout en soutenant la stratégie de croissance à long terme de Genkyotex. L'Offre a ainsi pour objet d'unir deux acteurs innovants et complémentaires du secteur des biotechnologies.

En effet et tel que plus amplement décrit en Section 3.1 (*Descriptif des activités de Genkyotex*) du Projet de Note d'Information, Genkyotex est une société biopharmaceutique de stade clinique spécialisée dans la découverte et le développement de petites molécules thérapeutiques capables d'inhiber de manière sélective un complexe enzymatique, appelé NADPH oxydase (ou NOX). Genkyotex développe un portefeuille de médicaments candidats représentant une nouvelle classe thérapeutique ciblant une ou plusieurs enzymes NOX. Son candidat médicament le plus avancé, le setanaxib (GKT831), un inhibiteur des enzymes NOX1 et NOX4, atteste d'une activité anti-fibrotique dans un essai clinique de phase 2 dans la cholangite biliaire primitive (CBP, une pathologie fibrotique orpheline). Le setanaxib est également évalué dans deux essais cliniques de Phase 2 initiés par des investigateurs dans le diabète de type 1 et de néphropathie diabétique (DKD) d'une part, et dans la fibrose pulmonaire idiopathique (FPI) d'autre part. Genkyotex a

également lancé en juin 2020 un essai clinique de phase 1 ayant pour objectif d'évaluer la sécurité, la pharmacocinétique, et le potentiel d'interactions médicamenteuses du setanaxib à des doses plus élevées que celles administrées lors de son dernier essai de Phase 2.

Calliditas est une société pharmaceutique spécialisée dans l'identification, le développement et la commercialisation de nouveaux traitements pour des indications orphelines, ciblant en premier lieu les maladies rénales et hépatiques ayant des besoins médicaux importants et non satisfaits. Le principal produit candidat de Calliditas, Nefecon, est une nouvelle formulation orale brevetée de budesonide, un immunosuppresseur local établi et très puissant pour le traitement de la néphropathie auto-immune IgA ou IgAN, pour laquelle il existe un besoin médical important non satisfait et aucun traitement approuvé. Calliditas mène une étude globale de phase 3 au sein de l'IgAN et, si elle est approuvée, vise à commercialiser le Nefecon de manière indépendante aux Etats-Unis et par le biais de partenariats au sein de l'Union européenne et en Asie.

A ce jour, aucun inhibiteur des NOX ni le setanaxib n'a encore été approuvé pour commercialisation par les autorités de santé compétentes. La poursuite du développement du setanaxib ainsi que la préparation de sa mise sur le marché et les conditions strictes de fabrication, vont nécessiter de Genkyotex des investissements financiers importants.

Dans ce contexte, l'Initiateur a indiqué souhaiter, au moyen de l'Offre, procéder au rapprochement de Genkyotex et de Calliditas, afin notamment de permettre à Genkyotex de pallier ses besoins de trésorerie en accédant plus efficacement aux sources de financement.

D'autre part, Calliditas souhaite tirer parti de l'expertise de ses équipes en matière d'essais cliniques en phase avancée, de chimie, fabrication et contrôle (CMC : chemistry, manufacturing, and control) mais également dans les aspects réglementaires de ses activités issue de ses avancées cliniques relatives au Nefecon afin de poursuivre le travail engagé par Genkyotex sur le setanaxib.

L'Offre vise ainsi à développer une stratégie se concentrant sur l'ajout d'actifs en phase avancée avec un accent particulier sur les maladies orphelines dans le but de fournir des solutions aux patients atteints de maladies dont les besoins sont importants mais demeurent non satisfaits.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, vise en outre à procéder au retrait de la Société du marché boursier. Une Offre suivie d'un Retrait Obligatoire présente un certain nombre d'avantages, tant pour l'Initiateur que pour la Société, en permettant notamment de faciliter le rapprochement des activités de la Société et de l'Initiateur et de faciliter le financement du développement et des besoins de trésorerie de la Société.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont présentés à la Section 3 (*Eléments d'appréciation du prix de l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.3 Principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur a déposé auprès de l'AMF le 3 novembre 2020, le projet d'Offre

sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée et le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre.

Dans le cadre de l'Offre qui sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation, au prix de 2,80 euros par action de la Société, augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels décrits à la Section 1.3.5 (*Compléments de Prix Eventuels*) du présent Projet de Note en Réponse, pour les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre selon la Procédure Semi-Centralisée (telle que décrite et définie à la Section 2.8 (*Procédure d'apport à l'Offre*)) du Projet de Note d'Information. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre, étant réalisée selon la procédure simplifiée, ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Au cours des douze derniers mois précédant la date de dépôt du Projet de Note d'Information le 3 novembre 2020, l'Initiateur a indiqué ne pas avoir fait l'acquisition d'aucune action de la Société excepté l'acquisition de 7.236.515 actions de la Société dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché en date du 3 novembre 2020, tel que décrit à la Section 1.2 (*Contexte de l'Offre*) du présent Projet de Note en Réponse.

A compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, l'Initiateur a indiqué se réserver le droit d'acquérir sur le marché des actions de la Société, dans les limites de l'article 231 38 IV du Règlement général de l'AMF.

1.3.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 7.236.515 actions de la Société représentant environ 62,66% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exclusion des 9.243 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Kepler Cheuvreux le 23 avril 2018 et des Actions Indisponibles (telles que décrites à la Section 6), soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 4.443.749 actions de la Société déterminé comme suit :

Actions existantes à la date du dépôt de l'Offre	11.548.562
Actions qui seront émises par l'exercice des options de souscription et apportées à l'Offre	187.612
<i>Moins</i> actions détenues par l'Initiateur	7.236.515
<i>Moins</i> actions auto-détenues	9.243
<i>Moins</i> Actions Indisponibles	46.667
TOTAL	4.443.749

Il n'existe aucun titre de capital ou valeur mobilière pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social de la Société autres que (i) les 11.548.562 actions existantes de la Société,

(ii) les 187.612 options de souscriptions que leurs bénéficiaires se sont engagés à exercer et les 3.916 options de souscription décrites à la Section 1.3.3 (*Situation des titulaires d'options de souscription*) et (iii) les bons de souscription d'actions décrits à la Section 1.3.4(b) du Projet de Note en Réponse (*BSA Yorkville*).

1.3.3 Situation des titulaires d'options de souscription

La Société a mis en place quatre plans d'options de souscription d'actions de la Société destinés aux dirigeants et salariés, tels que notamment décrits en page 28 (section 8.2) du rapport financier semestriel de la Société au 30 juin 2020 publié le 17 septembre 2020.

Les prix d'exercice des options issues des trois premiers plans sont très significativement supérieurs au prix de l'Offre (16,65 euros pour le plan du 9 janvier 2018, 14,85 euros pour le plan du 11 octobre 2018 et 9,07 euros pour le plan du 21 mars 2019). Seul le prix d'exercice du plan du 4 juin 2020 (le « **Plan de Stock-Options 2020** »), fixé à 2,30 euros, est inférieur au prix de l'Offre mais ces options n'étaient pas exerçables avant le 4 juin 2021 (pour la première tranche de 25%).

Lors de sa réunion du 11 août 2020, le conseil d'administration de la Société a décidé, conformément au Règlement du Plan de Stock-Options 2020, d'autoriser, pour chacun des dix bénéficiaires de ce plan, la levée par anticipation du nombre d'options qui lui a été attribué sous réserve que le bénéficiaire prenne les engagements suivants : (i) exercer la totalité et seulement la totalité des options qu'il détient au titre du Plan de Stock-Options 2020, (ii) apporter les actions résultant de cet exercice anticipé à l'Offre et (iii) renoncer de manière définitive et irrévocable aux droits qu'il détient au titre des options de souscription d'actions lui ayant le cas échéant été attribuées au titre des plans des 9 janvier 2018, 26 septembre 2018 et 21 mars 2019.

Les dix bénéficiaires du Plan de Stock-Options 2020 ont souscrit ces engagements vis-à-vis de la Société et se sont engagés à exercer leurs options issues du Plan de Stock-Options 2020 après la réalisation de l'Acquisition Hors Marché (soit un total de 187.612 actions souscrites à un prix de 2,30 euros par action) au plus tard le quatrième jour ouvré suivant la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre.

Par ailleurs, les deux bénéficiaires des plans d'attribution d'options de la Société en date du 9 janvier 2018 et du 21 mars 2019 qui n'étaient pas également bénéficiaires du Plan de Stock-Options 2020 ont renoncé au bénéfice de leurs options (soit un total de 3.916 options) sous réserve de réalisation d'un retrait obligatoire de la Société à un prix inférieur au prix d'exercice de leurs options (16,65 euros au titre du plan du 9 janvier 2018 et 9,07 euros au titre du plan du 21 mars 2019).

Au résultat de ces différentes opérations :

- l'ensemble des titulaires des 187.612 options issues du Plan de Stock-Options 2020 se sont engagés à les lever au plus tard le quatrième jour ouvré suivant la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'Offre et à apporter les actions ainsi émises à l'Offre (à l'exception des 46.667 Actions Indisponibles qui font l'objet de l'accord de liquidité décrit à la Section 6);
- il ne reste plus que 3.916 options au titre des plans antérieurs (3.339 options au titre du plan du 9 janvier 2018 et 577 options au titre du plan du 21 mars 2019) qui seront caduques en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

1.3.4 Situation des titulaires de bons de souscription d'actions

(a) BSA Administrateurs

La Société a accordé entre 2010 et 2014 à certains mandataires sociaux et à des membres de son comité scientifique un total de 303.500 bons de souscription d'options (BSA) (les « **BSA Administrateurs** »), tels que notamment décrits en page 27 (section 8.1) du rapport financier semestriel de la Société au 30 juin 2020 publié le 17 septembre 2020.

Les prix d'exercice des BSA Administrateurs étaient très significativement supérieurs au prix de l'Offre (29,91 euros pour les 152.500 BSA attribués le 4 février 2010, 39,89 euros pour les 116.000 BSA attribués le 20 décembre 2013 et 57,74 euros pour les 35.000 BSA attribués le 12 septembre 2014).

Les détenteurs des BSA Administrateurs ont été informés, conformément aux termes et conditions des BSA Administrateurs, de la caducité des BSA Administrateurs qui est intervenue en conséquence de la cession de plus de 50% des actions de la Société à l'occasion de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché.

Au résultat de ces opérations, l'ensemble des BSA Administrateurs sont caducs et ne peuvent donc plus être exercés à la date du Projet de Note d'Information.

(b) BSA Yorkville

La Société a émis le 20 août 2018 des obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (BSA) au profit de YA II PN, Ltd, un fonds d'investissement géré par la société de gestion Yorkville Advisors Global LP, Les obligations convertibles ont été intégralement converties en actions de la Société et ne subsistent à la date du présent Projet de Note en Réponse que 666.312 BSA détenus par YA II PN, Ltd qui, s'ils venaient à être tous exercés, donneraient droit à l'émission de 66.845 actions de la Société (les « **BSA Yorkville** »), tels que notamment décrits en page 30 (section 9.1) du rapport financier semestriel de la Société au 30 juin 2020 publié le 17 septembre 2020.

Les BSA Yorkville peuvent être exercés jusqu'au 20 août 2023, étant précisé que le prix d'exercice des BSA Yorkville est très significativement supérieur au prix de l'Offre (18,70 euros).

Les BSA Yorkville ne pouvant pas être cédés à un tiers sans l'accord écrit de la Société, ils ne sont pas librement cessibles et sont donc exclus de l'Offre.

1.3.5 Compléments de Prix Eventuels

(a) Montant et Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels

L'Initiateur s'engage à verser dans le cadre de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire, trois compléments de prix éventuels payables en numéraire (calculés par rapport à 100% des actions de la Société sur une base entièrement diluée hors BSA Yorkville au jour précédant le règlement-livraison de l'Offre réalisée selon la Procédure Semi-Centralisée (tel que ce terme est défini dans le Projet de Note d'Information), soit 11.740.090 actions), sous réserve de

l'obtention des approbations réglementaires suivantes relatives à la commercialisation du setanaxib (les « **Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels** ») :

- 30.000.000 euros en numéraire, soit un prix de 2,56 euros par action apportée à l'Offre, dans l'hypothèse où le setanaxib obtiendrait, au plus tard dans les dix ans suivant la clôture de l'Offre, une autorisation de commercialisation aux Etats-Unis de la part de l'U.S. Food and Drug Administration, quelle que soit l'application thérapeutique pour laquelle le setanaxib est autorisé à être commercialisé (le « **Complément de Prix Eventuel n°1** ») ;
- 15.000.000 euros en numéraire, soit un prix de 1,28 euro par action apportée à l'Offre, dans l'hypothèse où le setanaxib obtiendrait, au plus tard dans les dix ans suivant la clôture de l'Offre, une autorisation de commercialisation au sein de l'Union européenne de la part de la Commission européenne, quelle que soit l'application thérapeutique pour laquelle le setanaxib est autorisé à être commercialisé (le « **Complément de Prix Eventuel n°2** ») ; et
- 10.000.000 euros en numéraire, soit un prix de 0,85 euro par action apportée à l'Offre, dans l'hypothèse où le setanaxib obtiendrait, au plus tard dans les dix ans suivant la clôture de l'Offre, une autorisation de commercialisation aux Etats-Unis de la part de l'U.S. Food and Drug Administration ou au sein de l'Union européenne de la part de la Commission européenne, pour le traitement spécifique de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1 (le « **Complément de Prix Eventuel n°3** » et, avec le Complément de Prix Eventuel n°1 et le Complément de Prix Eventuel n°2, les « **Compléments de Prix Eventuels** »), étant précisé que si le Complément de Prix Eventuel n°1 ou le Complément de Prix Eventuel n°2 sont versés à la suite de l'obtention d'une autorisation de commercialisation aux Etats-Unis de la part de l'U.S. Food and Drug Administration ou au sein de l'Union européenne de la part de la Commission européenne pour le traitement spécifique de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1, alors le Complément de Prix Eventuel n°3 ne sera pas dû.

En l'absence de réalisation d'une ou plusieurs des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels au plus tard dans les dix ans suivant la clôture de l'Offre, les Compléments de Prix Eventuels concernés ne seront pas dus.

(b) Bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels

Sous réserve de la réalisation des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels, seuls les Actionnaires Cédants d'une part et les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions de la Société à l'Offre selon la Procédure Semi-Centralisée (telle que décrite et définie à la Section 2.8 (*Procédure d'apport à l'Offre*) du Projet de Note d'Information) ou qui auront vu leurs actions de la Société être transférées à l'Initiateur au résultat de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire d'autre part bénéficieront des Compléments de Prix Eventuels.

Les actionnaires apportant leurs actions de la Société à l'Offre selon la Procédure Non-Centralisée (telle que décrite et définie à la Section 2.8 (*Procédure d'apport à l'Offre*) du Projet de Note d'Information) ne seront pas éligibles au paiement de ces Compléments de Prix Eventuels.

(c) Modalités de paiement des Compléments de Prix Eventuels

CIC Market Solutions, 6 avenue de Provence, 75452 Paris Cedex 9, a été désigné par l'Initiateur en qualité d'agent centralisateur (l'« **Agent Centralisateur** ») pour procéder, le cas échéant, au paiement des Compléments de Prix Eventuels aux actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre selon la Procédure Semi-Centralisée ou qui verront leurs actions être transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Au vu des résultats de l'Offre, l'Agent Centralisateur livrera aux intermédiaires financiers, pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions à l'Offre selon la Procédure Semi-Centralisée (telle que décrite et définie à la Section 2.8 (*Procédure d'apport à l'Offre*) du Projet de Note d'Information) et bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels, en même temps qu'Euronext leur créditera le produit de cession des actions apportées à l'Offre, un droit à Complément de Prix Eventuel n°1, un droit à Complément de Prix Eventuel n°2 et un droit à Complément de Prix Eventuel n°3 à raison de chaque action de la Société apportée à l'Offre selon la Procédure Semi-Centralisée (ou le cas échéant, transférée à l'Initiateur au résultat de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire).

Les intermédiaires financiers inscriront les droits aux Compléments de Prix Eventuels aux compte titres de leurs clients en même temps qu'ils leur régleront le prix de l'Offre (hors Compléments de Prix Eventuels) pour chaque action apportée selon la Procédure Semi-Centralisée.

Les droits aux Compléments de Prix Eventuels pour les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions de la Société à l'Offre ou qui auront vu leurs actions de la Société être transférées à l'Initiateur au résultat de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, sont des droits de créance non cessibles et non admis aux négociations, non éligibles au PEA et transférables dans des cas limités (succession ou donation). Les droits aux Compléments de Prix Eventuels seront admis aux opérations d'Euroclear France.

Dans les 40 jours de bourse suivant la réalisation des Conditions de Paiement des Compléments de Prix Eventuels, l'Initiateur informera par voie d'un avis financier les bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels (c'est-à-dire (i) les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions à l'Offre selon la Procédure Semi-Centralisée, (ii) les actionnaires qui auront vu leurs actions de la Société être transférées à l'Initiateur au résultat de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire ou (iii) leurs ayants-droit respectifs) de la réalisation des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels.

Les Compléments de Prix Eventuels seront payés, le cas échéant, dans les 45 jours de bourse suivant la réalisation des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels. Sous réserve de la réception préalable des fonds à verser au titre des Compléments de Prix Eventuels, l'Agent Centralisateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, versera, à la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, le ou les Compléments de Prix Eventuels aux intermédiaires teneurs de compte des bénéficiaires du ou des Compléments de Prix Eventuels, conformément aux modalités qui seront décrites dans une note circulaire adressée par l'Agent Centralisateur aux intermédiaires financiers via Euroclear France.

L'Agent Centralisateur conservera les fonds non affectés et les tiendra à la disposition des bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels et à celle de leurs ayants-droit pendant une période de dix ans suivant la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, puis les versera à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les conservera pendant un délai de 20 ans. Ces fonds ne porteront pas intérêt.

1.3.6 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 3 novembre 2020. Concomitamment, la Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.genkyotex.com/fr/>) et peut être obtenu sans frais au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse a été diffusé par la Société.

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du Règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité emportera visa de la Note en Réponse. La Note en Réponse ainsi visée par l'AMF ainsi que les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, déposées auprès de l'AMF et tenues gratuitement à la disposition du public au siège de l'Etablissement Présentateur au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://www.genkyotex.com/fr/>).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié par la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris et Euronext Brussels publieront un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

1.4 Termes et modalités du Retrait Obligatoire

Les termes et modalités du Retrait Obligatoire sont décrits à la section 2.7 (*Termes et modalités du retrait obligatoire*) du Projet de Note d'Information.

1.5 Procédures d'apport à l'Offre et règlement-livraison de l'Offre

Les procédures d'apport à l'Offre et de règlement livraison sont décrites à la section 2.8 (*Procédure d'apport à l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.6 Publication des résultats

La procédure de publication des résultats de l'Offre est décrite à la section 2.9 (*Publication des résultats*) du Projet de Note d'Information.

1.7 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.10 (*Calendrier indicatif de l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.13 (*Restrictions concernant l'Offre à l'étranger*) de la Note d'Information et s'appliquent à la présente Note en réponse.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 2 novembre 2020 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents à la réunion par conférence téléphonique

Monsieur Claudio Nessi, président du Conseil d'administration
Monsieur Ilias (Elias) Papatheodorou, Directeur général, administrateur
Ecllosion 2 SA, représentée par Monsieur Jesús Martin-Garcia, administrateur
Andera Partners, représentée par Monsieur Gilles Nobécourt, administrateur
Madame Catherine Moukheibir, administratrice
Madame Mary Tanner, administratrice
Monsieur Stéphane Verdood, censeur

Etait absent et excusé :
Monsieur Joseph Mc Cracken, censeur

Ont également assisté à la réunion par conférence téléphonique :
Monsieur Alexandre Grassin, directeur financier

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci-après :

« Le Président rappelle au Conseil d'administration qu'il s'est réuni afin de statuer sur l'ordre du jour suivant :

- *Examen du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société (l' « **Offre Publique** ») devant, suite à l'acquisition par Calliditas Therapeutics AB (l' « **Initiateur** » ou « **Calliditas** ») d'un bloc d'actions représentant 62,66% du capital social et 62,71% des droits de vote de la Société (la « **Cession du Bloc de Contrôle** »), être déposé par Calliditas auprès de l'Autorité des marchés financiers ; et remise, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »), d'un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre Publique et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés ;*

[...]

I. Projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société

Les documents suivants ont été mis à la disposition des administrateurs préalablement à la réunion :

- le projet d'avis motivé préparé par le Comité Ad Hoc conformément à l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF ;
- le rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, agissant en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF, pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») ; et
- le projet de note d'information de l'Initiateur contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;
- le projet de note en réponse de la Société établi conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF ;
- le projet de communiqué de presse relatif au projet de note en réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF.

Le Président rappelle que conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, et en particulier de l'Article 261-1 III, le Conseil d'administration de la Société a constitué à compter du 13 juillet 2020 un comité ad hoc composé de Mesdames Catherine Moukheibir et Mary Tanner, administratrices indépendantes, et de Monsieur Claudio Nessi, administrateur et président de la Société (le « **Comité Ad Hoc** »), ayant pour mission de proposer au Conseil la désignation d'un expert indépendant chargé de lui remettre, en cas d'offre publique, un rapport sur les conditions financières de l'opération, et de préparer un projet d'avis motivé sur l'intérêt de l'Offre Publique et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président rappelle que le Comité Ad Hoc a remis, au terme de sa mission, son projet d'avis motivé au Conseil d'administration et a recommandé, à l'unanimité de ses membres, au Conseil d'administration, de considérer que l'Offre Publique était conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre Publique.

Le Conseil d'administration **prend acte** des travaux du Comité Ad Hoc et de l'avis favorable de ce dernier contenu dans son projet d'avis motivé.

Les étapes ayant conduit à la désignation du Comité Ad Hoc ainsi que les travaux accomplis par ce dernier dans le cadre de sa mission sont résumés par le Président comme suit :

(i) Sélection et recommandation de l'expert indépendant

- L'opération envisagée avec Calliditas étant susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration, et afin de se conformer à l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration a décidé, le 13 juillet 2020, de constituer en son sein un Comité Ad Hoc composé d'une majorité d'administrateurs indépendants et a, à cette fin, proposé aux membres du comité d'audit de la Société d'en faire partie. Par suite, le Conseil d'administration a lors du même conseil désigné Mesdames Catherine

Moukheibir et Mary Tanner, administratrices indépendante et Monsieur Jesús Martin-Garcia, administrateur, comme membres dudit Comité Ad Hoc. Conformément aux dispositions de l'Article 261-1 III, il revient au Comité Ad Hoc de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant chargé de remettre au Conseil, en cas d'offre publique, un rapport sur les conditions financières de l'Offre Publique et du retrait obligatoire qui pourrait le cas échéant s'ensuivre. Il revient en outre au Comité Ad Hoc d'assurer le suivi des travaux de l'expert et de préparer à l'intention du Conseil d'administration un projet d'avis motivé sur l'Offre Publique et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

- *Suite à sa désignation, le Comité Ad Hoc a échangé les 21 et 22 juillet sur la proposition d'intervention du cabinet BM&A Advisory & Support (« **BM&A** »), représenté par Monsieur Pierre Béal, qui avait déjà été présélectionné au terme d'un processus d'appel d'offres lancé en juillet 2019 et incluant trois cabinets d'expertise indépendante, pour qu'il intervienne, le cas échéant, en qualité d'expert indépendant pour les besoins de l'Offre Publique. Après avoir vérifié que BM&A remplissait bien les critères de compétence et d'indépendance requis, le Comité Ad Hoc, a, le 22 juillet 2020, autorisé le management de la Société à accepter les termes de la proposition d'intervention de BM&A et à partager avec ce dernier des éléments d'information nécessaires à la conduite de sa mission. Aux termes de cette proposition d'intervention, il a été convenu qu'au terme d'une première phase de travaux préparatoires, le Conseil d'administration, sur proposition du Comité Ad Hoc, pourrait décider de charger BM&A, en qualité d'expert indépendant, de lui remettre, en cas d'offre publique, un rapport sur les conditions financières de cette dernière et du retrait obligatoire qui pourrait éventuellement s'ensuivre. Par suite, le Directeur Général de la Société a signé le 29 juillet 2020 la proposition d'intervention de BM&A qui a pu commencer ses travaux préliminaires le 2 août 2020.*
- *Au cours de la séance du Conseil d'administration du 12 août 2020, les membres du Comité Ad Hoc se sont concertés et ont, au vu de la proposition d'intervention faite par BM&A, représenté par Pierre Béal, jugée satisfaisante tant au regard de l'expérience de ce cabinet dans des missions similaires, de la composition et des qualifications des membres de l'équipe devant être dédiée à cette mission, des moyens matériels de l'expert et, enfin, de ses conditions de rémunération, recommandé au Conseil d'administration de retenir ce cabinet d'expertise, représenté par Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant. Le Conseil d'administration a décidé à l'unanimité de suivre la recommandation du Comité Ad Hoc et de désigner BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I et II du Règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »), afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre Publique et du retrait obligatoire que Calliditas a indiqué vouloir mettre en œuvre à l'issue de l'Offre Publique (le « **Retrait Obligatoire** »).*
- *Le 4 septembre 2020, Monsieur Jesús Martin-Garcia a informé le Président du Conseil d'administration de sa démission avec effet immédiat du Comité Ad Hoc au motif qu'il ne disposait pas de la disponibilité nécessaire pour contribuer aux efforts requis des membres du Comité Ad Hoc. Le Conseil d'administration, réuni le même jour, a pris acte de cette démission et décidé de nommer Claudio Nessi, administrateur et Président de la Société, en qualité de membre du Comité Ad Hoc en remplacement de Monsieur Jesús Martin-Garcia.*

(ii) Supervision des travaux de l'Expert Indépendant

Le Comité Ad Hoc composé de Mesdames Catherine Moukheibir et Mary Tanner et de Monsieur Claudio Nessi s'est ensuite réuni par téléconférence à quatre reprises avec BM&A, représenté par Pierre Béal, en vue d'assurer le suivi de ses travaux :

- *le 8 septembre 2020, afin de faire un premier point d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et discuter des méthodes d'évaluation financière privilégiées par ce dernier, notamment sur la base du plan d'affaires préparé et communiqué par le Management de la Société ;*
- *le 22 septembre 2020, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter l'état d'avancement de ses travaux ainsi que les premiers éléments chiffrés en ressortant ;*
- *le 1^{er} octobre 2020, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter aux membres du Comité Ad Hoc le premier projet de son rapport ;*
- *le 30 octobre 2020, lors d'une réunion de synthèse, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport définitif et sa conclusion, étant précisé que le projet de ce rapport a été adressé au Comité Ad Hoc le 29 octobre 2020. A l'occasion de cette dernière réunion, BM&A, représenté par Pierre Béal a confirmé au Comité Ad Hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.*

(iii) Projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc à destination du Conseil d'administration

Le Président rappelle que le Comité Ad Hoc s'est réuni le 30 octobre 2020 pour finaliser les termes de son projet d'avis motivé devant être remis au Conseil d'administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant et du projet de note d'information communiqué par l'Initiateur.

Dans son projet d'avis, le Comité Ad Hoc a indiqué au Conseil d'administration que :

- *il n'avait pas relevé dans le cadre de sa mission d'éléments de nature à remettre en cause, selon lui, le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant ;*
- *il avait constaté qu'aucune question ou réflexion d'actionnaires de la Société n'a, à la date de son projet d'avis motivé, été reçue par la Société ni portée à sa connaissance ;*
- *il avait noté que l'Initiateur proposait aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions, au prix d'Offre Publique de 2,80 euros par action, auquel s'ajoute 0,62 euro par action de la Société représentant la valeur des compléments de prix éventuels, probabilisés et actualisés au 30 juin 2020, en prenant en compte le montant total maximum potentiel additionnel de 55 millions d'euros en numéraire (soit une valeur maximale de 4,69 € par action sur une base entièrement diluée hors BSA Yorkville au jour précédant le règlement-livraison de l'Offre Publique semi-centralisée) pouvant être versés aux actionnaires en cas d'obtention auprès des autorités sanitaires américaine et européenne d'approbations réglementaires ou d'autorisations de mise sur le marché relatives au setanaxib pour une ou plusieurs indications aux Etats-Unis et en Europe (les « **Compléments de Prix** »), soit un montant total maximum de 3,42 euros par action ; et*
- *il avait pris bonne note de la prise en compte par l'Expert Indépendant, en vue de l'établissement de son rapport, des éléments ci-après, propres à l'Offre Publique et au*

contexte dans laquelle elle intervient, tels que reflétés dans le projet de note d'information de l'Initiateur, que le Comité Ad Hoc a également pris en compte pour établir son projet d'avis au Conseil d'administration.

a) Intérêt et conséquences de l'Offre Publique pour la Société

Le Conseil a pris acte des éléments suivants qui résultent des intentions déclarées par l'Initiateur dans son projet de note d'information et qui ont été portés à la connaissance de l'Expert Indépendant.

Stratégie et politique industrielle et financière

Le Conseil prend acte que l'Initiateur a indiqué que l'Offre Publique est réalisée dans un objectif de poursuite du travail engagé par Genkyotex sur setanaxib, son produit candidat le plus avancé, et que Calliditas souhaite par son rapprochement avec Genkyotex étendre la gamme de ses produits dans le domaine des maladies orphelines, tout en soutenant la stratégie de croissance à long terme de Genkyotex.

Il note également le souhait indiqué par l'Initiateur de tirer parti de l'expertise de ses propres équipes en matière d'essais cliniques en phase avancée, de chimie, fabrication et contrôle mais également dans les aspects réglementaires de ses activités issue de ses avancées cliniques relatives au Nefecon afin de poursuivre le travail engagé par Genkyotex sur le setanaxib.

S'agissant de la stratégie financière de l'Initiateur, le Conseil note que la Société ne dispose actuellement de moyens financiers lui permettant de faire face à son besoin de fonds de roulement net que jusqu'à la fin du mois de février 2021 (hors prise en compte de certains frais et dépenses résultant de la réalisation de l'Acquisition de Bloc et de l'Offre Publique) et que l'Offre Publique pourra permettre, en adossant la Société à un actionnaire présentant les moyens financiers et l'expertise nécessaires à son développement, d'assurer la pérennité de la Société et de ses projets de développement pour le setanaxib.

Composition des organes sociaux et perspectives de fusion ou de réorganisation juridique

Le Conseil observe qu'à la suite de la Cession du Bloc de Contrôle devant intervenir après la remise du présent avis, il est prévu, aux termes de l'accord de cession (Share Purchase Agreement) signé le 13 août 2020 entre l'Initiateur et les actionnaires cédants que Monsieur Claudio Nessi démissionne de son mandat de Président et membre du Conseil d'administration, et que Ecllosion 2 SA, représenté par Monsieur Jesús Martin-Garcia et Andera Partners, représenté par Monsieur Gilles Nobecourt, représentant des fonds Biodiscovery 2 et Biodiscovery 3, démissionnent de leur mandat d'administrateurs, que Monsieur Stéphane Verdood démissionne de ses fonctions de censeur et que trois personnes désignées par l'Initiateur, Monsieur Elmar Schnee, Madame Renée Aguiar-Lucander et Monsieur Jonathan Schur, soient cooptées par le Conseil d'administration. Monsieur Joseph Mc Cracken a également informé le Conseil de sa démission de son mandat de censeur qui entrera en vigueur à l'issue de la réalisation de la Cession du Bloc de Contrôle.

Mesdames Catherine Moukheibir et Mary Tanner, administratrices indépendantes ont enfin informé le conseil, suite à la nouvelle composition de l'actionnariat de la Société, de leur démission qui entrera en vigueur à l'issue de la cooptation des trois nouveaux administrateurs.

L'Initiateur a indiqué se réserver la possibilité d'étudier d'éventuelles opérations de fusion et de rapprochement (ou toute autre opération de réorganisation de la Société) entre la Société et l'Initiateur ou ses affiliés. Le Conseil note toutefois qu'aucune décision n'avait été prise à ce sujet, au jour du dépôt du projet de note d'information.

Le Conseil note que si les conditions de seuil de détention prévues par l'article 237-1 du Règlement général de l'AMF sont remplies à l'issue de l'Offre Publique, l'Initiateur entend procéder au retrait de la Société d'Euronext Paris et d'Euronext Brussels, ce qui permettrait de faciliter le rapprochement des activités de la Société et de l'Initiateur et le financement du développement et des besoins de trésorerie de la Société. Un tel Retrait Obligatoire, qui entraînerait la radiation des actions de la Société, permettrait également de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en la libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote, et dès lors, de réduire les coûts associés. Le Conseil note également que le Retrait Obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre Publique.

b) Intérêt et conséquences de l'Offre Publique pour les salariés

En matière d'impact sur la politique sociale, l'Initiateur a indiqué que l'Offre Publique s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Genkyotex, Calliditas souhaitant développer la plateforme existante par l'intermédiaire d'investissements afin de soutenir son développement clinique.

c) Intérêt et conséquences de l'Offre Publique pour les actionnaires

Prix de l'Offre

L'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 2,80 euros par action, assorti de droits à Compléments de Prix, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre Publique.

Le Conseil a pris connaissance des éléments d'appréciation du Prix d'Offre Publique de 3,42 euros par action (2,80 euros auquel s'ajoute 0,62 euro par action de la Société représentant la valeur maximum des Compléments de Prix éventuels, probabilisés et actualisés au 30 juin 2020, soit un montant total maximum de 3,42 euros par action) établis par Bryan, Garnier & Co., établissement présentateur de l'Offre Publique. Le Conseil rappelle que l'Expert Indépendant a procédé à une analyse des éléments d'appréciation du prix qui sont présentés dans son rapport figurant dans la note en réponse et dans lequel il aboutit à une valeur moyenne des Compléments de Prix de 0,59 €, soit un montant maximum de 3,39 € par action.

Le Conseil constate une forte convergence entre les conclusions de l'Expert Indépendant et celles de Bryan, Garnier & Co., établissement présentateur de l'Offre Publique, lesquelles font, en tout état de cause, ressortir une prime pour les actionnaires, quelle que soit la méthode de valorisation retenue (cours de bourse, référence à la transaction préalable à l'Offre publique, référence à l'augmentation de capital intervenue en 2020, approche de valeur par la méthode d'actualisation de flux de trésorerie probabilisés (risk-adjusted Net Present Value ou rNPV)), usuelle pour évaluer des sociétés du secteur biotechnologique).

Le prix d'Offre Publique de 2,80 euros par action, assorti de droit à Compléments de Prix apprécié par l'Expert Indépendant représente ainsi respectivement une prime de 50,7 % et 48,7 % par rapport à la moyenne des cours de clôture pondérée par les volumes, calculée sur

les 20 derniers jours et les 3 derniers mois précédant l'annonce, le 13 août 2020, de la Cession du Bloc de Contrôle et de l'Offre Publique (soit entre 2,25 et 2,28 euros, le cours de bourse ayant varié pendant cette période entre 2,01 et 2,50 euros).

Le Conseil note que le prix d'Offre Publique de 2,80 euros par action est au moins égal à celui de la cession du bloc majoritaire (62,66 % du capital) qui est intervenue au terme d'un processus compétitif de recherche d'un partenaire en vue d'un adossement de la Société qui a débuté mi-2019. Ce processus, étalé sur plus d'un an, a conduit à une large consultation de partenaires potentiels spécialisés dans le secteur économique de la Société et a débouché sur une transaction portant sur une quote-part majoritaire cédée à l'Initiateur par des acteurs professionnels de l'investissements eux-mêmes spécialisés dans le secteur biopharmaceutique.

Le Conseil observe de même que le prix par action de l'Offre publique présente une prime significative par rapport au prix de souscription de l'augmentation de capital avec maintien du droit de souscription des actionnaires réalisée en février 2020 par la Société.

Il observe enfin que la dernière approche retenue par l'Expert Indépendant, qui met en œuvre la méthode rNPV, conduit ce dernier, dans la plupart des scénarios retenus, à retenir de larges fourchettes de valeurs qui témoignent d'un niveau d'incertitude très élevé affectant l'ensemble des hypothèses d'exploitation et d'évaluation combiné à une situation financière tendue, Genkyotex ne pouvant assurer la poursuite de son exploitation que jusqu'en février 2021. Ce niveau d'incertitude caractérise, selon l'Expert Indépendant, non seulement le risque d'investissement inhérent au secteur des biotechnologies dans son ensemble, mais également le caractère singulier de la nouvelle classe thérapeutique développée par Genkyotex dont l'intérêt n'a pas encore été définitivement validé par les autorités sanitaires.

S'agissant de la valeur actuelle des Compléments de Prix proposés dans l'Offre Publique, le Conseil note enfin que l'Expert Indépendant a mis en œuvre une approche multicritère d'évaluation de ces derniers, sur la base du cours de bourse et à travers une méthode probabiliste dont les hypothèses sont issues de l'approche rNPV. Cette approche le conduit à évaluer la valeur de ces Compléments de Prix dans un intervalle large, compris entre 0,1 et 1,0 € par action, conduisant à un prix d'Offre ajusté de 3,39 €, compris dans une fourchette de 2,9 € à 3,8 €.

Le Conseil prend enfin acte que, selon le rapport établi par le cabinet BM&A, agissant en qualité d'Expert Indépendant, le prix de 2,80 euros en numéraire par action Genkyotex, assorti des droits à Compléments de Prix, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre Publique et du Retrait Obligatoire qui pourrait éventuellement s'ensuivre.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, connaissance prise **(i)** des termes de l'Offre Publique, **(ii)** des motifs et intentions de l'Initiateur, **(iii)** du projet d'avis du Comité Ad Hoc, et **(iv)** du rapport de l'Expert Indépendant, et **(v)** du projet de communiqué de presse relatif au projet de note en réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF,

Constate que :

- la Cession du Bloc de Contrôle permet à l'Initiateur d'acquérir 7.236.515 actions de la Société représentant 62,66 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues

directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exclusion des 9.243 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Kepler Cheuvreux le 23 avril 2018 et des 46.667 actions souscrites par Monsieur Elias Papatheodorou en levant ses options de souscription d'actions émises le 4 juin 2020 et qu'il est tenu de conserver au nominatif, soit, à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 4.443.749 actions de la Société ;

- *l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre Publique la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société des marchés réglementés Euronext Paris et Euronext Brussels dès lors que le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires n'appartenant pas à l'Initiateur ne représentera pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société ;*

Après échange de vues sur le projet d'Offre Publique et au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, à l'unanimité :

- **décide** de reprendre à son compte les travaux et recommandations du Comité Ad Hoc tel que figurant dans l'avis motivé du Comité Ad Hoc dont le contenu est exposé ci-dessus ;
- **décide** que l'Offre Publique est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ; et
- **recommande** aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre Publique ».

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la date du présent Projet de Note en Réponse, aucun membre du conseil d'administration de la Société ne détient d'actions de la Société. Comme indiqué à la Section 6 ci-dessous, par suite de la levée de 70.000 options de souscription d'actions de la Société (donnant droit à la souscription de 70.000 actions) que Monsieur Elias Papatheodorou s'est engagé à exercer, au plus tard le quatrième jour ouvré suivant la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre, Monsieur Elias Papatheodorou s'est engagé à apporter à l'Offre un tiers des actions issues de cette levée, soit 23.333 actions. Comme décrit dans la Section 6 ci-dessous ainsi que dans la section 1.5 du Projet de Note d'Information, Monsieur Elias Papatheodorou est tenu de conserver jusqu'à la cessation de ses fonctions de Directeur Général les autres 46.667 actions issues de la levée précitée et a conclu avec l'Initiateur un accord de liquidité sur ces actions.

4. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT DES ACTIONS AUTO-DETENUES

À la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 9.243 actions qu'elle n'apportera pas à l'Offre, conformément à la demande de l'Initiateur.

5. AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL

Non applicable.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A la date de la Note en Réponse, la Société a conclu le Contrat d'Acquisition et le Protocole d'Accord décrits à la Section 1.2 (*Contexte et motifs de l'Offre*). La Société a également conclu

des engagements avec les bénéficiaires des plans d'attribution d'options de souscriptions d'actions de la Société tels que décrits à la Section 1.3.3 (*Situation des titulaires d'options de souscription*).

En dehors des accords mentionnés dans la présente Section 6, la Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, et la Société n'a déclaré n'avoir pas connaissance de l'existence d'un tel accord.

La Société rappelle en outre que l'Initiateur a conclu le 2 novembre 2020 un accord de liquidité avec Monsieur Elias Papatheodorou, directeur général de la Société, tel que décrit à la section 1.5 du Projet de Note d'Information. Monsieur Elias Papatheodorou s'est engagé à exercer, au plus tard le quatrième jour ouvré suivant la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre, les 70.000 options de souscription d'actions qu'il détient au titre du plan d'attribution d'options de souscriptions d'actions de la Société en date du 4 juin 2020 et à apporter à l'Offre 23.333 actions issues de cette levée. En effet, en tant que directeur général de la Société, Monsieur Elias Papatheodorou sera tenu, en application de l'article L. 225-185 du code de commerce et du plan d'attribution d'options de souscriptions d'actions de la Société en date du 4 juin 2020, de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de ses fonctions deux tiers des 70.000 actions issues de l'exercice de ses options (soit 46.667 actions) (les « **Actions Indisponibles** »). Aux termes de l'accord de liquidité, Monsieur Elias Papatheodorou bénéficie d'une promesse d'achat lui permettant de céder les Actions Indisponibles dans les 15 jours ouvrés de la cessation de ses fonctions de directeur général et à l'Initiateur bénéficie d'une promesse de vente lui permettant d'acquérir les Actions Indisponibles détenues par Monsieur Elias Papatheodorou dans les 15 jours ouvrés de l'expiration de la promesse d'achat. Le prix d'exercice de la promesse d'achat et de la promesse de vente est égal au prix de l'Offre (soit 2,80 euros et Compléments de Prix Eventuels).

7. ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de l'Initiateur, le capital social de la Société s'élève à 11.548.562 euros, divisé en 11.548.562 actions ordinaires.

Préalablement à la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social ¹	Nombre de droits de vote	% des droits de vote ²
Fonds Andera Partners ³	2.926.926	25,34 %	2.926.926	25,36 %
Ecllosion2 & Cie SCPC	1.393.285	12,06 %	1.393.285	12,07 %
Vesalius Biocapital II SA, SICAR	1.087.568	9,42 %	1.087.568	9,42 %
Neomed Innovation V L.P.	940.589	8,14 %	940.589	8,15 %
Wellington Partners Nominee Ltd	482.967	4,18 %	482.967	4,19 %
N5 Investments AS	67.633	0,59 %	67.633	0,59 %
M. Elias Papatheodorou	148.689	1,29 %	148.689	1,29 %
M. Philippe Wiesel	115.231	1,00 %	115.231	1,00 %
M. Alexandre Grassin	73.627	0,64 %	73.627	0,64 %
Auto-détention	9.243	0,08 %	N/A	0 %

Autres investisseurs	4.302.804	37,26 %	4.302.804	37,29 %
TOTAL	11.548.562	100,00 %	11.539.319	100,00 %

¹ Sur une base non diluée

² Sur une base non-diluée. Toutes les actions disposent des mêmes droits de vote, à l'exception des 9.243 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Kepler Cheuvreux le 23 avril 2018 dont les droits de vote sont suspendus

³ BioDiscovery 2 FPCI et BioDiscovery 3 FPCI

A la suite de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché et préalablement à l'exercice d'options de souscription d'actions de la Société (correspondant à 187.612 actions nouvelles) que leurs bénéficiaires se sont engagés à exercer au plus tard le quatrième jour ouvré suivant la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du Règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'Offre (tel que décrit à la Section 1.3.3), le capital et les droits de vote de la Société sont, à la connaissance de la Société, répartis comme suit à la date du Projet de Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social ⁴	Nombre de droits de vote	% des droits de vote ⁵
Calliditas	7.236.515	62,66 %	7.236.515	62,71%
Auto-détention	9.243	0,08 %	N/A	0%
Autres investisseurs	4.302.804	37,26 %	4.302.804	37,29%
TOTAL	11.548.562	100,00 %	11.726.931	100,00 %

⁴ Sur une base non diluée

⁵ Sur une base non diluée. Toutes les actions disposent des mêmes droits de vote, à l'exception des 9.243 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Kepler Cheuvreux le 23 avril 2018 dont les droits de vote sont suspendus

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Non applicable.

7.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce)

Non applicable.

7.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

Au cours de l'exercice 2020, les actionnaires suivants ont notifié à la Société des déclarations de franchissement de seuil en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce :

- Le 11 février 2020, la société de droit suisse Ecllosion2 SA¹, agissant pour le compte du fonds Ecllosion2 & cie SCPC, a déclaré avoir franchi en baisse le 10 février 2020, les seuils de 15% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte dudit fonds, 1 393 285 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit

¹ Ecllosion2 SA est associé gérant indéfiniment responsable de Ecllosion2 & Cie SCPC, représentée par M.Christophe Guichard, associé.

12,06% du capital et des droits de vote de la Société². Ce franchissement de seuils résulte d'une augmentation de capital de la Société³.

- Le 13 février 2020, Andera Partners, agissant pour les compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en hausse, le 10 février 2020, les seuils de 25% du capital et des droits de vite de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds 3 001 692 actions représentant autant de droits de vote soit 25,99% du capital et des droits de vote de la Société⁴. Ce franchissement de seuils résulte d'une augmentation de capital de la Société⁵.

7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Non applicable.

7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel

Non applicable.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote

Non applicable.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil composé de personnes physiques ou morales dont le nombre est fixé par l'assemblée générale ordinaire dans les limites de la loi.

Toute personne morale doit, lors de sa nomination, désigner une personne physique en qualité de représentant permanent au Conseil d'administration. La durée du mandat du représentant permanent est la même que celle de l'administrateur personne morale qu'il représente. Lorsque la personne morale révoque son représentant permanent, elle doit aussitôt pourvoir à son remplacement. Les mêmes dispositions s'appliquent en cas de décès ou démission du représentant permanent.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois (3) années. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué

² Sur la base d'un capital composé de 11 548 562 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

³ Cf. notamment prospectus visé par l'AMF sous le numéro n°20-012 en date du 16 janvier 2020 et communiqué de la Société publié le 6 février.

⁴ Sur la base d'un capital composé de 11 548 562 actions représentant autant de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

⁵ Cf. notamment prospectus visé par l'AMF sous le numéro n°20-012 en date du 16 janvier 2020 et communiqué de la Société publié le 6 février.

sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont toujours rééligibles ; ils peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale des actionnaires.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Les nominations effectuées par le conseil, en vertu de l'alinéa ci-dessus, sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire, en vue de compléter l'effectif du conseil.

Un salarié de la société peut être nommé administrateur. Son contrat de travail doit toutefois correspondre à un emploi effectif. Il ne perd pas, dans ce cas, le bénéfice de son contrat de travail.

Le nombre des administrateurs qui sont liés à la société par un contrat de travail ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

7.8.2 *Règles applicables à la modification des statuts de la Société*

Les droits des actionnaires tels que figurant dans les statuts de la Société ne peuvent être modifiés que par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société.

7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations en matière d'émission ou de rachat d'actions.

Le détail de ces autorisations et de ces délégations est le suivant :

Nature de la délégation	Durée de validité/ date d'expiration	Montant maximum des émissions d'obligations	Plafond d'émission des actions et/ou VMDAC	Modalités de détermination du prix	Montant utilisé en 2019	Montant disponible au 30/04/2020
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres actions (12e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	18 mois 13 décembre 2020		Annulation dans la limite maximum de 10 % du montant du capital social par période de 24 mois			
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (13e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	26 mois 13 août 2021	90.000.000 €	4.000.000 € (1)		Néant	696.921 €
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital immédiatement ou à terme par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public (14e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	26 mois 13 août 2021	90.000.000 €	4.000.000€ (1)	Se référer au (2)	Néant	696.921 €
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires à émettre dans le cadre d'une offre au profit d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs visée au II de l'article L.411-2 du code monétaire et financier (15e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	26 mois 13 août 2021	35.000.000 €	1.600.000 € (1) dans la limite de 20% du capital social par période de 12 mois	Se référer au (3)	Néant	696.921 €

Nature de la délégation	Durée de validité/ date d'expiration	Montant maximum des émissions d'obligations	Plafond d'émission des actions et/ou VMDAC	Modalités de détermination du prix	Montant utilisé en 2019	Montant disponible au 30/04/2020
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées (16e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	18 mois 13 décembre 2020	90.000.000 €	4.000.000 € (1)	Se référer au (4)	855.782 €	696.921 €
Autorisation au Conseil d'administration, en cas d'émission d'actions ou de toute valeur mobilière avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, de fixer le prix d'émission dans la limite annuelle de 10 % du capital social et dans les limites prévues par l'assemblée générale (17e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	26 mois 13 août 2021	-	Dans la limite de 10 % du capital social	Se référer au (5)	Néant	100% du plafond
Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (18e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	26 mois 13 août 2021	-	Dans la limite de 15% de l'émission initiale (1) (6)	Même prix que l'émission initiale	Néant	696.921 €
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique comportant une composante d'échange initiée par la Société (19e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	26 mois 13 août 2021	90.000.000 €	4.000.000 € (1)		Néant	696.921 €
Délégation de pouvoir à consentir au Conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'actions ordinaires de la Société ou de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement et/ou à terme, à des actions ordinaires de la Société, dans la limite de 10% du capital, pour rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces en dehors d'une offre publique d'échange (20e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	26 mois 13 août 2021	90.000.000 €	Dans la limite de 10% du capital social tel qu'existant à la date de l'opération considérée (1)		Néant	696.921 €

Nature de la délégation	Durée de validité/ date d'expiration	Montant maximum des émissions d'obligations	Plafond d'émission des actions et/ou VMDAC	Modalités de détermination du prix	Montant utilisé en 2019	Montant disponible au 30/04/2020
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres (22e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	26 mois 13 août 2021	-	500.000 €		Néant	100% du plafond
Autorisation à donner au Conseil d'administration de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société (23e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	38 mois 13 août 2022	-	198.368 actions (7)	Se référer au (8)	Néant	100% du plafond
Autorisation à donner au Conseil d'administration de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre (24e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	38 mois 13 août 2022	-	450.000 actions et dans la limite de 10 % du capital social		Néant	100% du plafond
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'émettre et attribuer des bons de souscription d'actions au profit (i) de membres et censeurs du Conseil d'administration de la Société en fonction à la date d'attribution des bons n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales ou (ii) de personnes liées par un contrat de services ou de consultant à la Société ou à l'une de ses filiales ou (iii) de membres de tout comité mis en place par le Conseil d'administration ou que le Conseil d'administration viendrait à mettre en place n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales (25e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	18 mois 13 décembre 2020	-	450.000 BSA (7)	Se référer au (9)	Néant	100% du plafond
Limitation globale du montant des émissions effectuées en vertu de la 13ème résolution, de la 14ème résolution, de la 15ème résolution, de la 16ème résolution, de la 18ème résolution, de la 19ème résolution, et de la 20ème résolution (21e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	-	90.000.000€	4.000.000€	Se référer au (10)	855.782 €	696.921 €
Limitation globale du montant des émissions effectuées en vertu de la 23ème résolution, de la 24ème résolution, et de la 25ème résolution (26e résolution de l'AGM du 13 juin 2019)	-		450.000 actions		-	-

(1) Ces montants ne sont pas cumulatifs. Le plafond cumulé maximum autorisé par l'assemblée générale des augmentations de capital en valeur nominale est fixé à 4.000.000 €.

(2) Le prix d'émission des actions et des valeurs mobilières, susceptibles d'être émises en vertu de la présente délégation, sera fixé par le Conseil d'administration, conformément aux dispositions de l'article L. 225-136-1° du code de commerce et sera en en

conséquence au moins égal à la moyenne pondérée des cours cotés des trois derniers jours de bourse précédant sa fixation, telle que le cas échéant diminuée de la décote maximale autorisée par la législation (soit, actuellement, 5%) et corrigée en cas de différence de date de jouissance, étant précisé que (i) dans l'hypothèse de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, le prix d'émission des actions susceptibles de résulter de leur exercice, de leur conversion ou de leur échange pourra le cas échéant être fixé, à la discrétion du Conseil d'administration, par référence à une formule de calcul définie par celui-ci et applicable postérieurement à l'émission desdites valeurs mobilières (par exemple lors de leur exercice, conversion ou échange) auquel cas la décote maximale susvisée pourra être appréciée, si le Conseil d'administration le juge opportun, à la date d'application de ladite formule (et non à la date de fixation du prix de l'émission), et que (ii) le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital émises en vertu de la présente résolution sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle lors de l'exercice, la conversion ou l'échange desdites valeurs mobilières, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'exercice, la conversion ou l'échange de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini ci-dessus.

(3) Le prix d'émission des actions sera déterminé par le Conseil d'administration conformément aux dispositions de l'article L. 225-136-1° du code de commerce et sera en conséquence au moins égal à la moyenne pondérée des cours cotés des trois derniers jours de bourse précédant sa fixation, telle que le cas échéant diminuée de la décote autorisée par la législation (soit, actuellement, 5%) et corrigée en cas de différence de date de jouissance, étant précisé que (i) dans l'hypothèse de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, le prix d'émission des actions susceptibles de résulter de leur exercice, de leur conversion ou de leur échange pourra le cas échéant être fixé, à la discrétion du Conseil d'administration, par référence à une formule de calcul définie par celui-ci et applicable postérieurement à l'émission desdites valeurs mobilières (par exemple lors de leur exercice, conversion ou échange) auquel cas la décote maximale susvisée pourra être appréciée, si le Conseil d'administration le juge opportun, à la date d'application de ladite formule (et non à la date de fixation du prix de l'émission), et que (ii) le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital émises en vertu de la présente résolution sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle lors de l'exercice, la conversion ou l'échange desdites valeurs mobilières, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'exercice, la conversion ou l'échange de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini ci-dessus.

(4) Le prix d'émission des actions émises en vertu de la présente délégation sera déterminé par le Conseil d'administration et sera au moins égal à la moyenne pondérée par les volumes des cours cotés de l'action choisis parmi une période comprenant entre trois et trente séances consécutives parmi les trente dernières séances de bourse précédant la fixation du prix de l'émission, cette moyenne pouvant le cas échéant être corrigée pour tenir compte des différences de date de jouissance et être éventuellement diminuée d'une décote maximum de 20%.

(5) Dans la limite de 10 % du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'opération) par période de 12 mois, à déroger aux conditions de fixation du prix prévues par les résolutions susvisées et à fixer le prix d'émission des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital émises, selon les modalités suivantes :

- Le prix d'émission des actions ordinaires sera au moins égal à la moyenne pondérée des cours des 3 dernières séances de bourse précédant sa fixation, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 15 %, étant rappelé qu'il ne pourra en tout état de cause être inférieur à la valeur nominale d'une action de la Société à la date d'émission des actions concernées,
- Le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini au paragraphe ci-dessus.

(6) 15% ou toute autre fraction qui aurait été déterminée par la réglementation en vigueur.

(7) Ces montants ne sont pas cumulatifs. Le plafond cumulé maximum autorisé par l'assemblée générale des émissions de valeurs mobilières donnant accès au capital est fixé à 450.000 actions.

(8) Le prix d'achat ou de souscription par action sera fixé par le Conseil d'administration au jour où l'option est consentie dans les limites prévues par la loi et la présente résolution, sans pouvoir être inférieur à la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision du conseil d'attribuer les options, arrondi au centime d'euro supérieur, ni s'agissant des options d'achat, au prix moyen d'achat des actions auto-détenues par la Société, arrondi au centime d'euro supérieur,

(9) Le prix d'émission d'un BSA sera déterminé par le Conseil d'administration au jour de l'émission dudit BSA en fonction des caractéristiques de ce dernier et sera au moins égal à 5 % de la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes des cinq (5) dernières séances de bourse sur le marché réglementé Euronext Paris précédant la date d'attribution dudit BSA par le Conseil d'administration,

(10) Le prix unitaire maximum d'achat par action (hors frais et commissions) est fixé à 15 euros, avec un plafond global de 10 millions d'euros, étant précisé que ce prix d'achat fera l'objet des ajustements le cas échéant nécessaires afin de tenir compte des opérations sur le capital (notamment en cas d'incorporation de réserves et attribution gratuite d'actions, de division ou de regroupement d'actions).

7.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Non applicable.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres accords que ce qui est décrit dans le tableau n°11 de la section 13 Rémunération et avantages du Document d'enregistrement universel de la Société relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2019 qui a été déposé le 30 avril 2020 auprès de l'AMF.

8. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Ilias (Elias) Papatheodorou
Directeur général de Genkyotex SA

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

BMA



GENKYOTEX

Expertise indépendante

Projet d'offre publique d'achat simplifiée

2 novembre 2020

SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
1 CONTEXTE DE L'OPERATION	4
2 PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	6
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	6
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Rémunération de l'expert	7
2.4 Diligences effectuées par l'expert	7
3 PRESENTATION DE GENKYOTEX	10
3.1 Activité, historique et positionnement stratégique	10
3.1.1 Activité de la Société	10
3.1.2 Historique :	10
3.1.3 Autres perspectives de développements cliniques	13
3.1.4 Marchés et environnement concurrentiel	13
3.1.5 Position stratégique.....	14
3.2 Analyse historique de comptes publiés	15
3.2.1 Structure juridique	15
3.2.2 Évolution des résultats	15
3.2.3 Évolution des flux de trésorerie	17
3.2.4 Situation bilancielle	17
4 TRAVAUX D'ÉVALUATION	19
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	19
4.1.1 Nombre de titres	19
4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	20
4.1.3 Appréciation de la valeur des Compléments de Prix.....	20
4.2 Méthodes ou références non retenues	23
4.2.1 Actif net comptable	23
4.2.2 Méthodes basées sur le dividende	23
4.2.3 Méthode des transactions comparables	24
4.2.4 Actualisation de flux libres de trésorerie (DCF)	24
4.2.5 Multiples de comparables boursiers	24
4.2.6 Référence au rapprochement Genticel - Genkyotex.....	25
4.2.7 Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif).....	25
4.3 Méthodes et références retenues	26
4.3.1 Cours de bourse.....	26
4.3.2 Transaction préalable à l'Offre	28
4.3.3 Référence à l'augmentation de capital de février 2020	29
4.3.4 Approche de valeur par la méthode rNPV.....	30
5 ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR	41
5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	41
5.1.1 Nombre de titres	41
5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	41

5.1.3	Valeur actuelle des Compléments de Prix.....	42
5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues.....	42
5.2.1	Cours de bourse.....	42
5.2.2	Opérations récentes sur le capital.....	43
5.2.3	Méthode rNPV.....	43
6 	CONCLUSION	47
7 	ANNEXES	49
7.1	Décotes sur prix d'Offres observées pendant la période 2012-2020 sur les Offres publiques	49
7.2	Détail des probabilités de succès issues de l'étude BioMedTracker	50
7.3	Contextualisation de la fourchette de bêtas retenue	50
7.4	Passage de la prime de risque de défaut à une probabilité de défaut	51
7.5	Echantillons de comparables boursiers :.....	52
7.5.1	Echantillon « Stifel »	52
7.5.2	Echantillon Tier 1	53
7.5.3	Echantillon Tier 2	54

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Par un communiqué en date du 13 août 2020, la société Genkyotex (ci-après « **Genkyotex** » ou la « **Société** ») dont les actions sont cotées sur le compartiment C (SmallCap) d'Euronext Paris et Bruxelles (ISIN FR0013399474 - GKTX), a annoncé la signature d'un accord portant sur l'acquisition hors marché d'un bloc de contrôle de 62,7 % du capital et des droits de vote¹ (ci-après l'« **Acquisition Hors Marché** » ou « **Bloc Majoritaire** ») de la Société par la société suédoise Calliditas Therapeutics AB (ci-après « **Calliditas** » ou l'« **Initiateur** ») au prix de 2,80 €² par action, assorti de droits à compléments de prix éventuels payables en numéraire (ci-après les « **Compléments de Prix**³ ») d'un montant total maximum de 55 m€⁴, et versés aux actionnaires qui auraient cédé leurs actions⁵ si le setanaxib⁶ était approuvé par les autorités américaines et européennes.

A la suite de la réalisation de cette transaction et en application des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** »), l'Initiateur sera tenu de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** ») visant la totalité des actions encore non détenues directement ou indirectement par lui à des conditions identiques à celles de l'acquisition du Bloc Majoritaire.

Après l'Acquisition Hors Marché, l'actionnariat de la Société se présente de la manière suivante :

Genkyotex - Actionnariat pré et post acquisition du Bloc Majoritaire						
Actionnaires	pré Acquisition		Contrat d'Acquisition		post Acquisition	
	nb actions	% du capital	nb actions	% du capital	nb actions	% du capital
Calliditas	-	-	7 236 515	62.7%	7 236 515	62.7%
Investisseurs :						
Fonds Andera Partners ⁽¹⁾	3 001 692	26.0%	(2 926 926)	(25.3%)	74 766	0.6%
Eclosion2 SA	1 393 285	12.1%	(1 393 285)	(12.1%)	-	-
Vesalius Biocapital II SA, SICAR	1 087 568	9.4%	(1 087 568)	(9.4%)	-	-
NeoMed Innovation V.L.P.	940 589	8.1%	(940 589)	(8.1%)	-	-
N5 Investments	67 633	0.6%	(67 633)	(0.6%)	-	-
Wellington Partners	482 967	4.2%	(482 967)	(4.2%)	-	-
Management	337 547	2.9%	(337 547)	(2.9%)	-	-
Autres investisseurs et flottant	4 225 816	36.6%			4 225 816	36.6%
Autodétention	11 465	0.1%			11 465	0.1%
Total	11 548 562	100.0%	-	-	11 548 562	100.0%

(1) Les 74 766 titres Andera Partners n'ayant pas été cédés dans le cadre du SPA du 13 août ont été intégralement vendus sur les marchés le 18 août 2020 à un prix de 2,92 €.

Pour Genkyotex, l'Offre constitue l'aboutissement d'un processus de recherche d'adossement de la Société initié mi 2019 et nécessaire à la poursuite du financement des essais cliniques en cours. Pour Calliditas, l'opération s'inscrit dans une stratégie d'investissements lui permettant d'étoffer son portefeuille de traitements dans le domaine des maladies orphelines, sans pouvoir à ce stade mesurer les synergies pouvant être tirées de l'acquisition de Genkyotex.

¹ Sur la base de 11 548 562 actions composant le capital social et avant l'exercice des 187 612 options 2020.

² Avant imputation d'une partie des frais de conseil, ramenant le prix par action payé pour l'Acquisition Hors Marché à 2,7288 €.

³ Cf. § 4.1.3.

⁴ Soit une valeur nominale de 4,69 € par action sur une base totalement diluée.

⁵ i.e. les cédants du Bloc Majoritaire, les actionnaires ayant apporté à l'Offre et ceux dont les actions auront été transférées dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

⁶ Nom commercial de la molécule GKT831, un inhibiteur des enzymes NOX1 et 4, qui atteste d'une activité anti-fibrotique dans un essai clinique de phase 2 pour la cholangite biliaire primitive (pathologie fibrotique orpheline). Setanaxib est également actuellement évalué dans un essai clinique de Phase 2 initié par des investigateurs dans le diabète de type 1 et de néphropathie diabétique (DKD), et dans un essai de Phase 2 initié par des investigateurs chez des patients atteints de fibrose pulmonaire idiopathique (FPI) dont le premier patient est intervenu en septembre 2020.

Calliditas envisage donc de poursuivre le développement du setanaxib, notamment pour le traitement de la CBP et de la FPI⁷, après avoir modifié la composition du conseil d'administration de la Société. L'Initiateur se réserve également la possibilité d'étudier d'éventuelles opérations de fusion et de rapprochement (ou toute autre opération de réorganisation de la Société) entre la Société et l'Initiateur ou ses affiliés.

En tout état de cause, si les conditions de seuil de détention prévues par l'article 237-1 du règlement général de l'AMF sont remplies⁸ à l'issue de l'Offre, l'Initiateur mettra en œuvre une procédure de retrait obligatoire, à un prix identique à celui de l'Offre, afin de se voir transférer les actions de la Société non présentées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues et des 46 667 actions indisponibles détenues par le directeur général). Dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à détenir ultérieurement au moins 90 % des droits de vote de la Société, l'Initiateur se réserve également la faculté de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire dans le cas où les actions détenues par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10 % du capital ou des droits de vote de Genkyotex. Le retrait obligatoire entraînerait la radiation de la cote des actions de la Société.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 29 juillet 2020 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Genkyotex, ajusté de la valeur du droit à complément de prix devant être versé en numéraire en cas d'obtention auprès des autorités sanitaires américaine et européenne d'approbations réglementaires ou d'autorisations de mise sur le marché relatives au setanaxib.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1, et en particulier

- le paragraphe I, alinéa 1^o, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par les Initiateurs ;
- le paragraphe I, alinéa 2^o, dans la mesure où les dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'un des Initiateurs de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe I, alinéa 4^o, en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre ;
- le paragraphe II dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

⁷ Cf. Chapitre 3, Présentation de Genkyotex.

⁸ Art. 237-1 du RGAMF : « A l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre, l'initiateur de cette offre publique peut se voir transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote moyennant indemnisation de ces derniers. »

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « **BM&A A&S** » ou « **BM&A** »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte environ 150 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 22 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mars-18	Transfert de siège	Akka Technologies	n/a	n/a
mai-18	Augmentation de capital réservée avec supp. du DPS	Vergnet	Arum International	n/a
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantra
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission ADP	Ales Groupe	n/a	n/a
juil-19	Offre Publique d'Achat	Coheris	ChapsVision	Invest Securities
nov-19	Offre Publique de Rachat d'Actions	Iliad	n/a	CACIB & Société Générale
mai-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Blue Solutions	Bolloré SE	Natixis & BNP Paribas

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et le signataire du présent rapport, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006, modifiée le 10 février 2020. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;

- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 93 500 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est réalisée par Pierre Béal, associé, et Stéphane Marande, senior manager, spécialisés en évaluation financière des entreprises. Ils ont été assistés par Jillian Walter, chef de mission, ainsi que par Emma Rappaport, assistante.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Opération envisagée le 15 juillet 2020. En l'attente et sous réserve de notre nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de Genkyotex, qui est intervenue le 12 août 2020, nous avons commencé notre intervention le 2 août 2020 et avons achevé nos travaux le 30 octobre 2020, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Genkyotex :
 - Elias Papatheodorou, Directeur général ;
 - Alexandre Grassin, Directeur financier ;
- Genkyotex - Comité ad hoc des administrateurs indépendants :
 - Catherine Moukheibir, Administrateur indépendant ;
 - Mary Tanner, Administrateur indépendant ;
 - Claudio Nessi, Président du conseil d'Administration.
- Calliditas :
 - Renée Lucander, Chief Executive Officer.
- McDermott Will & Emery AARPI- Conseil de Genkyotex :
 - M^e David Revcolevschi, Associé ;
 - M^e Stephan de Gröer, Collaborateur.
- Latham & Watkins LLP - Conseil de Calliditas :
 - M^e Alexander Crosthwaite, Associé.

- Bryan Garnier - Banque Présentatrice :
 - Hervé Ronin, Partner ;
 - Romain Ellul, Director ;
 - Mickael Dubourd, Associate.

Nous précisons qu'à ce jour, nous n'avons rencontré aucun actionnaire minoritaire de la société Genkyotex ni reçu de question émanant de leur part.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils, et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- iv) l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du *business model* ;
- v) les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires produit par le Management ;
- vi) les probabilités de succès des études visant à obtenir les autorisations de mise sur le marché pour les différentes indications ;
- vii) le taux d'actualisation applicable aux flux futurs probabilisés ;
- viii) la valeur présente du complément de prix négocié entre les parties.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;
- iii) analyser les comptes historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société produites par son management ;
- v) vérifier la cohérence des paramètres actuariels et des probabilités retenus par le Management ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Bryan Garnier afin de réaliser un examen critique ;
- viii) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du projet de note d'information concernant le projet d'offre publique d'achat simplifiée ;
- du plan d'affaires ;
- du projet de rapport d'évaluation de la Banque présentatrice ;
- du document de référence et du document d'enregistrement universel de Genkyotex respectivement pour les exercices 2018 et 2019 ;

- de l'étude « BioMedTracker » datant de 2016 ;
- de l'étude "Clinical development success rates for investigational drugs", datant de 2014 ;
- de la documentation juridique⁹ relative à l'accord d'acquisition des titres Genkyotex par Calliditas ;
- de l'accord conclu entre l'Initiateur et monsieur Elias Papatheodorou portant sur la liquidité des actions indisponibles détenues par monsieur Elias Papatheodorou ;
- de l'historique du processus de cession (*Project GENIUS Process Summary*) produit par la banque Stifel ;
- de la note d'opération relative à l'augmentation de capital de février 2020 publiée le 17 janvier 2020.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv¹⁰ et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de Genkyotex nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

⁹ Share Purchase Agreement et Tender Offer Agreement du 13 août 2020.

¹⁰ ex Thomson-Reuters.

3 | PRESENTATION DE GENKYOTEX

3.1 Activité, historique et positionnement stratégique

3.1.1 Activité de la Société

Genkyotex est un groupe franco-suisse issu du rapprochement en 2017 de la société française cotée Genticef, créée en 2001 et spécialisée dans les immunothérapies innovantes, et de la société suisse GenKyoTex SA, créée en 2006 et spécialisée dans le développement des thérapies NOX (NADPH Oxydase). A la suite de cette opération, l'activité de Genkyotex (ensemble avec sa filiale Genkyotex Suisse SA, le « Groupe ») s'est principalement orientée vers le développement des thérapies NOX, par la création d'une nouvelle classe thérapeutique innovante d'inhibiteurs NOX ciblés administrés par voie orale.

Les NOX sont des enzymes ayant pour fonction de générer des espèces réactives de l'oxygène (*reactive oxygen species* ou ROS), interagissant avec d'autres molécules. Ces interactions, qui font partie du fonctionnement normal de l'organisme, peuvent devenir néfastes et accélérer des processus inflammatoires dans le cas de certaines pathologies (maladies fibrotiques, cancers ou encore perception de la douleur). Les thérapies NOX ont ainsi pour objectif de bloquer l'activité des enzymes NOX quand elles entraînent le développement de pathologies et notamment dans le cas des fibroses (phénomène d'augmentation anormale de tissus fibreux dans un organe, pouvant entraîner leur dysfonctionnement) qui sont à l'origine de 45 % des décès dans les pays développés et provoquant, en particulier, de graves maladies du foie, des poumons et des reins.

3.1.2 Historique :

3.1.2.1 Historique des essais cliniques

Le produit le plus avancé de Genkyotex est le setanaxib (GKT137831 puis GKT831), un inhibiteur de NOX 1 & 4¹¹, découvert au début des années 2000 et dont les brevets le concernant ont été enregistrés en 2007. Plusieurs indications ont été évaluées par la Société dont la fibrose pulmonaire idiopathique (FPI, ou IPF pour *idiopathic pulmonary fibrosis*) pour laquelle elle a obtenu une désignation de médicament orphelin¹² auprès de l'EMA et de la FDA¹³. Des résultats très encourageants lors des essais cliniques de Phase 1 ont permis au traitement de démontrer sa sécurité et son activité pharmacodynamique.

Encouragée par les résultats obtenus en Phase 1, la Société a pris en 2013 la décision d'initier un essai clinique de Phase 2 dans la néphropathie diabétique, une importante complication du diabète. Les résultats publiés en 2014 se sont révélés partiellement décevants, le setanaxib n'atteignant pas le principal critère d'efficacité défini dans le protocole. Un dosage insuffisant a été identifié comme facteur principal de cette absence d'efficacité sur le critère d'efficacité principal lié à la pathologie rénale. En revanche, des effets statistiquement significatifs sur des marqueurs d'inflammation et de souffrance cellulaire ont pu être démontrés pour le foie, un organe dans lequel le setanaxib s'accumule avant son élimination.

¹¹ Les NOX 1 et 4 permettent de moduler les protéines qui provoquent les fibroses.

¹² Octroi par les autorités réglementaires de santé d'un statut spécial pour les médicaments dédiés au traitement de maladies concernant un nombre limité de personnes (dites maladies « orphelines ») et donc d'une rentabilité potentielle inférieure à la moyenne, et qui bénéficient à ce titre d'un traitement réglementaire particulier.

¹³ Pour European Medicine Agency et pour Food & Drug Administration (USA).

Dans ce contexte, la Société a décidé d'évaluer des doses plus élevées dans des maladies inflammatoires et fibrotiques, et en priorité sur la CBP¹⁴. Après avoir reçu l'approbation des agences réglementaires en Europe, aux Etats-Unis, au Canada et en Israël, la Société a lancé en juin 2017 un essai clinique de Phase 2 d'une durée de 24 semaines dans cette indication. La conduite de l'essai clinique s'est déroulée sous la supervision d'un comité de surveillance indépendant qui, à trois reprises, a recommandé la poursuite de l'essai sans modification du protocole.

En novembre 2018, les résultats intermédiaires de l'essai portant sur 92 patients ayant achevé les 6 premières semaines de traitement présentaient une signification statistique élevée pour ceux ayant reçu la plus forte dose (400 mg, deux fois par jour contre 400 mg une fois par jour administrés à d'autres patients) avec une réduction de 23 % de la GGT¹⁵ comparé à 8 % pour le placebo. Néanmoins, aux résultats finaux de l'étude communiqués par la Société en mai 2019 à l'issue des 24 semaines de traitement, l'administration de la plus forte dose s'est révélée moins efficace qu'à 6 semaines, avec notamment un seuil de signification statistique non atteint sur la GGT. Les raisons de la perte de la signification statistique en semaine 24 ont été explorées dans le cadre d'analyses post-hoc prédéfinies dans un plan d'analyse statistique. Ces analyses ont révélé que les mesures observées ne suivaient pas une distribution normale dans le groupe traité avec la dose de 400 mg une fois par jour et, qu'une fois ce biais neutralisé, le seuil d'efficacité fixé était bien atteint pour les patients traités à une dose de deux fois 400 mg. Les résultats complets de cette étude ayant regroupé 111 patients, ont été publiés en mai 2019. A nouveau, le setanaxib a démontré un excellent profil de sécurité. Par ailleurs, le setanaxib à 400mg 2 fois par jour a permis d'obtenir une amélioration statistiquement significative de la fatigue, le symptôme le plus fréquent dans la CBP et pour lequel aucun traitement n'avait démontré d'effet significatif jusqu'alors. De plus, le setanaxib a induit une baisse rapide et marquée de la dureté hépatique, qui est un marqueur indirect de la fibrose hépatique. Au vu de ces résultats, la Société prévoit d'évaluer des doses plus élevées dans son programme de Phase 3.

Dans ce contexte, le Groupe a reçu l'autorisation de l'ANSM¹⁶ mai 2020, pour débiter une phase 1 ayant pour objectif d'évaluer la sécurité, la pharmacocinétique, et le potentiel d'interactions médicamenteuses du setanaxib à des doses allant jusqu'à 1600 mg/jour. L'essai a débuté avec le recrutement d'un premier patient en juin 2020. Après achèvement de cette étude de Phase 1, Genkyotex envisage d'utiliser des doses plus élevées dans les futures études.

Genkyotex étudie également l'utilisation du setanaxib pour le traitement d'autres maladies inflammatoires et fibrotiques du foie comme la stéatohépatite non alcoolique NASH¹⁷, encore peu adressées par les produits pharmaceutiques actuellement commercialisés.

La Société a également lancé des essais cliniques sur le setanaxib dans le cadre d'autres pathologies :

- **la néphropathie associée au diabète de type 1** : un essai clinique de Phase 2 est mené dans une dizaine de centres cliniques en Australie et en Nouvelle Zélande, et financée par la JDRF Australienne (Fondation de la Recherche Australienne sur le Diabète Juvenil) et le Baker Heart and Diabetes Institute de Melbourne, qui agit également comme investigateur initiateur de l'essai (IIT)¹⁹. Cet essai clinique de phase 2 inclut une durée de traitement de 48 semaines et vise à évaluer l'efficacité et l'innocuité du setanaxib chez des patients atteints de néphropathie associée au diabète de type 1. Comme indiqué ci-dessus, un essai de phase 2 avait été mené en 2015 dans la néphropathie associée au diabète de type 2, sans atteindre son critère principal d'efficacité mais en donnant des résultats encourageants sur plusieurs critères secondaires. Ce nouvel essai

¹⁴ Cholangite Biliaire Primitive (ou PBC pour *Primary Biliary Cholangitis*) : maladie auto-immune chronique et orpheline du foie de cause inconnue, qui entraîne des processus progressifs inflammatoires et fibrosants qui résultent en une destruction progressive des voies biliaires intra-hépatiques.

¹⁵ Pour Gamma-GT, dont l'élévation est un indice d'anomalie du fonctionnement du foie et principal critère retenu pour la preuve d'efficacité l'essai.

¹⁶ Agence Nationale de Sécurité du Médicament et des produits de santé

¹⁷ Pour *Non-Alcoholic SteatoHepatitis* (stéatohépatite non alcoolique) forme la plus sévère de la maladie du foie gras non alcoolique (*Non-Alcoholic Fatty Liver Disease*, NAFLD) liée à la triple épidémie d'obésité, de pré-diabète et de diabète de type 1.

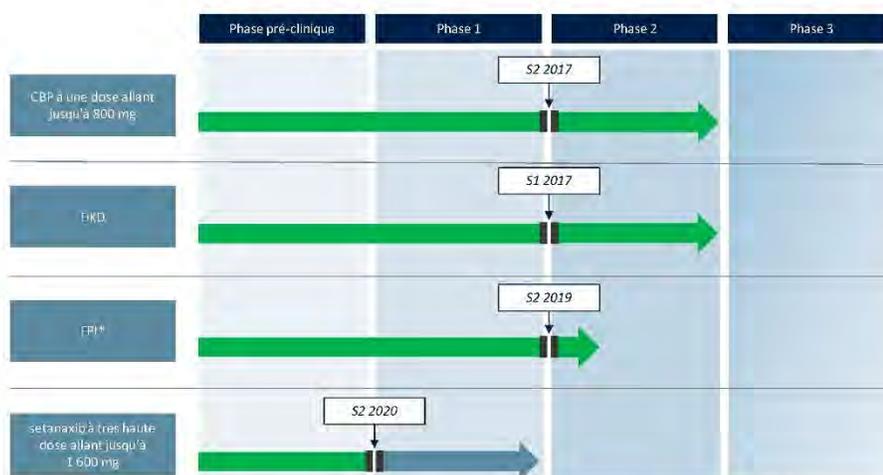
évalue une dose plus élevée (800 mg/jour) et une durée de traitement plus longue (48 semaines versus 12 semaines dans le première étude) ;

- la **fibrose pulmonaire idiopathique (FPI)** : mi 2019, la FDA a autorisé l'initiation d'un essai de phase 2 du setanaxib dans la FPI, mais la crise sanitaire de la Covid-19 a retardé le début de cet essai. Le National Institutes of Health (NIH) américain a accordé à des chercheurs une subvention de \$8,9m pour un programme pluriannuel d'évaluation du produit candidat, visant à l'évaluation de la sécurité et l'efficacité du setanaxib à travers la réalisation d'une étude de phase 2 d'une durée de 24 semaines. La Société a annoncé le recrutement du premier patient de cette étude en septembre 2020.

Parallèlement, Genkyotex a mené des travaux de stade pré-clinique sur le **GKT771**, un produit inhibiteur de NOX1 ciblant l'angiogenèse (croissance de nouveaux vaisseaux sanguins, impliquée notamment dans la croissance de tumeurs cancéreuses), l'inflammation et la perception de la douleur.

En juillet 2019, l'OMS a reconnu les inhibiteurs NOX comme nouvelle classe thérapeutique, en recommandant la dénomination commune internationale (DCI) « naxib », en référence au principe actif (NADPH oxydase inhibiteurs) utilisé. Le GKT831 est ainsi devenu le setanaxib.

Avancées des essais cliniques pour le GKT831/setanaxib à ce jour :



* Recrutement du premier patient pour l'étude de phase 2 pour le traitement de la FPI en septembre 2020

3.1.2.2 Opérations intervenues sur le capital de la Société

Début 2017, la société française Genticel et la société suisse GenKyoTex SA se sont rapprochées, les actionnaires de GenKyoTex SA apportant leurs actions à la société cotée Genticel, renommée à l'occasion « Genkyotex ». En 2016, Genticel n'avait pas vu se confirmer les essais cliniques de phase 2 pour son candidat vaccin contre le cancer du col de l'utérus, conduisant la société à arrêter le développement du produit et à réduire ses effectifs. De son côté, en 2015, GenKyoTex SA n'avait pas pu poursuivre les essais de ses inhibiteurs NOX pour la néphropathie diabétique. Post-fusion, les efforts du Groupe se sont portés principalement sur le GKT831.

En août 2018, le Groupe a lancé une émission d'obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (OCABSA) pour un montant maximal nominal de 9,2 m€. Ce financement était destiné à poursuivre les recherches sur le GKT831.

En août 2019, la Société a racheté les obligations convertibles encore en circulation (les autres obligations ayant été converties en actions nouvelles) pour 1,6 m€ et émis de nouvelles obligations convertibles aux caractéristiques et montants équivalents pour une durée de 12 mois. La part obligation convertible (OCA) des OCABSA a été intégralement convertie en actions nouvelles entre novembre 2019 et janvier 2020.

En février 2020, 4,9 m€ ont été levés dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription initiée en janvier, afin de poursuivre l'exploitation au-delà de fin mars 2020.

3.1.3 Autres perspectives de développements cliniques.

La fusion Gentecel-GenKyoTex SA a élargi la base produit du Groupe qui, bien que spécialisé dans les thérapies NOX, dispose également d'un positionnement sur le marché des immunothérapies via la plateforme polyvalente Vaxiclase développée par Gentecel. La Société avait établi un partenariat avec le *Serum Institute of India* (ou SIIPL) en février 2015, permettant à l'institut d'insérer la plateforme dans ses vaccins contre les maladies infectieuses, en particulier la coqueluche. Ce partenariat a été renégocié en juin 2018, rendant applicable la licence aux pays industrialisés, jusque-là non comprise dans l'accord, et portant les recettes potentielles à 150 m€, incluant un paiement initial et des paiements d'étapes de développement (*milestones*). Ainsi en 2018, le Groupe a constaté des revenus de 750 k€ liés à la signature de cet accord. Aucun revenu significatif et récurrent n'est pour l'instant généré par ce contrat.

Genkyotex poursuit par ailleurs l'élargissement du champ d'application des thérapies NOX, avec des recherches précliniques sur des programmes d'inhibiteurs applicables au système nerveux central, ou encore à l'oncologie, avec l'obtention en 2019 d'une subvention par un partenaire universitaire (*Cancer Research UK*) pour la recherche sur les NOX dans ce domaine.

3.1.4 Marchés et environnement concurrentiel

3.1.4.1 Marché de la cholangite biliaire primitive (CBP) :

La CBP peut engendrer, si elle n'est pas traitée, une cirrhose du foie en 7 à 10 ans, impliquant à terme une transplantation.

Actuellement, il existe deux médicaments commercialisés permettant de ralentir la progression de la maladie :

- l'acide ursodéoxycholique (AUDC), permet de diminuer les taux de phosphatase alcaline qui est un marqueur de cholestase et dont la réduction prédit une meilleure survie sans transplantation du foie. En revanche, l'AUDC n'améliore pas les principaux symptômes de la CBP, notamment la fatigue et les démangeaisons. De plus, des études ont démontré que pour 40 % à 50 % des patients, l'administration seule de l'AUDC ne suffit pas et que la transplantation reste souvent indispensable.
- l'acide obéticholique (Ocaliva commercialisé par Intercept Pharmaceuticals) qui a bénéficié d'une mise sur le marché accélérée en 2016 afin de pouvoir être administré en complément de l'AUDC, nécessite un essai clinique confirmatoire (phase 4 en cours). D'autres laboratoires sont en phase 2 ou 3 d'essais cliniques pour la CBP. Ainsi, Cymabay Therapeutics a récemment reçu l'autorisation de la FDA pour reprendre ses essais de phase 3 dans la CBP pour son candidat seladelpar, après avoir dû temporairement arrêter ses essais pour soupçons de toxicité. Par ailleurs, Genfit a annoncé l'initiation d'un essai de Phase 3 dans la CBP en septembre 2020.

Bien qu'il soit difficile d'estimer la taille du marché de la CBP, compte tenu de l'existence d'un seul médicament non générique commercialisé à ce jour (l'Ocaliva), la Société estime un chiffre d'affaires potentiellement réalisable par le setanaxib compris entre 1,5 et 2,5 milliards USD à partir de la prévalence de cette maladie, de la part des patients qui ne supportent pas les traitements existants et du prix de commercialisation d'Ocaliva.

3.1.4.2 Marché de la fibrose pulmonaire idiopathique (FPI) :

Le marché de la FPI est estimé à environ \$5,7mds à horizon 2025 (étude iHealthcare, 2019). Deux thérapies sont actuellement approuvées pour le traitement de la FPI :

- Ofev (nintedanib), médicament commercialisé par Boehringer Ingelheim ;
- Esbriet (pirfenidone), commercialisé par Roche.

3.1.4.3 Marché de la néphropathie diabétique :

Le médicament Invokana (Canagliflozin) développé par la société belge Janssen Pharmaceuticals (filiale de Johnson & Johnson) a été approuvé par la FDA fin 2019 pour le traitement de la DKD, premier médicament approuvé pour cette indication depuis plusieurs décennies. Les autres traitements consistent principalement à diminuer la pression artérielle, sans effet direct sur la maladie.

3.1.4.4 Marché de la stéatohépatite non alcoolique (NASH) :

S'agissant de la NASH, aucun médicament n'a encore été approuvé pour son traitement, malgré une proportion grandissante de la population souffrant de diabète. Seule la société Intercept Pharmaceuticals a publié des résultats positifs dans un essai de Phase 3 dans NASH, mais n'a pas encore obtenu d'autorisation de mise sur le marché de la part de la FDA.

Le Resmetrom (MGL-3196), médicament en phase 3 sur la Nash développé par Madrigal Pharmaceuticals, et le NGM282, médicament en phase 2b sur la Nash développé par NGM Biopharmaceuticals, semblent en outre être considérés par le marché comme des concurrents potentiels.

Au vu de la faible maturité du secteur pharmaceutique sur cette pathologie et des besoins croissants, et bien que la Société estime qu'il soit difficile d'estimer la taille du marché NASH en l'absence de médicament approuvé à ce jour, elle s'appuie sur plusieurs études de la prévalence de la maladie et de l'estimation du prix de commercialisation d'un éventuel médicament pour estimer la taille ce marché dans son rapport annuel 2019 entre 30 et 40 milliards de dollars par an. Les hypothèses du plan d'affaires établi par le Management se fondent sur une étude de la société Allied Market Research pour estimer un chiffre d'affaires global de \$21,5mds à l'horizon 2025.

3.1.5 Position stratégique

La Société bénéficie d'une position singulière sur le marché, liée au fait qu'elle est la première à chercher à développer une nouvelle classe thérapeutique ciblant les maladies inflammatoires et fibrosantes qui touchent un très grand nombre de malades et qui pourraient ainsi être traitées à partir d'une même molécule.

Malgré des résultats pré-cliniques et de phase 1 encourageants, Genkyotex s'est heurtée à deux échecs relatifs lors d'essais de phase 2 (pour la néphropathie diabétique en 2014 et pour la cholangite biliaire primitive en 2019) et a dû faire face à des difficultés de financement qui l'ont amenée à réduire ses ambitions. Bien que l'analyse *post hoc* des résultats de l'essai de 2019 ouvre la voie à sa validation et donc à un essai de Phase 3 à brève échéance pour le setanaxib appliqué à la CBP, le financement de cet essai reste problématique et le marché potentiel est limité par une prévalence relativement faible et par un environnement concurrentiel actif. Les autres pistes de développement reposent sur les essais dédiés à la fibrose pulmonaire idiopathique, pour laquelle un essai de Phase 2 a débuté avec le recrutement du premier patient en septembre 2020, et à la néphropathie diabétique (essai de Phase 2 en cours).

L'avancée des essais cliniques en 2020 est une donnée importante du positionnement stratégique car les brevets du setanaxib ont été déposés en 2007 et arrive à échéance entre 2028 et 2029. De ce fait, la fenêtre d'exploitation du setanaxib laisse peu de temps à la Société pour valider les essais en cours ou pour déclencher des essais permettant l'utilisation du médicament pour des indications potentiellement porteuses, mais qui seraient encore en phase pré-clinique comme la NASH ou encore l'oncologie. Cette situation est aggravée par le fait que la molécule est facilement

généralisable. En revanche, les indications orphelines poursuivies (obtenues pour FPI et CBP) sont plus favorables en regard de la protection accordée pour 7 ans en cas d'enregistrement dans ces indications (si l'enregistrement a lieu en 2024, la protection s'achèverait en 2031).

3.2 Analyse historique de comptes publiés

3.2.1 Structure juridique

Les comptes présentés infra consolident les deux entités juridiques composant le Groupe : Genkyotex SA (France) et sa filiale à 100 % Genkyotex Suisse SA.

3.2.2 Évolution des résultats

La Société clôture ses comptes au 31 décembre. Les comptes de résultat synthétiques des exercices 2018, 2019 et du premier semestre 2020 se présentent comme suit :

Genkyotex - Compte de résultat consolidé simplifié (k€)	31-déc.-18 (12 mois)	31-déc.-19 (12 mois)	30-juin-20 (6 mois)
Chiffre d'affaires	-	-	-
Coût des ventes	-	-	-
Marge brute	-	-	-
Revenus issus des contrats avec les clients	750	-	-
Frais de recherche et développement, net	(8 389)	(5 406)	(2 017)
dont frais de recherche et développement	(9 282)	(5 305)	(2 285)
dont subventions	893	899	268
Frais généraux et administratifs	(2 836)	(2 160)	(868)
Autres revenus	44	142	37
Résultat opérationnel	(10 430)	(7 425)	(2 850)
Charges financières	(1 185)	(190)	(96)
Produits financiers	197	412	271
Résultat avant impôt	(11 417)	(7 203)	(2 675)
Impôt sur le résultat	-	-	-
Résultat net de la période	(11 417)	(7 203)	(2 675)

3.2.2.1 Chiffre d'affaires et autres revenus :

Sur la période étudiée, la Société n'a pas comptabilisé de chiffre d'affaires. Toutefois en 2018, la Société a comptabilisé 750 k€ de « revenus issus des contrats avec les clients » provenant de l'extension du transfert de la licence avec le SIIPL, et en 2019 d'« autres revenus » pour un montant de 142 k€, provenant principalement du contrat de recherche avec le *Baker Heart and Diabetes Institute*.

3.2.2.2 Résultat opérationnel :

Le résultat opérationnel de Genkyotex, déficitaire de 10,4 m€ en 2018, de 7,4 m€ en 2019 et de 2,8 m€ au premier semestre 2020, est principalement composé de frais de recherche et développement, comptabilisés en charges, et de 9,3 m€ en 2018, 6,3 m€ en 2019 et 2,3 m€ au premier semestre 2020, et de frais administratifs.

Conformément à la norme IAS 38, les frais de développement sont comptabilisés en immobilisations incorporelles uniquement si tous les critères suivants sont satisfaits :

- Faisabilité technique nécessaire à l'achèvement du projet de développement ;
- Intention de la société d'achever le projet et de le mettre en service ;
- Capacité à mettre en service l'immobilisation incorporelle ;
- Démonstration de la probabilité d'avantages économiques futurs attachés à l'actif ;

- Disponibilité de ressources techniques, financières et autres afin d'achever le projet ;
- Evaluation fiable des dépenses de développement.

La Société n'estimant pas ces critères remplis, elle n'a activé à ce jour aucun frais de recherche et développement. Leur intégralité a donc été comptabilisée en charges.

Pour l'exercice 2019, ces frais sont principalement composés :

- de frais d'études pour environ 3,2 m€, en baisse de 2,9 m€ par rapport à 2018 et correspondant notamment aux coûts engagés dans le cadre de la phase 2 pour le produit setanaxib (GKT831) dans l'indication de la PBC et des travaux précliniques en cours sur le composé GKT771) ;
- de frais du personnel de recherche pour environ 1,4 m€ (en baisse de 112 k€ par rapport à 2018) ;
- d'une charge de paiements fondés sur des actions correspondant à des attributions de stock-options aux salariés pour 258 k€ (contre 296 k€ en 2018) ;
- d'une charge d'amortissement des immobilisations de 581 k€ (stable par rapport à 2018) comprenant essentiellement l'amortissement de l'accord de licence avec SIPL, contrat valorisé dans le cadre de l'acquisition en 2017 de la société française Genkyotex SA (alors dénommée Gentice).

Au 30 juin 2020, ces coûts de R&D sont en diminution (2,3 m€ contre 3,8 m€ au 30 juin 2019), conséquence de l'arrêt de la phase 2 dans la CBP pour le GKT831.

Les frais administratifs sont principalement constitués d'honoraires et de charges de personnel. Ces deux postes ont diminué entre 2018 et 2019, passant respectivement de 1,2 m€ à 0,9 m€ et de 0,6 m€ à 0,4 m€. Les coûts de cotation au 31 décembre 2019 s'élèvent quant à eux à 0,1 m€.

3.2.2.3 Résultat financier

Le résultat financier de la Société s'établit respectivement à -1,0 m€, 0,2 m€ et 0,1 m€ en 2018, 2019 et au premier semestre 2020.

Cette amélioration s'explique principalement par le coût des emprunts obligataires en forte diminution, une charge de 1,2 m€ non-récurrente ayant été enregistrée en 2018 consécutivement à l'émission des OCABSA Yorkville 2018.

3.2.3 Évolution des flux de trésorerie

Genkyotex - Flux de trésorerie (k€)	31-déc.-19 12 mois	30-juin-20 6 mois
Résultat net	(7 203)	(2 675)
Dotations aux amortissements	714	356
Autres ajustements de trésorerie	287	(437)
Marge brute d'autofinancement	(6 202)	(2 757)
Variation du BFR d'exploitation	(1 652)	170
Variation du BFR hors exploitation	265	718
Variation du BFR	(1 387)	888
Impôts payés	-	-
Flux net d'exploitation	(7 589)	(1 869)
Acquisition d'immobilisations corporelles	(1)	(2)
Démobilisation de placements classés en actifs financiers	-	-
Flux net d'investissement	(1)	(2)
Augmentation de capital	-	4 944
Emission emprunt obligataire	-	-
Autres émissions de dette et flux de financement	(280)	(393)
Flux net de financement	(280)	4 550
Incidence des variations des cours de change	(11)	1
Variation de trésorerie	(7 881)	2 681
Cash initial	10 297	2 416
Cash final	2 416	5 097
Variation de trésorerie	(7 881)	2 681

A la suite de l'augmentation de capital de février 2020, le Conseil d'administration de Genkyotex a estimé que la Société serait en mesure de couvrir les besoins de financement de ses opérations jusqu'en février 2021, sur la base des éléments suivants :

- le niveau de la trésorerie et équivalents de trésorerie (y compris concours bancaires courants) consolidé net au 30 juin 2020, s'élevant à 5,1 m€ ;
- les prévisions de consommation de trésorerie par l'activité de la société sur le second semestre 2020 et début 2021 ;

3.2.4 Situation bilancielle

Genkyotex - Bilan fonctionnel - Actif (k€)	31-déc.-18	31-déc.-19	30-juin-20
Immobilisations corporelles	31	154	85
Immobilisations incorporelles	9 653	9 086	8 803
Immobilisations financières	45	29	22
Actif non courant	9 729	9 270	8 911
Besoin en fonds de roulement d'exploitation	(2 214)	(562)	(732)
Besoin en fonds de roulement hors exploitation	1 254	988	270
Actif circulant	(960)	426	(462)
Actif économique	8 769	9 696	8 450

Genkyotex - Bilan fonctionnel - Passif (k€)	31-déc.-18	31-déc.-19	30-juin-20
Capitaux propres	14 442	9 836	12 539
Provisions	996	1 348	934
Dette liée aux obligations locatives (IFRS 16)	-	122	69
Endettement financier	3 641	807	5
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(10 309)	(2 417)	(5 097)
Endettement net	(6 668,4)	(1 610,4)	(5 092,0)
Capitaux engagés	8 769	9 696	8 450

L'actif économique s'élève au 30 juin 2020 à 8,5 m€, en diminution par rapport à 2019 (9,7 m€ au 31 décembre).

3.2.4.1 Actifs non courants

Au 30 juin 2020, l'actif non courant se compose principalement d'immobilisations incorporelles.

En 2017, l'opération de rapprochement de Gentecel et de Genkyotex a engendré la reconnaissance d'un actif incorporel relatif au contrat de licence avec SIIPL sur la technologie Vaxiclase. L'actif incorporel est amorti sur 19 ans et sa valeur nette comptable au 30 juin 2020 s'élève à 8,8 m€ (juste valeur estimée en 2017 à 10,7 m€).

Les autres actifs non courants se composent au 30 juin 2020 d'immobilisations corporelles (matériel et outillage de laboratoire) pour 85 k€, et d'immobilisations financières (cautions et contrats de liquidité) pour 22 k€.

La propriété intellectuelle du setanaxib est détenue par la filiale Suisse de Genkyotex et n'est pas activée au bilan.

3.2.4.2 Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation est exclusivement composé de dettes fournisseurs, en diminution sur la période étudiée (de 2,2 m€ au 31 décembre 2018 à 0,7 m€ au 30 juin 2020).

Le besoin en fonds de roulement hors exploitation correspond au 30 juin 2020 aux autres dettes (principalement des dettes envers le personnel) pour 0,6 m€ et autres créances (constitués pour l'essentiel de crédit impôt recherche pour 0,3 m€ au 30 juin 2020, de TVA pour un montant de 0,2 m€ et de charges constatées d'avance) pour un montant de 0,9 m€.

3.2.4.1 Capitaux propres

Les capitaux propres de la Société, composés au 30 juin 2020 principalement du capital social de 11,5 m€ (11 548 562 actions d'un montant nominal de 1 €), de primes d'émission de 4,7 m€ et de réserves de conversion négatives pour 3,0 m€, s'établissent à 12,5 m€ au 30 juin 2020 contre respectivement 9,8 m€ et 14,4 m€ au 31 décembre 2019 et au 31 décembre 2018. Ces variations sont principalement liées aux résultats déficitaires de l'exercice 2019 (-7,2 m€) et du 1^{er} semestre 2020 (-2,7 m€), compensés par les conversions d'OCABSA en actions et par l'augmentation de capital de février 2020. Au 30 juin 2020, une imputation des pertes accumulées sur les primes d'émissions à hauteur de 123,9 m€ a été réalisée.

3.2.4.2 Provisions

Au 30 juin 2020, les provisions sont uniquement composées d'engagements de retraite pour 0,9 m€ relevant des régimes suisses et français (contre 1,3 m€ au 31 décembre 2019 et 1,0 m€ au 31 décembre 2018). L'augmentation significative entre 2018 et 2019 provient essentiellement d'une diminution du taux d'actualisation utilisé pour la Suisse (de 0,85 % en 2018 à 0,20 % en 2019). La variation entre 2019 et 2020 provient essentiellement du transfert d'un salarié de la Suisse vers la France, ce qui a conduit la Société à constater une reprise de charges de 325 k€.

Au 30 juin 2020, les engagements envers les employés suisses représentent l'essentiel de la provision, soit 858 k€ soit 92 % des engagements totaux (contre 75 k€ pour la France, soit 8 % des engagements).

3.2.4.3 Trésorerie nette

Au 30 juin 2020, la société dispose d'une trésorerie brute de 5,1 m€. Aucune dette financière n'est comptabilisée à cette date, du fait de la conversion en janvier 2020 des dernières OCA 2019 encore en circulation (0,8 m€ au 31 décembre 2019), et la comptabilisation d'une dette liée aux obligations locatives peu significative de 74 k€ (norme IFRS 16).

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 Nombre de titres

Le nombre total d'actions en circulation, après ajustement de l'auto-détention¹⁸ liée au contrat de liquidité signé avec Kepler en 2018, ressort compris entre 11 537 097 et 12 062 390 selon l'hypothèse de dilution retenue.

Genkyotex - Actionariat post acquisition du Bloc et cession des titres Andera Partners				
Actionnaires	non dilué		dilué à 100 %	
	nb actions	% du capital	nb actions	% du capital
Calliditas	7 236 515	62,7%	7 236 515	59,9%
Management & Salariés	-	-	325 173	2,7%
Autres investisseurs et flottant	4 300 582	37,2%	4 500 702	37,3%
Autodétention	11 465	0,1%	11 465	0,1%
Total	11 548 562	100,0%	12 073 855	100,0%
Total hors autodétention	11 537 097		12 062 390	

Cette éventuelle dilution est liée aux instruments dilutifs encore en circulation au 30 juin 2020 suivants :

BSA en circulation, au 30 juin 2020						
Instrument	Date d'attrib.	nb BSA	% acquis	Expiration	Prix d'exercice	Dilution (100%)
BSA 12/2010	04/02/2010	152 500	100%	17/12/2020	29,91 €	15 295
BSA 12/2013	20/12/2013	116 000	100%	20/12/2023	38,89 €	11 631
BSA 09/2014	12/09/2014	35 000	100%	12/09/2024	57,74 €	3 509
BSA Yorkville 2018	20/08/2018	666 312	100%	20/08/2023	18,70 €	66 845
Total		969 812				97 280

Stock-Options en circulation, au 30 juin 2020						
Instrument	Date d'attrib.	Nombre	% acquis	Expiration	Prix d'exercice	Dilution (100%)
Stock-Options 01/2018	09/01/2018	1 130 153	50%	08/01/2028	16,65 €	110 513
Stock-Options 10/2018	11/10/2018	20 000	25%	26/09/2028	14,85 €	2 006
Stock-Options 03/2019	21/03/2019	1 336 380	25%	21/03/2029	9,07 €	127 882
Stock-Options 06/2020	04/06/2020	187 612	0%	04/06/2030	2,30 €	187 612
Total		2 674 145				428 013

Or, fin octobre 2020, la plupart des bénéficiaires des instruments dilutifs ont :

- signé un engagement d'exercice et d'apport à l'Offre pour les détenteurs des Stock-Options émises en juin 2020 ;
- renoncé à leurs droits pour la totalité des autres instruments, à l'exception des BSA Yorkville 2018.

Dès lors, nous avons retenu un nombre d'actions total ajusté de l'exercice des stock-options 2020, de 11 724 709 et ajusté en conséquence la trésorerie retenue dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des

¹⁸ A fin juin 2020.

capitaux propres, étant précisé que les BSA Yorkville 2018 ne sont pas intégrés à notre calcul compte tenu d'un prix d'exercice, 18,70 €, très éloigné de la monnaie et du prix d'Offre :

Nombre d'actions retenu dans nos travaux	
Instrument	sept-20
Nombre total d'actions	11 548 562
Actions autodétenues	(11 465)
Nombre d'actions issu de l'exercice des SO 2020	187 612
Nombre d'actions retenu	11 724 709

4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le tableau suivant présente les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

Eléments de passage de la VE à la VCP		
(k€)	31-déc.-19	30-juin-20
Dette financière (hors dette IFRS 16)	(725)	-
Disponibilités et équivalents	2 417	5 097
Position financière nette	1 831	5 097
Provisions pour risques et charges	-	-
Engagement envers le personnel	(1 024)	(803)
Valeur nette comptable du contrat SIPL	9 086	8 803
Trésorerie issue de l'exercice des stock-options		432
Autres éléments	7 998	8 431
Total	9 829	13 528

Le montant des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres au 30 juin 2020 retenus dans les méthodes d'évaluation s'élève à 13,5 m€ et se décompose de la manière suivante :

- une position financière nette (hors dette de loyers IFRS 16 que nous considérons intégrés dans les flux du plan d'affaires) de 5,1 m€ à la suite de l'augmentation de capital de février 2020 ;
- des engagements de retraite envers le personnel pour 0,8 m€, après fiscalisation au taux d'impôt sur les sociétés du canton de Genève (les engagements envers le personnel étant, pour l'essentiel, comptabilisés en Suisse) ;
- la valeur nette comptable du contrat SIPL d'un montant de 8,8 m€ ;
- un produit de 0,4 m€ correspondant à l'exercice des stock-options 2020.

La valeur potentielle des 60,4 m€ de déficits reportables générés en Suisse a directement été prise en compte dans les flux probabilisés de la méthode rNPV développée infra. La valeur potentielle des 91,9 m€ de déficits indéfiniment reportables générés en France n'a pas été retenue. En effet, nous avons considéré que la propriété intellectuelle du setanaxib étant détenue par la filiale Suisse, lesdits déficits ne pourront ainsi pas être imputés pour des montants significatifs. Une approche « française » de la fiscalité extériorisant des valeurs inférieures à l'approche retenue, nous avons fait le choix de privilégier l'approche la plus favorable à l'actionnaire minoritaire.

4.1.3 Appréciation de la valeur des Compléments de Prix

Les accords prévus dans le SPA et dans le *Tender Offer Agreement* du 13 août 2020 prévoient, en plus du paiement en numéraire des actions Genkyotex à un prix unitaire de 2,80 €, un droit à versement de Compléments de Prix payable en numéraire aux actionnaires historiques de la Société ayant apporté à l'Offre. Ces Compléments de Prix, d'un éventuel montant total maximum de 55 m€, sont conditionnés à l'obtention auprès des autorités sanitaires

américaine et européenne d'approbations réglementaires ou d'autorisations de mise sur le marché relatives au setanaxib pour une ou plusieurs indications aux Etats-Unis et en Europe. Il est précisé que les Compléments de Prix ne sont couverts pas aucune garantie (séquestre, garantie bancaire).

Ces Compléments de Prix se décomposent de la manière suivante :

Genkyotex - Compléments de prix		
Condition du versement	Montants bruts (en m€)	Durée
Approbation du setanaxib pour une première indication par la Food and Drug Administration (FDA)	30,0	10 ans
Approbation du setanaxib pour une première indication par la Commission Européenne (CE)	15,0	10 ans
Approbation du setanaxib par la FDA ou la CE dans le traitement de la fibrose pulmonaire idiopathique (FPI) ou du diabète de type 1 ⁽¹⁾	10,0	10 ans

(1) Sauf si l'une de ces deux indications a déclenché le versement de l'un de deux compléments de prix défini supra

En cas de déclenchement de ces événements (les approbations), les Compléments de Prix seront versés aux actionnaires cédants du Bloc Majoritaire, aux actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre et à ceux qui auraient vu leurs actions transférées à l'Initiateur à l'occasion de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, en proportion des actions détenues rapportées au nombre total d'actions estimée sur une base totalement diluée la veille du règlement-livraison de l'Offre¹⁹. La valeur nominale des Compléments de Prix s'élève donc à 4,69 € par action. Toutefois, leur versement dépend d'événements dont la réalisation est incertaine. Dans ce contexte, il convient donc de calculer leur valeur actuelle en tenant compte de la probabilité de réalisation de ces événements.

Ainsi, nous avons estimé leur valeur des Compléments de Prix selon deux méthodes complémentaires :

- une approche probabiliste, basée sur les hypothèses du Management utilisées dans l'approche rNPV développée infra ;
- et une approche « de marché », cherchant à extraire du cours de bourse stabilisé post annonce de l'Offre, la valeur implicite donnée par les investisseurs à ces compléments de prix.

4.1.3.1 Approche probabiliste de la valeur des Compléments de Prix :

Cette approche consiste à apprécier la probabilité et l'horizon des versements des Compléments de Prix en s'appuyant sur les hypothèses appliquées à la méthode rNPV détaillée infra. Nous avons considéré deux jeux de probabilités : celui retenu par le Management sur les quatre indications considérées (CBP, FPI, NASH et DKD), basé sur les statistiques du cas général de l'étude BioMedTracker, et le scénario complémentaire numéro 5 que nous avons testé (cf.§4.3.4 infra) :

Genkyotex - probabilités d'obtenir l'approbation				
Indication	Management		BM&A	
	Probabilité	Horizon	Probabilité	Horizon
Cholangite Biliaire Primitive (CBP)	22,50%	2023	25,11%	2023
Stéatohépatite non alcoolique (NASH)	9,62%	2027	0,00%	na
Maladie rénale du diabète (DKD)	15,21%	2027	0,00%	na
Fibrose pulmonaire idiopathique (FPI)	15,21%	2023	19,57%	2024

¹⁹ Cf. article 3.2 du SPA et 4.2 du *Tender Offer Agreement*.

Nous avons ensuite déterminé, pour chaque échéance prévue, la probabilité cumulée²⁰ que l'évènement déclenchant le versement survienne sous condition que le complément n'ait pas déjà été versé au titre d'une autre indication.

Ainsi, dans le tableau suivant, la probabilité d'avoir une indication approuvée par la FDA en 2023 ressort égale à la probabilité de réussite de la CBP (22,5 %) à laquelle s'ajoute la probabilité d'obtenir l'approbation de la FPI (15,2%), sous condition que le versement n'ait pas déjà été déclenché par le succès de CBP (soit 1-22,5%). Ainsi, la probabilité applicable en 2023 ressort donc à : 22,5% + (1 - 22,5%) x 15,2 % = 34,3%.

Hypothèses du management - probabilités croisées d'obtenir les autorisations de mise sur le marché								
Indication	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Probabilités brutes :								
CBP				22,50%				
NASH								9,62%
DKD								15,21%
FPI				15,21%				
Probabilités conditionnelles :								
Probabilité d'avoir 1 indication approuvée par la FDA ⁽¹⁾				34,29%				15,35%
Probabilité d'avoir 1 indication approuvée par la CE ⁽¹⁾				34,29%				15,35%
Probabilité d'approbation de la FPI ⁽²⁾				3,42%				

(1) somme des probabilités de réussites conditionnées excluant les probabilités de réussite croisées entre les indications
(2) probabilité conditionnelle que la FPI ai reçue l'approbation sans avoir déclenché l'un des deux premier versement

Scénario alternatif BM&A - probabilités croisées d'obtenir les autorisations de mise sur le marché								
Indication	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Probabilités brutes :								
CBP				25,11%				
FPI					19,57%			
Probabilités conditionnelles :								
Probabilité d'avoir 1 indication approuvée par la FDA ⁽¹⁾				25,11%	14,66%			
Probabilité d'avoir 1 indication approuvée par la CE ⁽¹⁾				25,11%	14,66%			
Probabilité d'approbation de la FPI ⁽²⁾					4,91%			

(1) probabilité que la PBC soit approuvée = probabilité conditionnelle que la FPI soit approuvée conditionnée à l'absence d'approbation de la CBP
(2) probabilité conditionnelle que la FPI ai reçue l'approbation sans avoir déclenché l'un des deux premier versement

Les probabilités ainsi déterminées permettent de définir le montant potentiel des flux perçus chaque année, flux actualisés avec une fourchette de taux d'actualisation identique à celle retenue pour l'approche rNPV détaillée au §4.3.4. De ce fait, les résultats issus de cette approche ressortent méthodologiquement cohérents avec ceux issus de la méthode rNPV.

Compléments de prix - valeurs présentes						
(m€)	Scénario management			Scénario BM&A		
	F. Basse	Val. Centrale	F. Haute	F. Basse	Val. Centrale	F. Haute
Complément maximal	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0
Somme des flux probabilisés	22,7	22,7	22,7	16,2	16,2	16,2
Taux d'actualisation	19,5%	17,5%	15,5%	19,0%	17,0%	15,0%
Valeur probabilisée actualisée	10,7	11,5	12,3	8,8	9,3	9,9
Nombre d'actions	11 724 709	11 724 709	11 724 709	11 724 709	11 724 709	11 724 709
Valeur par action des compléments de prix	0,92 €	0,98 €	1,05 €	0,75 €	0,79 €	0,84 €
Prix d'Offre	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,80 €
Prix total proposé aux actionnaires	3,72 €	3,78 €	3,85 €	3,55 €	3,59 €	3,64 €

Cette approche permet ainsi d'estimer la valeur présente des Compléments de Prix dans une fourchette comprise entre 0,75 € et 1,05 €, proche du montant d'1 € apprécié par Kepler Cheuvreux dans sa note du 14 août 2020.

²⁰ D'un point de vue probabiliste, le succès ou non de l'autorisation de mise sur le marché de chaque indication a été considéré comme le résultat d'un tirage aléatoire indépendant.

4.1.3.2 Approche de la valeur des Compléments de Prix par le cours de bourse :

Cette approche, mise en œuvre à titre de recouplement, consiste à estimer à partir du cours de bourse post annonce la valeur globale implicite par action des Compléments de Prix par différence avec le prix d'Offre légèrement décoté afin de tenir compte du risque habituel de non-réalisation d'une opération.

Valeur implicite des compléments de prix (cours de bourse)	F. basse	Val. centrale	F. haute
Cours de bourse pré annonce (12/08/2020)	2,01 €	2,25 €	2,47 €
Prix d'Offre annoncé	2,80 €	2,80 €	2,80 €
Cours de bourse post annonce (20), 15/09/2020)	2,90 €	2,98 €	3,14 €
Hypothèse de décote sur le prix d'Offre ⁽¹⁾	-1,0%	-5,5%	-10,0%
Prix d'Offre ajusté	2,77 €	2,65 €	2,52 €
Valeur implicite par action des compléments de prix	0,13 €	0,33 €	0,62 €
Prix d'Offre	2,80 €	2,80 €	2,80 €
Prix total proposé aux actionnaires	2,93 €	3,13 €	3,42 €

(1) Tenant compte du risque de non réalisation de l'Offre, cf. annexes

Cette approche extériorise une fourchette de valeurs présentes comprises entre 0,13 € et 0,62 € significativement inférieures à celles obtenues par la méthode probabiliste. Cet écart peut s'expliquer par des probabilités de succès implicites, apparemment plus prudentes, retenues par le marché. En termes de comparabilité, cette approche ressort méthodologiquement cohérente avec la méthode d'évaluation par le cours de bourse, mais la différence probable dans l'appréciation des probabilités de succès ne permet pas son rapprochement avec la méthode rNPV.

4.1.3.3 Valeur des Compléments de Prix retenue :

Afin de faciliter la comparabilité du Prix d'Offre avec les valeurs issues de nos travaux, nous retenons une fourchette de valeurs des Compléments de Prix comprises entre 0,13 € et 1,05 €, avec une valeur centrale égale à la moyenne des bornes extrêmes extériorisées par les deux approches, soit 0,59 €.

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société ne sont pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est donc pas applicable.

Pour mémoire, les capitaux propres part du Groupe au 30 juin 2020 s'établissent à 12,5 m€, soit 1,07 € par action. Une fois ajusté du produit financier lié à l'exercice de stock-options 2020, l'ANC par action ressort à 1,11 € par action. Le prix d'Offre extériorise donc une prime de 153 % par rapport à cette valeur.

4.2.2 Méthodes basées sur le dividende

Cette méthode consiste à valoriser la Société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles. Depuis son introduction en bourse, Genkyotex n'a pas distribué de dividendes et n'a pas défini pour l'avenir de politique de distribution de dividendes permettant d'établir une estimation des dividendes anticipés.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

4.2.3 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer aux agrégats financiers de la Société un multiple de valorisation constaté lors de transactions effectuées sur un échantillon de cibles estimées comparables.

Genkyotex, qui ne génère aujourd'hui aucun chiffre d'affaires, ne dispose par conséquent pas d'agrégat significatif sur lequel appliquer un multiple. Par ailleurs, les sociétés comparables à Genkyotex sont elles-mêmes des sociétés ne générant pas de revenus ou de marges significatifs. Il est par conséquent impossible d'appliquer cette méthode.

A titre d'information, nous avons toutefois identifié, les transactions récentes dans le domaine de la CBP, de la NASH et de la FPI, pour lesquelles nous ne disposons par ailleurs pas des informations permettant de les comparer aux conditions offertes pour la présente Offre :

Date	Cible	Acquéreur	Opération	Valeur	Technologie	Spécialisation	Phase
Septembre 2020	 Inversago Pharma	 Forbion, TIDFund, AMORCHE	Levée de fonds	\$25,9m	Inhibiteurs du CB1 périphérique	Diabète de type 1, DKD, fibroses, NASH, SPW	Identification et préclinique
Avril 2020	 Avalyn	 NORWEST, FORTALE, FORTALE	Levée de fonds	\$35,5m	Pirféridone inhalée (AP01)	FPI	Phase I/II
Février 2020	 ALGERNON	nd	Augmentation de capital	\$0,9m	Repositionnement de médicaments existants	NASH, FPL, CKD, maladie inflammatoire de l'intestin	Phase I
Septembre 2019	ATXCO Inc.	 BLADE THERAPEUTICS	Acquisition	nd	Inhibiteur de l'autotaxine (PAT-409)	NASH, FPL, CKD, PBC	Préclinique / Phase I
Juillet 2018	INIM Pharma AB	 vicare pharma	Acquisition	\$11,4m	Maladies rares des poumons	FPI	Phase II
Septembre 2017	 nuformix	Levett Plc	Acquisition	\$16,1m	Coxyta	Cancers, FPI	nd

4.2.4 Actualisation de flux libres de trésorerie (DCF)

La méthode de l'actualisation de flux de trésorerie (ou méthode DCF pour *Discounted Cash-Flow*) consiste à estimer la valeur présente d'une chronique de flux futurs s'étendant à l'infini en leur appliquant un taux d'actualisation représentant le coût d'opportunité d'un investissement de risque équivalent pour un actionnaire. Cette méthode, qualifiée d'intrinsèque car reposant principalement sur des données internes à la Société, est appliquée dès que des flux futurs peuvent être anticipés.

Elle est cependant peu adaptée à l'évaluation de sociétés biotechnologiques, le risque d'échec des essais cliniques ayant un impact considérable sur la valeur. Ce risque, à la fois très significatif et variable dans le temps, est difficilement intégrable dans un taux d'actualisation, celui-ci étant unique pour la totalité des flux actualisés. C'est pourquoi, dans le secteur des biotechnologies, il est d'usage de lui préférer la méthode rNPV mise en œuvre infra, qui est une variante de l'approche DCF classique et dans laquelle les flux sont probabilisés pour tenir compte des probabilités de succès des essais cliniques avant d'être actualisés à un taux n'intégrant pas de prime de risque au titre du risque ainsi ajusté.

4.2.5 Multiples de comparables boursiers

La méthode de valorisation par les multiples de sociétés comparables cotées consiste à appliquer aux agrégats financiers de la Société un multiple de valorisation observé sur un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables.

Genkyotex, à l’instar des sociétés de nos échantillons, n’ayant pas dégagé de chiffre d’affaires de la vente de ses produits ni de profits par le passé ou dans un futur proche, l’application de multiples de sociétés comparables n’est pas réalisable. Par conséquent, cette méthode a été écartée.

A titre indicatif, et pour mieux appréhender l’environnement concurrentiel de la Société, nous avons présenté en annexe 7.5 un tableau permettant d’identifier les similitudes et différences entre les sociétés de l’échantillon (jugées les plus comparables à Genkyotex) utilisé pour l’appréciation du taux d’actualisation.

4.2.6 Référence au rapprochement Genticiel - Genkyotex

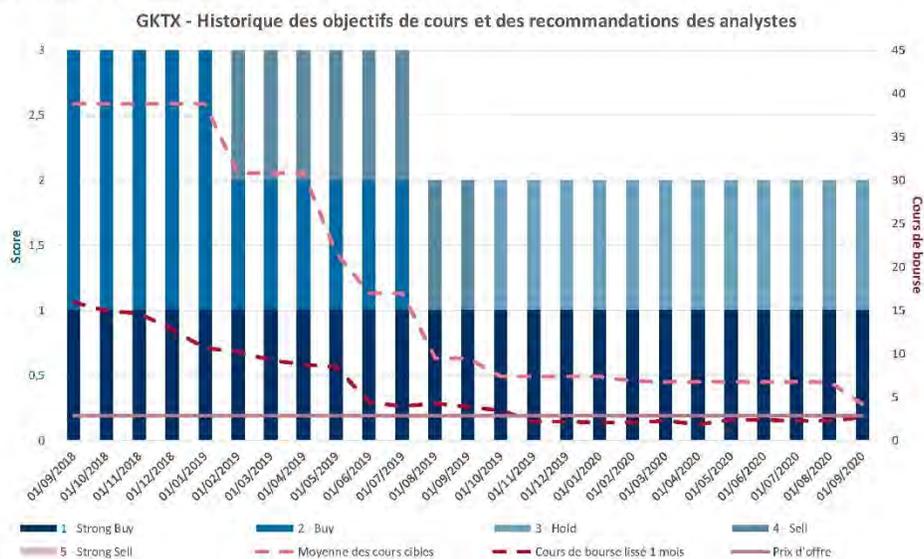
Le contexte général des marchés financiers comme celui de la Société ayant beaucoup évolué depuis l’opération de rapprochement entre Genticiel et Genkyotex (février 2017), nous n’avons pas retenu la référence à cette opération dans nos approches.

Pour rappel, lors de cette opération, GenKyoTex dont les actions avaient été apportées à Genticiel, avait été évaluée 120 m€, la valeur de Genticiel ayant été fixée à 30 m€, soit un total de 150 m€ pour l’ensemble. Depuis, la Société a accumulé 47 m€ de pertes et a été recapitalisée à hauteur d’environ 10 m€.

4.2.7 Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

L’action Genkyotex n’est plus suivie que par deux analystes financiers. Parmi eux, seul Kepler Cheuvreux, par ailleurs opérateur du contrat de liquidité, publie régulièrement ses recommandations et objectifs de cours.

Le graphique ci-dessous illustre l’historique du suivi sur 24 mois :



Dans le cadre de cette approche, présentée à titre indicatif, nous avons sélectionné les deux seuls bureaux d’analystes ayant émis une opinion en 2020, soit Kepler Cheuvreux et Oddo BHF. Le tableau ci-dessous présente les objectifs de cours et les recommandations de ces deux cabinets, issus de deux notes publiées le 14 mai 2020, à l’annonce du lancement de la nouvelle phase 1 pour le setanaxib au dosage maximum de 1 600 mg/jour, dernières en date avant l’annonce de l’offre de rachat :

Date de la mise à jour	Bureau d'analyse	Objectif de cours	Horizon en mois (à l'émission)	Cours de référence	Date du cours de référence	Recommandation	Potentiel de variation	Evolution de l'objectif de cours
14 mai 2020	Kepler Cheuvreux	8,0 €	12 mois	2,2 €	13/05/2020	Buy	264%	→
14 mai 2020	Oddo BHF	5,4 €	12 mois	2,2 €	13/05/2020	Neutre	145%	→
Moyenne		6,7 €		2,2 €			205%	

Ces deux notes conduisent à un objectif de cours moyen de 6,7 €. Le prix d'Offre extériorise sur les objectifs de cours de Kepler Cheuvreux et Oddo BHF des décotes respectives de 73 % et 59 % (avant prise en compte des Compléments de Prix). Il convient cependant de relever que, malgré un objectif de cours bien supérieur au prix d'Offre, Kepler Cheuvreux recommande, post annonce de l'Offre, de souscrire à l'Offre de 2,80 €, et ce bien qu'il évalue la valeur présente des Compléments de Prix à un euro par action. Oddo BHF, qui indiquait un objectif de cours de 5,4 € pour un cours de 2,2 € avec une recommandation neutre n'a, à notre connaissance, pas encore publié de nouvelle recommandation concernant l'Offre.

Dans ce contexte, nous n'avons pas retenu la référence aux objectifs de cours des analystes, considérant que les recommandations ne reflétaient pas une valeur de marché à date pour Genkyotex dans la mesure où seuls deux analystes fixent un objectif de cours et où Kepler Cheuvreux recommande d'apporter à l'Offre malgré un objectif de cours très supérieur.

4.3 Méthodes et références retenues

4.3.1 Cours de bourse

Les actions de la Société sont admises aux négociations en continu sur le Compartiment C (small caps) d'Euronext Paris et d'Euronext Brussels depuis le 2 mars 2017 à la suite de la fusion avec Genticiel, cotée elle depuis le 4 avril 2014. L'analyse du cours de bourse a été réalisée sur une durée de 36 mois à compter de l'annonce du projet d'offre, datée du 13 août 2020.

Selon nos analyses arrêtées au 12 août 2020, veille de l'annonce de l'opération, les caractéristiques de la cotation étaient les suivantes :

- une capitalisation d'environ 25,3 m€ ;
- un flottant pré-Opération de 37 % ;
- une liquidité satisfaisante avec, sur les 12 derniers mois, 84 % du capital échangé soit 202 % du flottant ;
- une volatilité d'environ 80 % sur 1 an et 62 % sur 3 ans, semblable à la moyenne des sociétés composant notre échantillon de comparables boursiers (d'environ 80 %).

Ces éléments justifient la prise en compte du cours de bourse comme méthode d'évaluation à titre principal. Le tableau ci-dessous présente les résultats de nos calculs en fonction des différentes durées d'observation à compter du 12 août 2020, veille de l'annonce de l'opération.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée(1)	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	20.71	1.42	6.28	14 060 092	18 379	162.34%	332.72%	100.00%
24 mois	16.93	1.42	4.05	11 662 623	22 823	128.45%	275.99%	100.00%
12 mois	3.99	1.42	2.28	8 550 992	33 402	84.03%	202.35%	100.00%
6 mois	2.99	1.42	2.33	4 849 733	38 187	42.01%	114.76%	100.00%
3 mois	2.50	2.01	2.28	955 710	14 480	8.28%	22.62%	100.00%
20 jours de bourse	2.47	2.01	2.25	216 284	10 814	1.88%	5.12%	100.00%
Spot	2.20	2.14	2.19	1 932	1 932	0.02%	0.05%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

Dans le cadre de nos travaux, nous privilégions la moyenne des cours de clôture pondérée par les volumes, calculée sur les 20 derniers jours et les 3 derniers mois précédant l'annonce de l'opération, soit entre 2,25 € et 2,28 €. Durant cette période, le cours de bourse a varié entre 2,01 € et 2,50 €.

Par rapport aux cours moyens de référence de 2,25 € (moyenne 20 jours) et 2,28 € (moyenne 3 mois), le prix offert en numéraire de 2,80 € fait ressortir respectivement des primes de 22,7 % et 24,6 %, et le prix d'Offre y compris les compléments de prix, des primes de 48,6 % et 50,8 %. Ce même prix d'Offre comparé aux cours extrêmes relevés sur ces mêmes périodes conduit à des primes comprises entre 12,0 % et 39,3 % :

Prime (décote) vs. offre	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Moyenne pondérée ⁽²⁾
12 mois	(29.88)%	97.18%	22.92%	48.77%
6 mois	(6.35)%	97.18%	20.02%	45.26%
3 mois	12.00%	39.30%	22.74%	48.55%
20 jours de bourse	13.36%	39.30%	24.60%	50.80%
Spot	27.27%	30.84%	27.85%	54.74%

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Thomson Reuters Eikon.

(2) vs un prix d'offre incluant notre estimation des Compléments de Prix.

4.3.1.1 Historique du cours de bourse depuis fin 2017

Le cours de bourse de Genkyotex est largement influencé par les avancées des essais cliniques et l'incertitude qui pèse sur eux, expliquant le peu de corrélation avec l'indice de référence. En particulier, depuis environ 18 mois, le cours présente une forte baisse non corrélée au marché, en lien avec l'annonce de l'échec relatif de la Phase 2 sur le GKT831 pour la CBP en mai 2019.

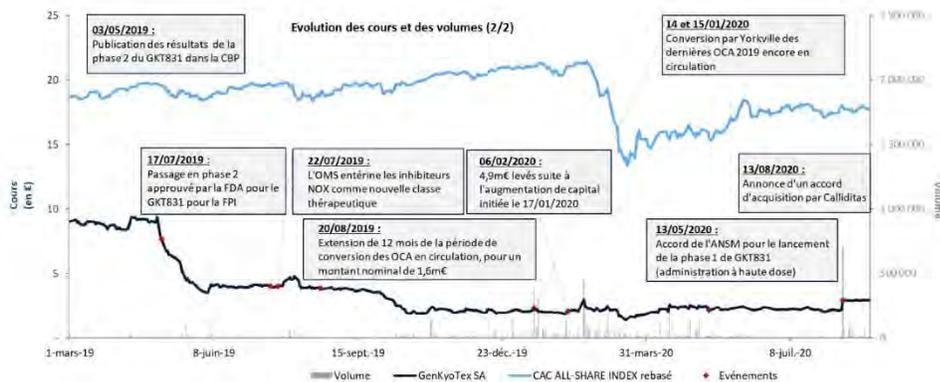
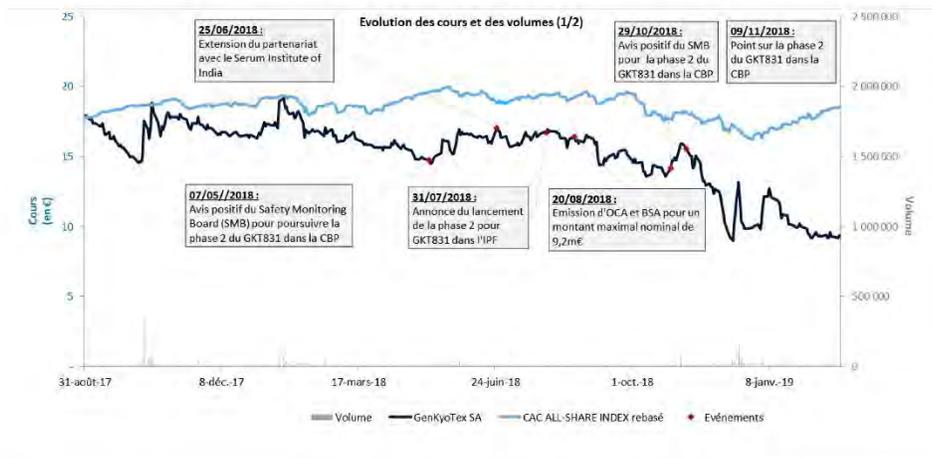
L'année 2018 montre des fluctuations importantes, tant en termes de volumes que de prix, avec un point haut à 20,7 € en janvier et un point bas à 8,8 € en décembre pour une moyenne de 15,4 €. Les avis positifs du *Safety Monitoring Board*²¹ sur la phase 2 du GKT831 dans la CBP ont notamment contribué à l'augmentation du cours de 9 % au cours des deuxième et troisième semaines de mai pour atteindre environ 16 € le 21 mai 2018, et de 11 % la première semaine de novembre, pour atteindre 15,7 € le 8 novembre 2018, avec une légère augmentation des volumes d'échanges.

L'année 2019 est marquée par l'interruption de la phase 2 du GKT831 dans la CBP consécutive à l'échec relatif de l'essai de Phase 2 du GKT831 qui a conduit à une chute du cours de plus de 50 % au cours du mois de mai, avec un volume d'échanges autour de 6% du capital, sans que ce décrochage ne soit rattrapé par la suite, y compris lors de la publication des résultats post hoc qui ont permis de montrer la signification statistique des effets du produit à double dose. Le cours moyen sur l'année atteste de cette chute, à 5,5 € soit une diminution de près de 10 € par rapport à 2018, avec un point haut à 12,8 € en janvier et un point bas à 1,9 € en octobre.

Sur les huit premiers mois de l'année 2020, le cours continue de baisser malgré une plus faible volatilité que les années précédentes, et se situe en moyenne à 2,2 € avec un point haut à 3,0 € en février et un point bas à 1,4 € en mars. L'annonce de l'accord d'acquisition avec Calliditas a engendré une hausse du cours à 2,9 € le 13 août 2020.

Les volumes d'échanges relativement élevés observés début 2020 sont liés à l'augmentation de capital.

²¹ Le SMB, ou Comité de Surveillance et de Suivi, est un groupe indépendant composé de médecins et de scientifiques - impliqués dans l'essai en leur seule fonction de consultant - qui prend connaissance des statistiques de l'étude, assure le suivi des essais cliniques en effectuant des contrôles à des phases prédéfinies de l'essai et peut recommander aux investigateurs d'arrêter ou de modifier une étude avant la date prévue.



4.3.2 Transaction préalable à l'Offre

4.3.2.1 Processus de cession du bloc majoritaire

La cession du bloc majoritaire au prix de 2,80 €²² auxquels s'ajoutent les Compléments de Prix (cf. § 4.1.3) et aboutissant à un prix total compris entre 2,93 € et 3,85 €, soit un prix moyen de 3,39 €, résulte d'un processus de mise en concurrence qui a débuté mi-2019.

En effet, afin d'assurer le financement de essais thérapeutiques, la Société a mandaté le 17 juin 2019 la banque d'affaires Stifel afin de rechercher un partenaire en vue d'un adossement de Genkyotex. Dans ce cadre, une société biopharmaceutique américaine a présenté une offre initiale non-engageante.

Par ailleurs, fin juin 2019, la banque a identifié 48 partenaires potentiels et en a contacté 37, dont des sociétés pharmaceutiques et de biotechnologie. Sur la totalité des sociétés contactées, 7 ont signé un accord de confidentialité, puis 4 ont fait part de leur intérêt pour l'opération. A la suite de l'amélioration de son offre initiale,

²² Avant imputation d'une partie des frais de conseil, ramenant le prix par action payé pour l'Acquisition Hors Marché à 2,7288 €.

la société biopharmaceutique américaine et Genkyotex sont entrés en négociations exclusives. Après avoir mené ses *due diligences*, en septembre 2019, la société américaine a renoncé à poursuivre le processus. Genkyotex n'a reçu aucune autre proposition.

En mai 2020, Genkyotex a annoncé l'approbation de l'ANSM pour initier un essai de phase 1 avec le setanaxib à haute dose, et poursuivre ses échanges avec la FDA et l'EMA sur la stratégie d'enregistrement du setanaxib pour le traitement de la CBP. Cette annonce a relancé l'intérêt de certains investisseurs pour la Société. Le processus de recherche de partenaires a donc repris fin mai-début juin 2020 et une quinzaine d'entre eux ont été contactés. Le 10 juin 2020, Genkyotex a reçu une offre de Calliditas, formalisée dans un *term-sheet* non-engageant le 21 juin 2020. Les autres partenaires potentiels ont été informés de la situation sans que l'un d'entre eux ne fasse de proposition concurrente. Aussi, Genkyotex et Calliditas sont entrés en négociations exclusives le 16 juillet 2020, négociations qui ont abouti à la signature du SPA le 13 août 2020 et à la présente Offre.

Compte tenu du processus décrit ci-avant, il nous semble que cette transaction, conclue à l'issue d'un processus compétitif, constitue une référence de valeur pour la Société que nous retenons à titre principal. En effet, ce processus, étalé sur plus d'un an, a conduit à une large consultation de partenaires potentiels spécialisés dans le secteur économique de la Société et a débouché sur une transaction portant sur une quote-part majoritaire de capital de 62,66 % du capital cédée à l'Initiateur par des acteurs professionnels de l'investissements eux-mêmes spécialisés dans le secteur biopharmaceutique. Par ailleurs, ce processus a illustré l'intérêt limité du secteur pour la Société, dont le succès, i.e. la commercialisation de setanaxib, n'est pas avéré en dépit des avancées réglementaires enregistrées au cours des derniers mois auprès des autorités sanitaires américaine et européenne.

Logiquement, le prix d'Offre n'extériorise aucune prime ni décote par rapport à la valeur issue de la référence au prix de cession du bloc majoritaire.

Par ailleurs, l'accord signé entre l'Initiateur et monsieur Elias Papatheodorou, portant sur la liquidité des actions indisponibles de ce dernier, ne présente pas d'élément susceptible de remettre en cause le principe d'un traitement équitable des actionnaires dans la mesure où le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente est égal au prix d'offre de 2,80 € augmentés des Compléments de Prix.

4.3.3 Référence à l'augmentation de capital de février 2020

Le 17 janvier 2020, Genkyotex a annoncé par communiqué de presse le lancement d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS), d'un montant maximum de 6,13 m€. Cette opération était destinée à assurer la finalisation de la stratégie d'enregistrement du setanaxib dans la CBP, le lancement d'un essai de Phase 1 sur le setanaxib à haute dose, le soutien des essais externes en cours ainsi que le financement des dépenses courantes de la Société au cours des 12 mois à venir (soit février 2021), la trésorerie disponible à l'époque ne permettant la poursuite de ses activités que jusqu'au 31 mars 2020.

L'augmentation de capital proposait aux actionnaires de souscrire 3 033 755 actions nouvelles au prix unitaire de 2,02 €²³ avec une parité d'une action nouvelle pour trois actions existantes, et aurait conduit à augmenter le nombre d'actions de 33 %, le capital se composant de 12 135 020 actions post augmentation contre 9 101 265 actions précédemment. Le prix d'émission présentait une décote de 5,44 % par rapport à la valeur théorique de l'action ex-droit, sur la base d'un cours de l'action au 15 janvier 2020 de 2,175 € et d'une valeur théorique du DPS de 0,039 €.

Préalablement à l'opération, le Management de la Société s'était assuré de la réalisation de l'opération en obtenant des engagements de souscription couvrant 75,6 % du montant de l'augmentation de capital.

²³ Dont 1 € de valeur nominale et 1,02 € de prime d'émission.

A la clôture de l'augmentation de capital, le produit brut de l'émission s'est élevé à 4,9 m€ aboutissant à la création de 2 447 297 actions nouvelles, soit un taux de souscription de 80,67 %. Il convient de relever que plus de 90 % de l'augmentation de capital ont été souscrits par cinq fonds présents au capital de Genkyotex (dont 46,53 % par les fonds Andera Partners) qui s'étaient préalablement engagés à souscrire. Les autres actionnaires qui représentaient 59 % du capital avant l'opération (dont le fonds Ecllosion2 SA à hauteur de 15,31 %) n'ont souscrit qu'à 6,59 % de l'augmentation de capital. Ainsi, cette opération n'a pas rencontré un important succès.

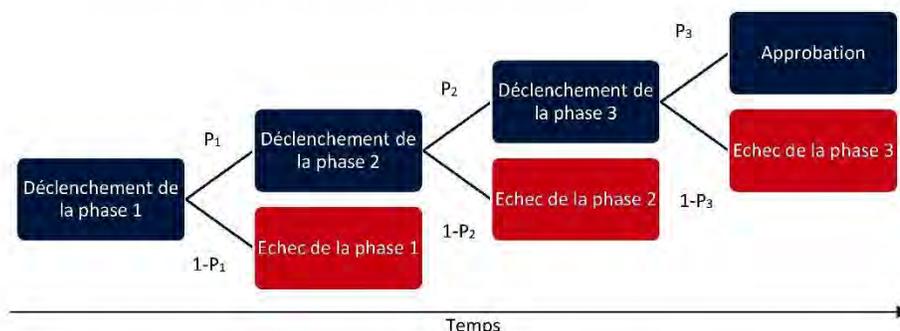
Pour autant, nous retenons la référence de valeur au prix de souscription de 2,02 € dans la mesure où l'opération est récente et significative en termes de volume d'actions nouvelles émises. Par ailleurs, son montage et son résultat montrent la relative défiance des actionnaires de la Société quant à l'appréciation du cours et peut-être même à la continuité de son exploitation.

Le prix d'Offre présente une prime comprise entre 45 % et 91 % par rapport au prix de souscription de 2,02 € par action.

4.3.4 Approche de valeur par la méthode rNPV

4.3.4.1 Considérations générales sur l'appréciation de la valeur d'une société Biotech

La valeur d'une société Biotech peut s'apprécier comme la somme des valeurs présentes potentielles des différentes molécules développées pour chacune des indications pressenties. D'un point de vue probabiliste, la valeur de chaque couple molécule / indication peut se modéliser comme une suite d'épreuves de Bernoulli²⁴ reflétant chaque étape du processus menant à l'autorisation de mise sur le marché. Cette approche peut être schématisée par un arbre binomial comme celui-ci, avec P_t la probabilité de succès de la phase t :



La probabilité pour un couple molécule / indication d'atteindre l'approbation à un instant « t » est donc égale au produit des probabilités de succès des phases restant à valider. Chaque déclenchement de phase induit le décaissement des coûts associés alors que les revenus éventuels ne seront perçus qu'en cas de réussite de l'essai (si des *milestones* sont prévues) ou après l'approbation et donc la commercialisation du traitement.

4.3.4.2 Description de la méthode

La méthode rNPV (pour *risk-adjusted Net Present Value*) est une variante de l'approche intrinsèque classique de l'actualisation des flux de trésorerie permettant l'évaluation des sociétés dont les flux sont fortement corrélés à des événements exogènes clairement identifiés et dont la probabilité d'occurrence et l'impact sur les flux peuvent être appréciés. Elle est donc particulièrement adaptée à l'évaluation des sociétés biotechnologiques, dont la valeur repose essentiellement sur la probabilité de mise sur le marché des traitements développés.

²⁴ Expérience aléatoire comportant deux issues : le succès ou l'échec (souvent illustrée par le lancé d'une pièce de monnaie).

Concrètement, la méthode consiste à apprécier, pour chaque couple molécule/indication :

- le chiffre d'affaires potentiellement réalisable sur le marché adressable global ;
- la part de marché cible de la molécule développée sur ce marché, après prise en compte des concurrents existants, des nouveaux entrants potentiels et de l'échéance des brevets déposés ;
- les coûts de développement de la molécule ;
- les coûts de production / distribution permettant de générer le chiffre d'affaires potentiel apprécié supra ou le pourcentage des revenus perçus en cas d'accord de licence ;
- les coûts fixes de structure de l'entité ventilés sur le portefeuille de couples molécule/indication ;
- la probabilité de survenance de chaque revenu et de chaque charge ;
- le taux d'actualisation applicable aux flux probabilisés permettant l'estimation de leur valeur présente.

Théoriquement, la méthode permet ainsi de tenir compte finement des risques liés aux contraintes particulières du *business model* sous la forme de flux probabilisés, ce qui n'aurait pas été possible par le biais d'un seul taux d'actualisation, même élevé.

L'utilisation de la méthode rNPV nous paraît ainsi être la seule approche intrinsèque permettant d'approcher la valeur de la Société, dans la mesure où elle permet de modéliser des flux futurs tenant compte des probabilités d'obtention des autorisations de mise sur le marché pour les différentes indications pressenties. En pratique et au cas d'espèce, elle se révèle imprécise compte tenu de la combinaison entre la taille limitée du portefeuille de molécules de Genkyotex et les multiples hypothèses d'exploitation et d'évaluation utilisées, sans avoir, pour la plupart d'entre elles, de références statistiques indiscutables auxquelles les confronter²⁵ et conduit à une forte sensibilité des résultats à de faibles variations des dites hypothèses.

4.3.4.3 Probabilités de succès retenues par le Management

Le Management retient les probabilités de succès suivantes :

Probabilités de succès globales (conditionnelles) retenues par le management				
Phase	PBC	NASH	DKD	IPF
Phase 1		63,2%		
Phase 2	30,7%	19,4%	30,7%	30,7%
Phase 3		11,3%	17,8%	17,8%
NDA	22,5%	9,6%	15,2%	15,2%

Le Management base son analyse sur deux sources principales :

- L'étude « BioMedTracker » de 2016, étude de grande ampleur (9 985 essais portant sur 7 455 médicaments développés par 1 103 sociétés de toute taille) portant sur un échantillon diversifié de pathologies ;
- L'étude « *Clinical development success rates for investigational drugs* », publiée le 9 janvier 2014 dans *Nature Biotechnology* par Michael Hay, David W Thomas, John L Craighead, Celia Economides & Jesse Rosenthal.

²⁵ S'agissant notamment de la taille du marché (non encore adressé par d'autres molécules), de la part de marché susceptible d'être captée compte tenu de la concurrence (identifiée ou non), ou des coûts de développement (comme l'a montré Genkyotex avec la reprise des essais avec des doses plus importantes de setanaxib pour l'indication CBP).

S'agissant de la CBP, le Management tient compte des résultats encourageants obtenus lors de la phase 2 après augmentation des doses en attribuant une seule probabilité de 30,7 % à la phase 2B/3 entamée en 2020, puis en retenant une probabilité conditionnelle globale²⁶ de succès de 22,5 % pour la phase NDA. Cette dernière probabilité ressort dans la moitié supérieure de la fourchette de probabilités de succès comprise entre 15,2 % (BioMedTracker : cas général) et 25,1% (BioMedTracker : maladies métaboliques).

4.3.4.4 Les probabilités de succès retenues pour les autres indications sont toutes basées sur le cas général présenté dans l'étude BioMedTracker (cf. annexe 7.1.).Contextualisation et analyse des probabilités de succès

Probabilités de succès issues de l'étude BioMedTracker :

Etude Biomedtracker de 2016 ⁽¹⁾								
Probabilité de succès	Phase 1		Phase 2		Phase 3		NDA ⁽²⁾	
	Taille de l'ech. ⁽³⁾	% de réussite	Taille de l'ech. ⁽³⁾	% de réussite	Taille de l'ech. ⁽³⁾	% de réussite	Taille de l'ech. ⁽³⁾	% de réussite
Cas général	5 668	63,2%	12 580	30,7%	2 566	58,1%	1 231	85,3%
Probabilités par types de pathologies :								
Hématologie	117	73,3%	147	56,6%	85	75,0%	60	84,0%
Maladies infectieuses	499	69,5%	670	42,7%	206	72,7%	150	88,7%
Ophthalmologie	78	84,8%	226	44,6%	103	58,3%	52	77,5%
Autres	144	66,7%	292	39,7%	66	69,6%	49	88,4%
Maladies métaboliques	155	61,1%	186	45,2%	49	71,4%	35	77,8%
Gastro entérologie	54	75,6%	157	35,7%	54	60,6%	28	92,3%
Allergies	55	67,6%	123	32,5%	20	71,4%	17	93,8%
Maladies endocrines	508	58,9%	603	40,1%	220	65,0%	124	86,0%
Maladie respiratoires	230	65,3%	674	29,1%	63	71,1%	39	94,6%
Urologie	37	57,1%	159	32,7%	29	71,4%	16	85,7%
Maladies auto-immunes	452	65,7%	1 006	31,7%	217	62,2%	100	86,0%
Neurologie	782	59,1%	1 566	29,7%	376	57,4%	194	83,2%
Maladies cardiovasculaires	355	58,9%	983	24,1%	198	55,5%	90	84,2%
Psychiatrie	286	53,9%	713	23,7%	126	55,7%	66	87,9%
Oncologie	1 946	62,8%	5 756	24,6%	870	40,1%	214	82,4%

(1) "Clinical Development Success Rates 2006-2015", par BIO, Biomedtracker & Amplion.

(2) "New Drug Application", demande d'approbation déposée auprès de l'autorité compétente.

(3) Donnée estimée à partir des résultats publiés dans l'étude

Probabilités de succès issues de l'étude 2014 avec focus sur celles relevées pour les maladies orphelines :

Probabilités de succès : médicaments traitant les maladies orphelines								
Etude "Clinical development success rates for investigational drugs" ⁽¹⁾	Phase 1		Phase 2		Phase 3		NDA ⁽²⁾	
	Taille de l'ech.	% de réussite	Taille de l'ech.	% de réussite	Taille de l'ech.	% de réussite	Taille de l'ech.	% de réussite
Cas général	2 541	64,5%	3 743	32,4%	1 554	60,1%	908	83,2%
SPA ⁽³⁾	42	97,1%	128	97,4%	171	60,0%	73	80,0%
Maladies orphelines	170	86,8%	190	70,0%	237	66,9%	136	81,0%
dont oncologie	85	85,1%	105	61,0%	102	58,7%	54	75,7%
hors oncologie	85	88,4%	85	81,2%	135	72,9%	82	85,1%

(1) "Clinical development success rates for investigational drugs", étude publiée dans Nature biotechnology le 09/01/2014 par Michael Hay, David W Thomas, John L Craighead, Celia Economides & Jesse Rosenthal

(2) "New Drug Application", demande d'approbation déposée auprès de l'autorité compétente.

(3) "Special Protocol Assessment", cas particulier où le protocole des essais est défini en partenariat avec l'autorité (ici la FDA).

²⁶ Probabilité de succès de la phase NDA sous réserve de succès de la phase 2B/3.

Les deux études étant relativement récentes et basées sur la même source (base de données BioMedTracker) à deux ans d'intervalle, il est logique que les résultats pour le cas général ressortent très proches. Nous relevons toutefois que la tendance est à la dégradation de la performance des traitements testés, dégradation soulignée par les auteurs de l'étude de 2014 et qui semble se vérifier dans les résultats de 2016 (baisse des probabilités de réussite moyennes sur toutes les phases à l'exception de l'acceptation de la NDA).

L'exploitation de ces études pose cependant un problème méthodologique. En effet, bien que les statistiques calculées dans le cas général portent sur des échantillons de grande taille, et donc significatifs d'un point de vue statistique, elles ressortent biaisées à deux niveaux :

- L'oncologie représente à elle seule une part très significative des échantillons présentés (33 % en moyenne) avec des probabilités de succès en bas de la fourchette observée du fait des difficultés techniques particulières qu'elles posent.
- Les résultats présentés pour les seules maladies orphelines dans l'étude de 2014 ressortent supérieurs à ceux observés dans le cas général. Les auteurs précisent cependant que les résultats des premières phases sont potentiellement biaisés positivement par le fait que le statut de maladie orpheline peut être obtenu à n'importe quel stade des essais cliniques et relèvent que les taux de réussite tendent vers le niveau moyen général au fur et à mesure de l'avancée dans les phases.

Plus généralement, une approche différenciée par type de pathologie ou par statut (maladie orpheline), bien que théoriquement plus pertinente, se heurte au biais induit par des échantillons limités en taille qui les rendent statistiquement peu significatifs.

Nous ajouterons que l'étude de 2014 montre une dégradation progressive des taux moyens de succès au fil du temps. Les données utilisées pour réaliser les statistiques portant sur la période de 2003 à 2011 s'agissant de l'étude de 2014, et de 2006 à 2015 pour l'étude BioMedTracker, les statistiques calculées ressortent potentiellement en haut de fourchette pour évaluer des probabilités de succès futurs.

Dans ce contexte et compte tenu des difficultés déjà rencontrées par la Société (aucun essai de phase 2 entièrement validé à ce jour, malgré plusieurs tentatives s'étendant sur une période de sept ans), nous retenons en valeur centrale les probabilités de succès fixées par le Management et avons testé des scénarios alternatifs sous la forme de sensibilités portant sur ce paramètre.

4.3.4.5 Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation applicable dans le cadre d'une approche de type rNPV représente un coût d'opportunité pour un actionnaire minoritaire qui aurait à réaliser un investissement de même risque. Il peut se décomposer comme la somme des éléments suivants :

- le taux de rendement rémunérant le risque moyen d'une société *Small Cap* cotée à Paris ;
- le taux de rendement rémunérant le risque systématique associé au secteur Biotech, pour la fraction du secteur possédant les mêmes caractéristiques que Genkyotex (faible taille, faible maturité des essais cliniques) ;
- le risque opérationnel spécifique à la Société, non déjà capté par les probabilités de succès appliquées aux flux ;
- le risque, significatif au cas présent, de ne pas pouvoir financer les essais cliniques en l'absence d'adossement ou de recapitalisation massive.

Dans ce contexte, nous avons retenu un coût des fonds propres à endettement nul basé sur une approche classique de type MEDAF²⁷ permettant de déterminer le taux de rendement exigé sur les marchés actions pour une Small Cap cotée de la taille de Genkyotex en retenant, pour le calcul du coefficient bêta, la fourchette observée sur les sociétés comparables retenues par la banque Stifel dans le calcul qu'elle a fourni au Management. Cette approche extériorise une fourchette de taux d'actualisation comprise entre 15,6 % et 19,4 %, cohérente avec les niveaux relevés dans les travaux des analystes financiers du secteur qui appliquent des taux d'ordre de 15 % à des flux probabilisés et basés sur un modèle de licence.

Nous avons par ailleurs testé la pertinence de l'échantillon fourni par la banque Stifel en réalisant une étude « large spectre » des bêtas des sociétés du secteur qui place la fourchette Stifel dans le bas de celle observée pour des sociétés de même profil que Genkyotex (cf. annexe 7.3).

Appréciation du taux d'actualisation	28 juil. 20			Commentaires
	Fourch. basse	Val. Centrale	Fourch. haute	
TRI implicite du marché	8,64%	8,64%	8,64%	Rendement implicite exigé par les investisseurs en actions de la zone euro à fin juillet 2020
Bêta de l'actif économique : β_A	1,45	1,81	2,16	Déterminé à partir de l'échantillon de sociétés cotées comparables
Levier $L_e = DN / VFP$				Nous considérons que le cash levé est destiné à être consommé à brève échéance et n'a pas d'impact sur le risque systématique applicable à la société
Bêta avec levier : β_L	1,45	1,81	2,16	
Taux sans risque	(0,30%)	(0,30%)	(0,30%)	Moyenne pondérée des rendements à 10 ans des emprunts d'Etats in fine notés AA et mieux par le poids de leurs économies respectives dans la zone Euro
Prime AAA	0,26%	0,26%	0,26%	Écart de rendement constaté entre les emprunts d'Etats et les obligations corporate AAA les plus liquides
Prime MEDAF : β_A	5,43%	5,43%	5,43%	Espérance de surrentabilité du marché actions par rapport au taux sans risque et à la prime AAA
Prime d'illiquidité de la société	0,29%	0,29%	0,29%	Risque général de la fourchette bid/ask et du surcoût relatif de l'investissement dans une Small caps.
Espérance de rendement de l'action	8,13%	10,05%	11,96%	Coût d'opportunité pour un actionnaire, pour des flux certains
Prime pour aléa de prévision de la société	1,98%	1,98%	1,98%	Prime constatée sur le marché visant à couvrir l'investisseur contre le risque d'aléa de prévision pour des sociétés de grande taille et bien suivies.
Coût des fonds propres (flux probabilisés du risque de défaut)	10,11%	12,03%	13,94%	Coût d'opportunité pour un actionnaire, pour des flux totalement probabilisés du risque de défaut
Prime pour risque de défaut Small Cap	5,44%	5,44%	5,44%	Surcoût de rendement exigé en moyenne par les investisseurs pour les protéger contre le risque de défaut d'une Small Cap type d'une capitalisation boursière de 26 m€, soit une note de risque crédit moyenne comprise entre B+ et BB-
Coût des fonds propres Small Cap	15,55%	17,47%	19,38%	Coût d'opportunité pour un actionnaire, pour un risque de défaut Small Caps

Les flux projetés par le Management diffèrent cependant des travaux habituels des analystes financiers sur deux aspects :

- le modèle visé est une commercialisation directe, ce qui implique un risque opérationnel supérieur aux modèles développés par les analystes financiers en contrepartie d'une rentabilité accrue,
- le risque de ne pas pouvoir financer les essais cliniques, non capté par construction dans des probabilités de réussite mesurées sur des essais ayant été conduits au terme de la phase considérée. Ce risque est particulièrement significatif dans le cas de Genkyotex, sa trésorerie ne couvrant les besoins de la Société que jusqu'à la fin du mois de février 2021 et le financement des 40 m€ nécessaires à la réalisation des seuls essais de phase 2B/3 dans la CPB n'étant pas assuré en l'absence d'adossement ou de recapitalisation massive.

Nous avons donc cherché à apprécier l'impact sur le taux de ces deux éléments en appréciant l'ajustement à appliquer à la fourchette déterminée supra permettant de refléter un risque crédit de niveau CCC+, déduction faite du risque déjà capté dans les probabilités de succès. Cette approche augmente le risque estimé supra de 1,6 % et extériorise une nouvelle fourchette comprise entre 17,1 % et 21,0 %.

²⁷ Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers

Appréciation du taux d'actualisation	28-juil.-20			Commentaires
	Fourch. basse	Val. Centrale	Fourch. haute	
Prime de risque observée sur les marchés :				
Prime pour risque de défaut de la société	9,43%	9,43%	9,43%	Prime supplémentaire permettant de couvrir un risque de défaut Small Cap CCCr, non probabilisé dans les flux
Probabilité de défaut correspondante	60,39%	60,39%	60,39%	
Prime de risque déjà probabilisée dans les flux :				
Risque d'échec probabilisé dans le modèle NPV du management	50,35%	50,35%	50,35%	Risque simultané d'échec dans les 4 indications (horizon moyen 5 ans)
Part de la prime de risque de défaut probabilisée	83,38%	83,38%	83,38%	
Reliquat à prendre en compte dans le taux :				
Ajustement appliquée au coût des fonds propres	1,57%	1,57%	1,57%	
Coût des fonds propres à endettement nul (NPV)	17,12%	19,03%	20,95%	Taux d'actualisation pour l'actionnaire, ajusté du risque financier non probabilisé dans les flux

Dans ce contexte et compte tenu de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire envisagée par l'Initiateur, nous retenons une valeur centrale calée sur la fourchette basse de l'approche développée supra de 17 % et calibrons les analyses de sensibilité sur ce paramètre afin qu'elles couvrent ce que nous considérons être une fourchette basse de 15 % estimée pré-ajustement, niveau retenu globalement par les analystes financiers pour actualiser des flux Biotech probabilisés mais basés sur un modèle de licence moins risqué.

4.3.4.6 Prévisions du plan d'affaires consolidé du Management

Le plan d'affaires du Management est fondé sur la valorisation du programme GKT831 pour le traitement de la cholangite biliaire primitive (CBP), la fibrose pulmonaire idiopathique (IPF), les maladies rénales diabétiques (DKD) et, à notre demande, la stéatohépatite non alcoolique (NASH). Ce plan d'affaires a été élaboré sur une durée de 14 ans (de l'exercice clos le 31 décembre 2020 jusqu'à l'exercice clos le 31 décembre 2034) et couvre donc la période postérieure à l'expiration des brevets sur le setanaxib. Il repose sur les hypothèses opérationnelles décrites ci-après.

Un plan d'affaires a été réalisé individuellement pour chaque indication (CBP, FPI, DKD, NASH) et chaque ligne a été probabilisée en fonction de taux de succès spécifiques dépendant des phases de développement atteintes selon les études suscitées (cf. §4.3.4.3). Les coûts de structure (R&D et G&A) de la Société ont ensuite été déduits afin de refléter la réalité opérationnelle de la société.

Il convient de noter la forte dépendance du plan d'affaires à des paramètres difficiles à apprécier de manière fiable, compte tenu du stade de développement précoce des essais cliniques pour une molécule représentant une nouvelle classe thérapeutique. Il fait par ailleurs l'hypothèse forte d'un accès illimité à des financements externes pour des montants significatifs, la continuité d'exploitation préalablement à la prise de contrôle de la Société par Calliditas n'étant attestée que jusqu'à février 2021.

Chiffre d'affaires :

Les prévisions du chiffre d'affaires sont fondées sur l'hypothèse d'une distribution directe. Il ne repose donc pas sur des licences et des partenariats qui auraient donné lieu à la perception de *milestones* puis de redevances. L'adoption de ce modèle a des implications tant sur les revenus, maximisés car perçus à 100 %, mais aussi sur un risque opérationnel majoré du fait d'une structure de coûts fixes plus marquée et du risque financier induit par les levées de fonds nécessaires aux financements des essais cliniques et aux campagnes marketing.

Le Management a projeté les revenus futurs de la manière suivante :

- **CBP** : le marché cible à horizon 2024 est estimé à 2 625 m€ (le traitement coûtant 35 k€ pour un marché adressable de 75 000 patients), avec une croissance de 1,5 % par an. Genkyotex commencerait à générer des revenus à partir de cette même année 2024, en captant alors 2 % du marché, soit 52 m€ environ. La part de marché (PDM) de Genkyotex croîtrait alors jusqu'à atteindre 20 % en 2029, soit environ 565 m€, avant de diminuer à moins de 2 % de PDM à horizon 2034 (environ 60 m€).

- **NASH** : le marché cible à horizon 2025 est estimé à 18 840 m€ et croîtrait ensuite de 1,5 % par an. Genkyotex commencerait à générer des revenus à partir de 2028 en captant 2 % du marché global, soit près de 395 m€, pour atteindre une part de marché maximale de 4 % en 2029 à près de 800 m€. Les revenus générés diminueraient ensuite pour ne plus représenter que 0,4 % du marché global en 2034 (86 m€).
- **DKD** : le marché cible est estimé à environ 2 760 m€ pour l'année 2020. La croissance s'élèverait ensuite à 1,5 %. Le Groupe générerait ses premiers revenus sur ce traitement en 2028, captant 6 % du marché soit près de 187 m€. Le chiffre d'affaires maximal serait atteint l'année suivante, avec 12 % de PDM à 378 m€, avant de chuter à 1,2 % de part de marché (37 m€).
- **IPF** : le marché cible est estimé à 5 175 m€ à horizon 2025. La croissance serait ensuite, comme dans le cas des molécules précédentes, de 1,5 %. Le Groupe commencerait à générer des revenus à partir de 2024, captant 1 % du marché soit près de 47 m€. Cette part de marché atteindrait 10 % du marché global en 2028 et 2029, représentant près de 550 m€, avant de décroître pour atteindre 1 % du marché global en 2034 (59 m€).

Coûts des ventes (COGS) et coûts de distribution :

Le coût des ventes a été estimé par le Management à 10 % du chiffre d'affaires, pour chaque programme engagé. Les coûts de distribution et les coûts administratifs associés ont respectivement été estimés à 5 % et 2 % du chiffre d'affaires net du coût des ventes.

Coûts de développement :

Les coûts de développement ont été projetés par programme et par phase :

- Les coûts de développement globaux maximum (en cas de succès de chaque phase de développement) estimés par le Management pour mener à bien le traitement sur la CBP sont estimés à environ 170 m€ entre 2020 et 2026. Ces derniers comprennent notamment des dépenses pour le recrutement de 318 patients en phase 2B/3.
- Les dépenses devant être allouées à la NASH s'élèveraient au maximum selon la Société à 308 m€ sur une période plus étendue, soit entre 2020 et 2030. Ces dépenses devraient couvrir le recrutement de 300 patients pour la phase 2-1 et 2 000 patients pour la phase 2B/3. Il convient de noter que les coûts des études satellites seraient couverts, dans les modèles du Management, par les études précédemment réalisées sur le CBP.
- Les coûts de R&D maximum estimés par le Management pour la DKD s'élèveraient à 227,5 m€ entre 2020 et 2030. Ces dépenses devraient être notamment utilisées pour le recrutement de 2 000 patients pour la phase 3-1.
- La FPI devrait enfin engendrer des dépenses s'élevant à environ 153 m€ entre 2020 et 2026. Ces dépenses devraient être notamment allouées au recrutement de 750 patients pour la phase 3-1.
- En outre, 3,2 m€ de coûts fixes de R&D sont estimés par le Management en phase préclinique entre 2020 et 2034, ainsi que d'autres coûts de R&D représentant 20 % des coûts suscités.

Autres paramètres du modèle :

Les autres coûts variables ont été estimés par le Management à 25 % du chiffre d'affaires brut. A ces derniers s'ajoutent des G&A fixes, pour 4,2 m€ en 2020 et en hausse de 5 % chaque année. Des investissements supplémentaires tendanciels ont été estimés à 3 % du montant des autres coûts variables. La variation du BFR a été estimée à hauteur de 15 % de la croissance du chiffre d'affaires.

4.3.4.1 Ajustements et corrections apportés au plan d'affaires

Après discussions avec le Management, nous avons utilisé le taux d'imposition applicable dans le canton de Genève, soit 13,99%. L'impact du déficit reportable a, de ce fait, aussi été appréhendé selon la réglementation fiscale suisse, soit sans limitation des montants imputables et avec une expiration des déficits reportables après une durée de sept ans.

Nous avons par ailleurs considéré, avec l'accord du Management, la probabilité de déclenchement des coûts de la phase 2B/3 pour la CBP comme certaine, compte tenu des résultats de phase 2 déjà obtenus, de la faible nocivité du traitement et du caractère stratégique de cet essai pour Genkyotex.

4.3.4.2 Scénarios considérés

Dans le cadre de l'analyse de la sensibilité du modèle produit par le Management, nous avons construit cinq scénarios à partir du plan d'affaires :

- **scénario 1** : plan d'affaires et hypothèses actuarielle du Management (taux d'actualisation de 17,5%, taux de croissance à l'infini de 1,5 %) ;
- **scénario 2** : plan d'affaires du Management duquel nous avons neutralisé le développement du setanaxib pour la NASH et la DKD, indications qui ont un impact négatif sur la valeur si nous considérons une décomposition de type SOTP²⁸ (cf. §4.3.4.4 infra) couplé à des hypothèses actuarielles BM&A (taux d'actualisation réduit à 17,0%, pas de croissance terminale) ;
- **scénario 3** : scénario 2 décrit supra sans valeur terminale (arrêt de l'activité en 2034) ;
- **scénario 4** : estimation de la valeur de Genkyotex sur la base d'un modèle de licence (taux de redevance de 12,5%, pas de coûts de recherche, de production, de distribution ou de marketing, taux d'actualisation central fixé à 15 % et absence de valeur terminale) ;
- **scénario 5** : scénario 2 pour lequel nous avons appliqué des probabilités de succès moyennes par type d'indication (supérieures à celles retenues par le Management), et dans lequel nous avons simulé un retard d'un an dans la mise sur le marché du setanaxib pour l'indication FPI.

4.3.4.3 Flux normatifs

Les valeurs terminales ont été construites pour chaque couple indication/scénario et retiennent :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires nul, hypothèse que nous considérons haut de fourchette du fait de l'expiration des brevets sur le setanaxib et de l'apparition de concurrents nouveaux ;
- un taux de marge de résultat courant cible maintenu à son niveau prévu en 2034, ne tenant pas compte de la dégradation qui aurait dû être normalement appliquée du fait de la pression concurrentielle des médicaments génériques ;
- un taux d'imposition de 14 % ;
- une variation de BFR nulle du fait de l'absence de croissance terminale ;
- un capex normatif fixé à 3 % des G&A, comme sur le reste du plan.

²⁸ Pour *Sum Of The Parts* ou somme des parties.

4.3.4.4 Résultat des approches

Compte-tenu de ce qui précède, la méthode rNPV extériorise les valeurs centrales suivantes :

Valeur des capitaux propres DCF					
(k€)	Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3	Scénario 4	Scénario 5
Valeur présente des flux de trésorerie	910	23 302	23 302	20 429	14 038
Cash flow terminal	12 121	4 914	-	-	4 518
Valeur terminale	69 261	28 905	-	-	26 577
Valeur présente de la valeur terminale	6 957	3 085	-	-	2 837
Valeur d'entreprise	7 867	26 388	23 302	20 429	16 875
Position financière nette	5 097	5 097	5 097	5 097	5 097
Autres éléments	8 431	8 431	8 431	8 431	8 431
Valeur des capitaux propres	21 396	39 916	36 831	33 958	30 403
Nombre d'actions	11 724 709	11 724 709	11 724 709	11 724 709	11 724 709
Valeur en € par action	1,82 €	3,40 €	3,14 €	2,90 €	2,59 €

4.3.4.5 Décomposition des valeurs centrales par indication (approche SOTP)

Synthèse des approches rNPV SOTP par scénario (valeurs par action)												
Scénario	Valeur probabilisée par indication				Frais de siège		Autres éléments				Valeur totale	
	PBC	NASH	DKD	IPF	R&D	G&A	SIPL	VE-VCP	Deficits	Aj. Conso.		
1	1,91 €	-0,96 €	-0,74 €	2,34 €	-0,11 €	-2,52 €	0,75 €	0,40 €	0,68 €	0,06 €	1,82 €	
2	2,12 €	0,00 €	0,00 €	2,49 €	-0,11 €	-2,60 €	0,75 €	0,40 €	0,49 €	-0,13 €	3,40 €	
3	1,75 €	0,00 €	0,00 €	2,25 €	-0,10 €	-2,22 €	0,75 €	0,40 €	0,49 €	-0,18 €	3,14 €	
4	1,64 €	0,48 €	0,38 €	1,11 €	-0,13 €	-1,82 €	0,75 €	0,40 €	0,10 €	-0,02 €	2,90 €	
5	2,76 €	0,00 €	0,00 €	1,03 €	0,11 €	-2,60 €	0,75 €	0,40 €	0,53 €	-0,16 €	2,59 €	

4.3.4.6 Analyse de sensibilités par scénario

Nous avons réalisé une triple analyse de la sensibilité de la modélisation pour chacun des scénarios :

- une première analyse relative aux paramètres actuariels (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini) ;
- une seconde analyse affectant les paramètres de revenus (variation de la part de marché cible, taux de croissance tendanciel du marché adressable) ;
- une troisième analyse portant sur les probabilités de succès appliquées aux indications CBP et FPI.

Scénario 1 :

En €		DMPC				
		13,5%	15,5%	17,5%	19,5%	21,5%
g [∞]	0,00%	5,34	3,32	1,76	0,54	0,00
	1,00%	5,42	3,37	1,79	0,56	0,00
	2,00%	5,51	3,43	1,82	0,58	0,00
	3,00%	5,62	3,49	1,86	0,61	0,00
	4,00%	5,75	3,56	1,91	0,64	0,00
En €		Taux de croissance tendanciel du marché adressable				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Variation de la part de marché	0,00	0,00	0,00	0,34	0,78	
	0,00	0,00	0,64	1,91	1,77	
	0,89	1,30	1,82	3,31	2,80	
	2,74	3,73	5,13	6,74	4,78	
	4,57	5,09	5,63	6,18	6,76	

Scénario 2 :

En €		DMPC				
		13,5%	15,5%	17,5%	19,5%	21,5%
g [∞]	0,00%	6,29	4,67	3,38	2,32	1,49
	1,00%	6,92	5,30	3,93	2,74	1,48
	2,00%	6,97	4,72	3,40	2,35	1,49
	3,00%	6,41	4,75	3,42	2,35	1,50
	4,00%	6,47	4,78	3,44	2,37	1,51
En €		Taux de croissance tendanciel du marché adressable				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Variation de la part de marché	0,00	1,69	2,00	2,30	2,66	3,00
	0,00	2,30	2,53	2,85	3,21	3,57
	0,70	2,70	3,09	3,40	3,77	4,15
	2,35	3,55	4,11	4,57	4,88	5,06
	4,38	4,38	4,75	5,13	5,53	5,94

En €		Variation de la probabilité de succès CBP				
		-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%
Variation de la prob. de succès IPF	-4,00%	0,00	0,43	0,93	1,42	1,94
	-2,00%	0,38	0,87	1,37	1,88	2,37
	0,00%	0,82	1,31	1,82	2,32	2,81
	2,00%	1,26	1,77	2,26	2,75	3,24
	4,00%	1,71	2,20	2,70	3,19	3,68

En €		Variation de la probabilité de succès CBP				
		-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%
Variation de la prob. de succès IPF	-4,00%	1,39	1,92	2,46	2,99	3,52
	-2,00%	1,86	2,40	2,93	3,46	3,98
	0,00%	2,34	2,87	3,40	3,92	4,43
	2,00%	2,81	3,35	3,87	4,38	4,89
	4,00%	3,29	3,81	4,32	4,83	5,34

Scénario 3 :

En €		CMPC				
		13,00%	15,00%	17,00%	19,00%	21,00%
g [∞]	-2,00%	5,80	4,34	3,14	2,16	1,36
	-1,00%	5,80	4,34	3,14	2,16	1,36
	0,00%	5,80	4,34	3,14	2,16	1,36
	1,00%	5,80	4,34	3,14	2,16	1,36
	2,00%	5,80	4,34	3,14	2,16	1,36

En €		Taux de croissance tendanciel du marché adressable				
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
Variation de la part de marché	-0,50%	1,62	1,92	2,23	2,55	2,88
	-0,25%	2,06	2,36	2,68	3,01	3,35
	0,00%	2,49	2,81	3,14	3,48	3,82
	0,25%	3,26	3,58	3,90	4,24	4,59
	0,50%	3,99	4,32	4,66	5,01	5,37

En €		Variation de la probabilité de succès CBP				
		-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%
Variation de la prob. de succès IPF	-4,00%	1,25	1,75	2,26	2,76	3,26
	-2,00%	1,70	2,20	2,70	3,20	3,68
	0,00%	2,14	2,64	3,14	3,63	4,10
	2,00%	2,58	3,08	3,57	4,05	4,53
	4,00%	3,02	3,52	4,00	4,47	4,95

Scénario 4 :

En €		CMPC				
		13,00%	14,00%	15,00%	16,00%	17,00%
Taux de redevances	10,50%	2,61	2,43	2,27	2,13	2,00
	11,50%	2,97	2,77	2,58	2,42	2,27
	12,50%	3,33	3,10	2,90	2,71	2,53
	13,50%	3,69	3,43	3,20	2,99	2,80
	14,50%	4,03	3,75	3,50	3,27	3,06

En €		Taux de croissance tendanciel du marché adressable				
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
Variation de la part de marché	-0,50%	2,37	2,44	2,52	2,59	2,67
	-0,25%	2,56	2,63	2,71	2,78	2,87
	0,00%	2,74	2,82	2,90	2,98	3,06
	0,25%	3,15	3,22	3,30	3,39	3,47
	0,50%	3,54	3,62	3,70	3,79	3,88

En €		Variation de la probabilité de succès CBP				
		-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%
Variation de la prob. de succès IPF	-4,00%	2,26	2,42	2,58	2,74	2,90
	-2,00%	2,42	2,58	2,74	2,90	3,05
	0,00%	2,58	2,74	2,90	3,05	3,20
	2,00%	2,74	2,90	3,05	3,20	3,35
	4,00%	2,90	3,05	3,20	3,35	3,50

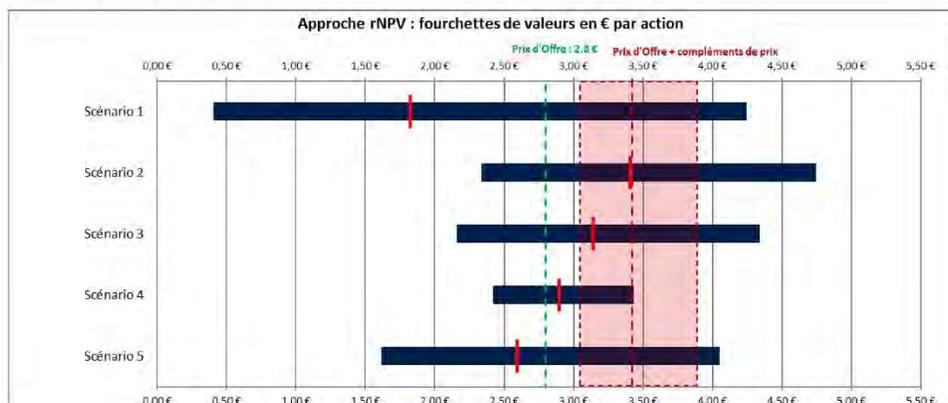
Scénario 5 :

En €		CMPC				
		13,00%	15,00%	17,00%	19,00%	21,00%
g [∞]	-2,00%	5,26	3,76	2,57	1,61	0,83
	-1,00%	5,29	3,78	2,58	1,61	0,84
	0,00%	5,33	3,80	2,59	1,62	0,84
	1,00%	5,37	3,83	2,61	1,63	0,85
	2,00%	5,42	3,86	2,63	1,64	0,86

En €		Taux de croissance tendanciel du marché adressable				
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
Variation de la part de marché	-0,50%	0,74	1,06	1,39	1,73	2,09
	-0,25%	1,31	1,65	1,99	2,35	2,73
	0,00%	1,87	2,23	2,59	2,97	3,37
	0,25%	2,88	3,25	3,64	4,05	4,46
	0,50%	3,90	4,29	4,69	5,11	5,54

En €		Variation de la probabilité de succès CBP				
		-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%
Variation de la prob. de succès IPF	-4,00%	1,21	1,73	2,24	2,75	3,26
	-2,00%	1,39	1,90	2,42	2,93	3,44
	0,00%	1,57	2,08	2,59	3,11	3,62
	2,00%	1,75	2,26	2,77	3,28	3,79
	4,00%	1,92	2,43	2,95	3,46	3,97

Synthèse des fourchettes obtenues :



Le fort risque inhérent à un investissement dans le secteur biotechnologique est illustré par les fourchettes de valeur obtenues qui ressortent très larges, malgré des variations testées sur les paramètres de marché et les probabilités de succès relativement faibles.

Nous relevons toutefois que la fourchette constituée par le prix d'Offre ajusté de la valeur présente des Compléments de Prix ressort globalement dans la moitié supérieure des fourchettes de valeurs appréciées par la méthode et attirons l'attention sur le fait que, d'un point de vue purement méthodologique²⁹, les résultats de l'approche rNPV se comparent plutôt à l'approche probabiliste intégrant la valeur des Compléments de Prix, soit la moitié supérieure de la fourchette rouge matérialisée dans le graphique supra.

²⁹ La méthode rNPV et l'approche probabiliste de la valeur des Compléments de Prix s'appuient sur les mêmes hypothèses de probabilités de succès alors que l'approche « marché » de la valeur des Compléments de Prix illustre la vision des investisseurs qui semblent être plus pessimistes que le Management.

5 | ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Bryan Garnier, (ci-après, la « Banque » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les valeurs centrales et les fourchettes auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Méthodes / Critères		BM&A, valeur par action			Bryan Garnier, valeur par action		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cession du bloc majoritaire	Global	2,93 €	3,39 €	3,65 €	na	3,42 €	na
Cours de bourse (cours moyen pondéré)	12 mois	1,42 €	2,28 €	3,99 €	1,44 €	2,27 €	3,91 €
	6 mois	1,42 €	2,33 €	2,89 €	1,44 €	2,25 €	2,58 €
	3 mois	2,01 €	2,28 €	2,50 €	2,02 €	2,30 €	2,43 €
	20 jours	2,01 €	2,25 €	2,47 €	2,02 €	2,24 €	2,41 €
	spot	2,14 €	2,19 €	2,20 €	na	2,19 €	na
rNPV	Scénario 1	0,40 €	1,82 €	4,24 €			
	Scénario 2	2,34 €	3,40 €	4,75 €			
	Scénario 3	2,16 €	3,14 €	4,34 €	2,03 €	2,29 €	2,54 €
	Scénario 4	2,42 €	2,90 €	3,43 €			
	Scénario 5	1,61 €	2,59 €	4,05 €			
Augmentation de capital	06/02/2020		2,02 €			2,02 €	
Conversion des OC	04/11/2019		na			1,79 €	
	27/11/2019		na			1,84 €	
	29/11/2019		na			1,89 €	
	13/12/2019		na			1,85 €	
	30/12/2019		na			1,81 €	
	14/01/2020		na			1,87 €	
	15/01/2020		na			1,94 €	
Actifnet comptable	30/06/2020		1,11 €			1,11 €	

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres

La Banque s'appuie dans ses travaux un nombre d'action total de 11 548 562 et prend en compte les 187 612 actions supplémentaires créées à l'issue de l'exercice des Stock-Option 2020, soit un nombre d'actions retenu de 11 736 174.

Si nous rejoignons l'approche de Bryan Garnier sur les données de base et les instruments dilutifs à intégrer dans l'analyse, nous considérons qu'il faut également déduire du montant total les actions auto-détenues (11 465 actions à fin juin 2020). Cette différence méthodologique portant sur un nombre d'actions très réduit, elle est sans impact significatif sur le résultat final.

5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Éléments de passage de la VE à la VCP au 30 juin 2020		
(ké)	BM&A	Bryan Garnier
Dette financière	-	(74)
Disponibilités et équivalents	5 097	5 097
Position financière nette	5 097	5 023
Engagement envers le personnel	(803)	(900)
Valeur nette comptable du contrat SIIPL	8 803	4 402
Cash issu de l'exercice des stock options	432	432
Autres éléments	8 000	3 933
Total	13 097	8 956

Une analyse poste à poste des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres retenus par l'Évaluateur fait ressortir les divergences méthodologiques suivantes :

- **Position financière nette** : La banque prend en compte un montant peu significatif de 74 k€ au titre de la dette de loyer opérationnels (IFRS 16) dans la position financière nette. Nous avons considéré pour que la charge de loyer était intégrée aux flux du plan d'affaires et qu'il n'y avait donc pas lieu de tenir d'une dette de loyer activée au bilan.
- **Engagement de personnels** : l'Évaluateur retient le montant au bilan des engagements envers le personnel alors que nous avons tenu compte de l'économie fiscale induite par la déductibilité de cette charge future au taux de 14 % applicable dans le canton de Genève (l'essentiel des engagements étant comptabilisé au bilan de la filiale suisse).
- **Valeur du contrat SIPL** : la faible maturité (phase 1) de la plateforme Vaxiclase conjuguée au fait que celle-ci ne semble pas devoir être exploitée par SIPL dans un futur proche conduit l'Évaluateur à considérer que la valeur comptable qui lui est attribuée dans les comptes de Genkyotex devrait être divisée par deux. Si nous rejoignons l'Évaluateur sur le principe économique de son analyse, la perspective d'un retrait obligatoire nous conduit à retenir la valeur nette comptable de cet actif, qui n'est pas remise en cause par les commissaires aux comptes sur la base d'un plan d'affaires établi par le management malgré plusieurs décalages de la date du début de perception de revenus dans le cadre de ce contrat. Ainsi, en dépit des incertitudes pesant sur la valeur de cet actif, nous intégrons sa valeur telle que comptabilisée dans les comptes de la Société, ce qui constitue une hypothèse favorable aux actionnaires minoritaires.

5.1.3 Valeur actuelle des Compléments de Prix

L'Évaluateur estime la valeur des Compléments de Prix avec une approche probabiliste quasi identique à celle que nous avons mis en œuvre dans son principe. Dans son application, les approches diffèrent cependant sur le point suivant en cohérence avec son approche rNPV, l'Évaluateur applique un taux d'actualisation de 18,5 % aux flux probabilisés ce qui l'amène, mécaniquement, à extérioriser une valeur centrale inférieure à celle que nous avons obtenue avec des taux de 17,0 % et 17,5 %.

Finalement, l'approche centrale probabiliste de l'évaluateur ressort très proche de notre valeur centrale (0,62 € par action pour l'Évaluateur contre 0,59 € dans nos travaux).

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues

5.2.1 Cours de bourse

L'Évaluateur utilise une date de référence identique à celle que nous avons fixée, soit le 12 août 2020, date du dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre.

D'un point de vue méthodologique il présente des cours quotidiens moyens pondérés par les volumes et fixe sa fourchette basse et haute comme le maximum et le minimum observé sur les cours de clôture, alors que nous avons présentés des cours moyens pondérés sur la base des cours de clôture et des maximum et minimum des plus haut et plus bas journaliers.

L'Évaluateur retient pour le reste de l'analyse des moyennes 60 jours, 120 jours et 250 jours alors que nous avons pour notre part retenu des moyennes 3 mois, 6 mois, 12 mois, 24 mois et 36 mois, d'où les écarts non significatifs dans les moyennes calculées.

Au final, les écarts entre nos calculs ne sont pas matériels.

5.2.2 Opérations récentes sur le capital

5.2.2.1 Augmentation de capital de février dernier

L'approche de l'Évaluateur sur la valeur extériorisée par l'augmentation de capital de février 2020 est identique à la nôtre et n'appelle pas de commentaire de notre part.

5.2.2.2 Conversion des obligations convertibles Yorkville

L'Évaluateur présente les cours auxquels les obligations convertibles détenues par le fonds Yorkville ont été exercées sur la période s'étendant de début novembre 2019 à mi-janvier 2020. Si ces exercices font effectivement partie des transactions récentes sur le capital de la Société, nous avons considéré qu'au vu de leur relative ancienneté (pré-COVID, pré annonce des résultats 2019), leur présentation dans notre évaluation n'apportait pas d'information pertinente supplémentaire par rapport à l'analyse du cours de bourse.

5.2.3 Méthode rNPV

5.2.3.1 Hypothèses du plan d'affaires

L'Évaluateur s'appuie essentiellement sur le plan d'affaires du Management et les probabilités de réussite de chaque phase estimées par ce dernier. La Banque corrige toutefois, comme nous l'avons fait, la probabilité de décaissement des charges liées aux essais de phase 2B/3 pour la PBC fixée à 100 %, le traitement des déficits reportables accumulés en Suisse, ainsi que le pas d'actualisation et la comptabilisation du flux de trésorerie 2020.

L'Évaluateur développe un seul scénario, dans lequel il exclut du plan d'affaires les indications NASH et DKD du fait des dépenses importantes qu'elles engendrent et d'une perspective de revenus trop proche de la date d'expiration des brevets du setanaxib, qui conduit à conférer une valeur présente probabilisée individuelle négative à ces projets.

L'Évaluateur a choisi d'inclure dans son scénario une valeur terminale, mais à un taux de croissance nul (ou négatif en analyse de sensibilité) pour simuler une poursuite atténuée de l'attrition des revenus déclenchée par l'expiration des brevets modélisée sur la période 2029-2034 du plan du Management.

De ce fait, le scénario mis en œuvre par l'Évaluateur se compare à nos scénarios 2 (avec valeur terminale) et 3 (sans valeur terminale).

La Banque a par ailleurs pris la décision de ne prendre en compte le contrat SIIPL que pour la moitié de sa valeur au bilan, soit 4,4 m€ (contre 8,8 m€ au 30 juin 2020, cf. supra). L'impact sur la valeur de ce retraitement s'élève ainsi à 4,4 m€, soit 0,38 € par action sur la base d'un nombre d'actions de 11 724 709.

5.2.3.2 Probabilités de succès

L'Évaluateur reprend dans ses travaux les probabilités de succès fixées par le Management et basées sur l'étude BioMedTracker de 2016. Cette position est identique à celle que nous avons retenue sur la plupart des scénarios que nous avons testés et n'appelle donc pas plus de commentaire de notre part.

5.2.3.3 Taux d'actualisation

Taux d'actualisation : comparaison des approches	BM&A F.basse	Bryan Garnier	BM&A F.haute
TRI du marché	8,64%	7,88%	8,64%
Bêta de l'actif économique : β_u	1,45	1,50	2,16
Levier $L_e = DN / VFP$	-	-	-
Bêta avec levier : β_L	1,45	1,50	2,16
Taux sans risque	(0,30%)	(0,16%)	(0,30%)
Prime AAA	0,26%		0,26%
Prime MEDAF : Π_R	5,43%		5,43%
Prime d'illiquidité de la société	0,29%	8,04%	0,29%
Prime pour aléa de prévision de la société	1,98%		1,98%
Prime de risque de défaut BBB +	1,27%		1,27%
Coût des fonds propres Large Cap (BBB+)	11,39%	11,90%	15,21%
Prime pour risque de défaut Small Cap (B-/BB)	4,17%	-	4,17%
Coût des fonds propres Small Cap	15,55%	na	19,38%
Ajustement pour risque financier	1,57%	6,60%	1,57%
Coût des fonds propres rNPV	17,12%	18,50%	20,95%

Une analyse approfondie de l'approche du taux d'actualisation retenue par l'Évaluateur fait apparaître les divergences suivantes :

- Date de référence** : l'Évaluateur retient des paramètres de taux arrêtés au 10 septembre 2020 alors que nous préférons arrêter nos références à fin juillet et les avons lissées sur 3 mois. L'impact de ce choix est minime, une approche non lissée arrêtée à fin août extériorisant un TRI de marché supérieur de 23 points de base à celui que nous avons retenu.
- Rendement total exigible sur les marchés actions (TRI du marché)** : l'Évaluateur retient des références françaises (OAT 10 ans et prime du CAC 40 Bloomberg) là où nous avons préféré des références couvrant la zone euro (rendement à 10 ans des emprunts d'Etats des pays les mieux notés de la zone / primes de risque Fairness Finance³⁰ zone euro). Ce choix explique une partie de l'écart observé sur ce paramètre (une approche purement française du taux nous aurait amené à retenir un TRI du marché de 8,39 %). Le reliquat s'explique par des différences méthodologiques dans l'appréciation de ce paramètre entre les deux sources d'information.
- Bêta de l'actif économique** : L'évaluateur retient un bêta de 1,5 basé sur un échantillon de sociétés comparables cotées regroupant les quatre sociétés biotechnologiques européennes les plus matures et les mieux financées. Il est donc logique que ce bêta ressorte proche de la fourchette basse de nos analyses (cf. annexe 7.3). Nous avons, pour notre part, cherché à développer une approche plus exhaustive du coefficient de risque systématique applicable à une société biotechnologique, en étendant l'analyse pour extérioriser les fourchettes observées et les caractériser sur la base de critères comme la maturité des essais cliniques.
- Prime de risque de marché** : L'Évaluateur retient la prime de risque CAC 40 publiée par Bloomberg qui ne la décompose pas pour en extraire les éléments qui correspondent à un pur risque systématique MEDAF et ceux qui relèvent de la correction de biais de prévisions (sur lesquels nous considérons que le bêta ne s'applique pas). C'est donc sur ce paramètre que nous relevons une des principales divergences méthodologiques entre les deux approches. L'Évaluateur applique le bêta (1,5) à la totalité de la prime de risque action mesurée par Bloomberg alors que nous ne l'appliquons pour notre part qu'au seul risque purement MEDAF mesuré par l'approche *ex-ante* Fairness Finance³¹.

³⁰ Cf. fairness-finance.com

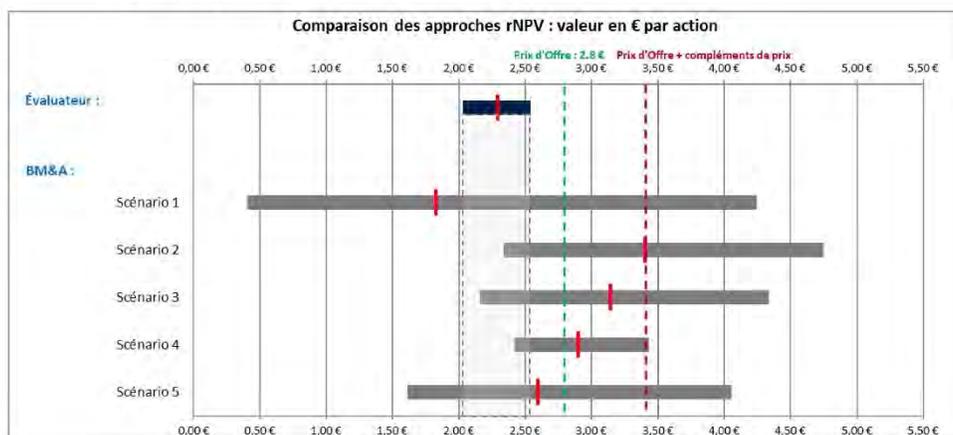
³¹ Cf. fiche technique Fairness Finance n°3 (fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2/methodologie.dhtml).

- **Coût des fonds propres Large Cap** : Du fait des deux principales divergences relevées supra (TRI de marché et mode d'application du coefficient bêta) qui jouent en sens contraire, le coût de fonds propres Large Cap apprécié par l'Évaluateur ressort dans le bas de la fourchette que nous avons retenue.
- **Prime de taille** : L'Évaluateur a fait le choix de ne pas retenir de prime de taille directe dans son appréciation du taux d'actualisation. Nous considérons toutefois que le mécanisme d'ajustement qu'il met en œuvre pour tenir compte du risque de financement des essais et décrit infra, revient à ajouter une prime de risque défaut Small Cap (l'essentiel de la prime de taille mesurée par Fairness Finance étant constitué de l'écart de risque de défaut entre des Large Caps notées en moyenne BBB+ et des Small Caps notées B+).
- **Traitement du risque lié au financement des essais cliniques** : L'Évaluateur tient compte du risque lié au financement des essais clinique en intégrant dans le taux le différentiel de spread observé entre un emprunt BBB (risque attribué à l'échantillon de comparables boursiers) et un emprunt CCC (risque attribué à Genkyotex) qui ressort à 6,6 % selon les données publiées par A. Damodaran en janvier 2020 (soit pré-COVID). Nous considérons cette approche comme discutable d'un point de vue purement théorique pour les raisons suivantes :
 - le spread obligataire taux fixe embarque un risque de taux en plus du risque de défaut et ne permet donc pas de mesurer une pure prime de risque de défaut (ce résultat peut être approché de manière plus rigoureuse via un spread de taux variable ou un spread de CDS, lorsque ces données sont disponibles) ;
 - les spreads obligataires couvrent l'investisseur à la fois contre le risque financier de défaut (remboursement de la dette) et le risque opérationnel de défaut (impossibilité de couvrir ses charges opérationnelles fixes). La prime de risque ajoutée au taux d'actualisation par l'Évaluateur couvre donc des risques potentiellement déjà probabilisés dans les flux.

Nous relevons toutefois qu'il n'existe pas de méthode totalement satisfaisante pour déterminer un taux d'actualisation dans le cas de l'évaluation d'une société biotechnologique et considérons que celle que nous avons appliquée (utilisation de pures primes de risque de défaut, déduction de la part du risque déjà probabilisée dans les flux) est aussi imparfaite. Nous relevons également que, malgré les différences méthodologiques détaillées supra, le niveau de prime pour risque de non-financement des essais cliniques appliqué par l'Évaluateur ressort proche de celui de que nous avons retenu (6,6 % contre un total de 5,7 % dans nos travaux si nous additionnons le risque Small Cap et le risque financier).

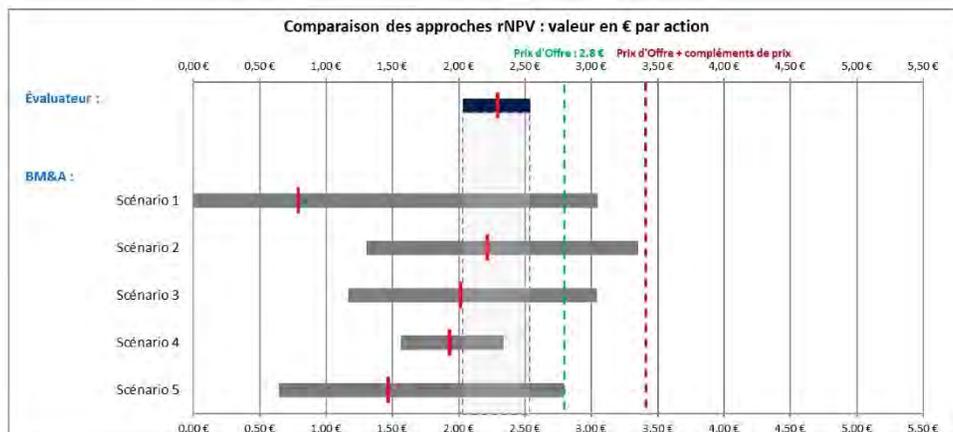
- **Coûts de fonds propres appliqués aux flux probabilisés** : Malgré les différences détaillées supra, le taux d'actualisation retenu par l'Évaluateur ressort proche du milieu de la fourchette extériorisée par nos propres analyses. Du fait de l'éventuel retrait obligatoire envisagé par l'Initiateur nous avons cependant choisi de retenir la fourchette basse de nos travaux, arrondie à 17 %, contre un taux d'actualisation plus élevé, 18,5 %, chez Bryan Garnier.

5.2.3.4 Comparaison des résultats de l'approche



Du fait d'une hypothèse de taux d'actualisation supérieure à celle que nous avons retenue, d'une dépréciation de la valeur du contrat SIIPL et d'une analyse de sensibilité portant uniquement sur les paramètres actuariels, l'Évaluateur extériorise une fourchette de valeurs plus resserrée que les nôtres mais toutefois cohérente avec nos estimations basses. Nous considérons donc cette position prudente pour un nouvel investisseur mais économiquement justifiable au vu des risques significatifs inhérents à l'investissement dans une société biotechnologique en général et dans Genkyotex en particulier.

Du point de vue de la modélisation, nous vérifions les résultats de la Banque et présentons infra à titre indicatif les résultats extériorisés par nos scénarios si nous leur avons appliqué les hypothèses retenues par Bryan Garnier (taux d'actualisation central de 18,5 %, valeur du contrat SIIPL divisée par deux) :



6 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs par action auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 2,8 € par action ajusté de la valeur estimée des Compléments de Prix proposés dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action			Prime/(Décote) vs Offre + earnouts
		basse	centrale	haute	
Cession du bloc majoritaire	Global	2,93 €	3,39 €	3,85 €	
	PdS	3,55 €	3,70 €	3,85 €	(8,4%)
	Marché	2,93 €	3,13 €	3,42 €	8,2%
Cours de bourse (cours moyen pondéré)	12 mois	1,42 €	2,28 €	3,99 €	48,8%
	6 mois	1,42 €	2,33 €	2,99 €	45,3%
	3 mois	2,01 €	2,28 €	2,50 €	48,5%
	20 jours	2,01 €	2,25 €	2,47 €	50,8%
	spot	2,14 €	2,19 €	2,20 €	54,7%
rNPV	Scénario 1	0,40 €	1,82 €	4,24 €	85,7%
	Scénario 2	2,34 €	3,40 €	4,75 €	(0,5%)
	Scénario 3	2,16 €	3,14 €	4,34 €	7,9%
	Scénario 4	2,42 €	2,90 €	3,43 €	17,0%
	Scénario 5	1,61 €	2,59 €	4,05 €	30,7%
Augmentation de capital	06/02/2020		2,02 €		67,8%
Actif net comptable ⁽¹⁾	30/06/2020		1,11 €		206,3%

(1) Méthode présentée à titre indicatif uniquement

Notre approche d'évaluation s'est appuyée sur quatre approches principales :

- La référence au prix de cession du bloc majoritaire, intégrant la valeur présente estimée des Compléments de Prix prévus dans le SPA signé le 13 août 2020 ;
- La référence au cours de bourse, les volumes d'échange sur le titre étant suffisant pour retenir la cotation comme une valeur de marché reflétant le libre jeu de l'offre et de la demande ;
- La référence à l'augmentation de capital de 4,9 m€ de février dernier, peu suivie par le marché ;
- Une approche par actualisation de flux de trésorerie probabilisés (ou rNPV), usuelle pour évaluer des sociétés du secteur biotechnologique.

La référence au prix de cession du bloc majoritaire ne présente logiquement ni prime ni décote. Il constitue cependant une référence de valeur de marché probante dans la mesure où ce prix résulte d'un large processus compétitif conduit entre parties bien informées et aboutissant au transfert du contrôle de la société Genkyotex à un tiers, société dans laquelle les cédants ne conservent aucun intérêt, hormis la perception éventuelle des Compléments de Prix dont bénéficient également les actionnaires minoritaires.

Les références aux moyennes pondérées par les volumes du cours de bourse et au prix de souscription de l'augmentation de capital de février 2020 extériorisent quant à elles des niveaux de prime significatifs par rapport au prix d'Offre (Complément de Prix inclus), compris entre 49 % et 68 %, les valeurs issues de ces références confirmant par ailleurs la faible appétence des investisseurs pour le titre préalablement à l'Offre.

La dernière approche qui met en œuvre la méthode rNPV, conduit, dans la plupart des scénarios retenus, à de larges fourchettes de valeurs qui témoignent d'un niveau d'incertitude très élevé affectant l'ensemble des hypothèses d'exploitation et d'évaluation combiné à une situation financière tendue, Genkyotex ne pouvant assurer la poursuite de son exploitation que jusqu'en février 2021.

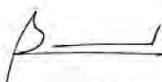
Ce niveau d'incertitude caractérise non seulement le risque d'investissement inhérent au secteur des biotechnologies dans son ensemble, mais également le caractère singulier de la nouvelle classe thérapeutique développée par Genkyotex dont l'intérêt n'a pas encore été définitivement validé par les autorités sanitaires et dont le principal traitement verra sa durée de commercialisation écourtée, du fait d'un dépôt des brevets en 2007.

Enfin, à la difficulté d'estimer intrinsèquement la valeur de la Société s'est ajoutée celle d'estimer la valeur actuelle des Compléments de Prix proposés dans l'Offre. Ainsi, nous avons mis en œuvre une approche multicritère d'évaluation de ces derniers, sur la base du cours de bourse et à travers une méthode probabiliste dont les hypothèses sont issues de l'approche rNPV. Nous évaluons la valeur de ces Compléments de Prix dans un intervalle, également large, compris entre 0,1 et 1,0 € par action, conduisant à un prix d'Offre ajusté de 3,39 €, compris dans une fourchette de 2,9 € à 3,8 €.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 2,8 € en numéraire par action Genkyotex assorti des droits à Compléments de Prix, proposé dans le cadre d'une offre publique de d'achat simplifiée éventuellement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 2 novembre 2020

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé



Stéphane Marande
Senior Manager

7 | ANNEXES

7.1 Décotes sur prix d'Offres observées pendant la période 2012-2020 sur les Offres publiques

Décotes sur prix d'Offres post annonce observées sur les offres publiques		
(en %)	Décote le lendemain de l'annonce	Décote après 1 mois
Valeur minimale observée	-53,5%	-52,6%
3e quartile	-6,3%	-6,7%
Moyenne	-5,8%	-6,1%
Médiane	-1,1%	-1,0%
1e quartile	0,0%	0,0%
Valeur maximale observée	4,6%	7,0%
Marge d'erreur à 95 % de la moyenne	4,2%	4,6%
Fourchette basse	-10,0%	-10,7%
Fourchette haute	-1,6%	-1,5%
Nombre d'observations	30	28

L'analyse d'un échantillon d'une trentaine d'Offres Publiques ayant eu lieu sur la période 2012-2020 fait ressortir une décote moyenne de l'ordre de 6% entre le cours de l'action post annonce et le prix d'Offre. Après prise en compte de l'intervalle de confiance à 95% de cette moyenne, nous estimons la fourchette de décote applicable comme comprise entre 1 % et 10 %.

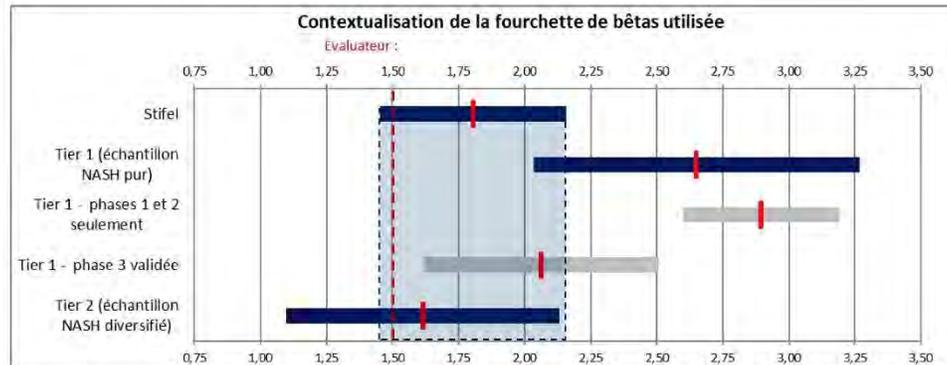
7.2 Détail des probabilités de succès issues de l'étude BioMedTracker

Etude Biomedtracker de 2016 ⁽¹⁾				
Probabilité de succès	Cas général	Maladies métaboliques	Maladies respiratoires	Urologie
Probabilité de succès individuelles :				
Phase 1	63,2%	61,1%	65,3%	57,1%
Phase 2	30,7%	45,2%	29,1%	32,7%
Phase 3	58,1%	71,4%	71,1%	71,4%
NDA	85,3%	77,8%	94,6%	85,7%
Soit probabilités de succès conditionnelles⁽²⁾ pour un médicament en début de phase 1 :				
Phase 1	63,2%	61,1%	65,3%	57,1%
Phase 2	19,4%	27,6%	19,0%	18,7%
Phase 3	11,3%	19,7%	13,5%	13,3%
NDA	9,6%	15,3%	12,8%	11,4%
Soit probabilités de succès conditionnelles⁽²⁾ pour un médicament en début de phase 2 :				
Phase 1	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Phase 2	30,7%	45,2%	29,1%	32,7%
Phase 3	17,8%	32,3%	20,7%	23,3%
NDA	15,2%	25,1%	19,6%	20,0%
Soit probabilités de succès conditionnelles⁽²⁾ pour un médicament en début de phase 3 :				
Phase 1	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Phase 2	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Phase 3	58,1%	71,4%	71,1%	71,4%
NDA	49,6%	55,5%	67,3%	61,2%

(1) "Clinical Development Success Rates 2006-2015", par BIO, Biomedtracker & Amplion.

(2) Probabilités de réussite de chaque phase conditionnées à la réussite des phases précédentes.

7.3 Contextualisation de la fourchette de bêtas retenue



Nous avons élargi l'échantillon proposé par le Management et son conseil en considérant des sociétés visant une autorisation de mise sur le marché pour des indications NASH. Différents niveaux de maturité ont été testé et notamment :

- Un échantillon Tier 1 regroupant des sociétés Biotech développant exclusivement ou principalement des traitements pour la NASH, subdivisé en un deuxième temps entre les sociétés dont les essais cliniques se trouvent en phase 1 et 2 et celles étant en phase 3.

- Un échantillon de Tier 2, regroupant des sociétés Biotech développant des traitements pour la NASH mais de taille plus importante et offrant un profil de risque plus diversifié (Calliditas se trouve classée dans cet échantillon par exemple).

Il ressort de cette analyse que la fourchette de bêtas retenue ressort plus proche des sociétés du Tier 2 que des sociétés du Tier 1, impliquant une sous-estimation du risque systématique et donc un biais favorable à l'actionnaire minoritaire que nous conservons en l'état du fait du retrait obligatoire envisagé par l'Initiateur.

7.4 Passage de la prime de risque de défaut à une probabilité de défaut

Formule passage d'une probabilité de défaut à une prime de risque de défaut :

- Et en temps continu :

$$\Pi_d^t = \hat{r}^t - r^t = - \frac{\ln(1 - D_T \times A)}{T}$$

Où $\begin{cases} r^t = \ln(1 + r) \\ \hat{r}^t = \ln(1 + \hat{r}) \\ \hat{r} = e^{(r_d + r)} - 1 \end{cases}$

Par exemple pour $T = 1$, si : $D_T \times A = 3\%$ alors $\Pi_d^1 \approx 3\%$

Source : « Risque de défaut et valeur des actions : grand oublié ou révolution culturelle ? », étude publiée par Roland Clère et Stéphane Marande en novembre 2017 et disponible sur le site SSRN.

Transformation de la prime de risque de défaut en probabilité de défaut :				
(%)	Notation	Fourch. Basse	Val.centrale	Commentaire
Hypothèses :				
Horizon en années	T	5	5	Horizon moyen du défaut pris en compte dans les flux
Profil de risque crédit		CCC-	CCC+	
Taux sans risque retenu		(0,30%)	(0,30%)	
Spread obligataire vs taux sans risque euro		11,3%	11,3%	Régression des rendements à maturité discrets des obligations corporate à taux fixe émises en euros à fin juillet 2020
Spread de défaut obligataire	Π_d	7,4%	7,4%	Spread de défaut extrait du spread taux fixe (cf. source de l'approche)
Hypothèse de taux de récupération	R	50,0%	50,0%	Part du capital récupéré en cas de défaut
Soit de taux de perte	A	50,0%	50,0%	Part du capital perdu en cas de défaut
Appréciation de la probabilité de défaut à 5 ans :				
Rendement sans risque continu	r^t	(0,30%)	(0,30%)	
Rendement risqué continu	r^t	6,88%	6,88%	
Prime de risque de défaut continue	Π_d	7,19%	7,19%	
Probabilité de défaut à 5 ans correspondante	D_t	60,4%	60,4%	Cf. formule supra et source de l'approche
vs probabilité de défaut historique S&P à 5 ans			68,2%	Probabilité de défaut historique issue des matrices de transition publiée par S&P, retraitées des arrêts de suivi (notes CCC/C)

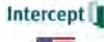
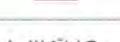
7.5 Echantillons de comparables boursiers :

7.5.1 Echantillon « Stifel »

Société	Description	Principaux agrégats - échelle relative par item rapportée à l'ensemble des comparables
 	<p>La Société se concentre sur le développement et la commercialisation de candidats thérapeutiques pour le traitement des maladies cardiovasculaires et métaboliques, et de la stéatohépatite non alcoolique (NASH).</p> <p>Le produit phare de la Société, le MGL 3196, est un agoniste des récepteurs sélectifs des hormones thyroïdiennes B (THR-b) pour le traitement de l'hypercholestérolémie familiale (FH) hétérozygote et homozygote et de la NASH.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 1 485,5 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 370,3 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 77,2 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 20%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 3</p>
 	<p>NGM Biopharmaceuticals est une société biopharmaceutique dont le produit phare, le NGM1282, est une variante de l'hormone humaine connue sous le nom de FGF19, que la société développe pour le traitement de la NASH.</p> <p>Le NGM313, autre produit en phase avancée, est un anticorps agonistique qui active sélectivement le récepteur 1c-bêta-kloto du facteur de croissance des fibroblastes et a le potentiel d'être un sensibilisateur à l'insuline pour le traitement du diabète de type 2 et de la stéatohépatite non alcoolique.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 1 300,0 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 281,5 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 38,5 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 20%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 3</p>
 	<p>Akero Therapeutics, Inc. est une société de biotechnologie au stade clinique qui se concentre sur le développement et la commercialisation de traitements pour des maladies métaboliques graves.</p> <p>Le principal produit candidat de la société, AKR-001, que la société développe comme traitement pour les patients atteints de NASH, est un analogue du facteur de croissance des fibroblastes 21 (FGF21).</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 1 014,9 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 114,8 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 35,1 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 11%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 2</p>
 	<p>Calliditas Therapeutics AB, anciennement Pharnalink AB, est une société pharmaceutique spécialisée dans le traitement de maladies orphelines principalement d'ordres rénales et hépatiques</p> <p>Elle se concentre sur le développement et la commercialisation de son produit candidat Nefcon, un traitement pour les patients atteints de maladie rénale inflammatoire (néphropathie à IgA) qui risquent d'évoluer vers une insuffisance rénale.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 334,1 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 71,2 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 3,1 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 13%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 1</p>
 	<p>Viking Therapeutics, Inc. est une société biopharmaceutique au stade clinique. La Société se concentre sur le développement de thérapies pour les troubles métaboliques et endocriniens.</p> <p>Elle produit le VK2809, un agoniste sélectif du récepteur bêta thyroïdien disponible par voie orale, de type tissu et sous-type récepteur, qui entre en phase II de développement pour le traitement notamment du NASH.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 442,8 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 245,9 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 23,7 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 20%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 3</p>
 	<p>89bio, Inc. est une société biopharmaceutique en phase clinique.</p> <p>Le principal produit candidat de la société, BIC89-100, un analogue glycoPEGylé du facteur de croissance des fibroblastes 21 (FGF21), est en cours de développement pour le traitement de la stéatohépatite non alcoolique (NASH).</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 428,4 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 80,0 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 52,6 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 16%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 1</p>
 	<p>Cymabay Therapeutics, Inc. est une société biopharmaceutique en phase clinique. La société se concentre sur le développement de thérapies pour traiter les maladies métaboliques.</p> <p>Le principal produit candidat de la société, le soladelpar, est un agoniste puissant et sélectif d'un récepteur pour le traitement de la CBP.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 233,6 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 85,3 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 87,4 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 7%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 3</p>
 	<p>Durect Corporation est une société biopharmaceutique américaine.</p> <p>Le principal produit de la société est le DUR-018, impliqué dans l'hépatite alcoolique et la NASH.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 402,7 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 11,6 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 17,6 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 18,4 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 2</p>
 	<p>Inventiva S.A. est une société biopharmaceutique spécialisée dans le traitement de maladies dans les domaines de la fibrose, de la surcharge lysosomale et de l'oncologie.</p> <p>Le groupe développe deux candidats médicaments - laritribranor et odiparcil - dans la stéatohépatite non alcoolique (e NASH «) et les mucopolysaccharidoses (e MPS «) respectivement.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 427,1 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 35,0 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 4,9 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 30,2 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 9%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 3</p>
 	<p>Poxel est une société biopharmaceutique spécialisée dans le développement de médicaments destinés au traitement des maladies métaboliques, en particulier du diabète de type 2.</p> <p>Le groupe dispose d'un portefeuille de 3 produits en phase de développement clinique dont 1 en phase III pour le traitement du diabète de type 2 et 3 en phase II pour le traitement des anomalies glycémiques et lipidiques.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 203,6 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 20,2 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,1 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 25,7 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 10%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 1</p>
 	<p>GENFIT est une société biopharmaceutique de phase avancée spécialisée dans la découverte et le développement de solutions thérapeutiques et diagnostiques innovantes dans le domaine des maladies du foie, notamment d'origine métabolique (NASH et CBP en particulier).</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 288,6 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 71,2 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 4,4 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 65,1 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 9%</p> <p>Phase en Nash/CP Phase 3</p>

Société	Description	Principaux agrégats - échelle relative par item rapportée à l'ensemble des comparables												
 	<p>Galectin Therapeutics Inc. est une société biopharmaceutique au stade clinique qui se consacre à la recherche et au développement de médicaments pour créer des traitements contre les maladies fibrotiques et le cancer.</p> <p>Elle se concentre sur le développement du GR.MD-02 destiné à être utilisé dans le traitement de la fibrose hépatique (NASH) associée à une maladie hépatique grasse (MNA).</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>142,3 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>40,5 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>10,0 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>7,0%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 1</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	142,3 m€	Disponibilités nettes (m€)	40,5 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	10,0 m€	Cash net / capitalisation (%)	7,0%	Phase en Nash/CBP	Phase 1
Capitalisation boursière (m€)	142,3 m€													
Disponibilités nettes (m€)	40,5 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	10,0 m€													
Cash net / capitalisation (%)	7,0%													
Phase en Nash/CBP	Phase 1													
 	<p>Galmed Pharmaceuticals est une société biopharmaceutique israélienne de stade clinique dont les activités sont axées sur le développement de thérapies pour le traitement des maladies du foie. L'Arachmid, le principal produit de Galmed Pharmaceuticals, est une stéaroyl-coenzyme A désaturase, ciblée sur le foie, utilisée en thérapie orale pour le traitement de la NASH (stéatohépatite non alcoolique).</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>94,2 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>62,0 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>10,5 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>11%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 2</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	94,2 m€	Disponibilités nettes (m€)	62,0 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	10,5 m€	Cash net / capitalisation (%)	11%	Phase en Nash/CBP	Phase 2
Capitalisation boursière (m€)	94,2 m€													
Disponibilités nettes (m€)	62,0 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	10,5 m€													
Cash net / capitalisation (%)	11%													
Phase en Nash/CBP	Phase 2													

7.5.2 Echantillon Tier 1

Société	Description	Principaux agrégats - échelle relative par item rapportée à l'ensemble des comparables												
 	<p>Intercept se concentre sur le développement et la commercialisation de produits thérapeutiques pour le traitement des maladies hépatiques évolutives non virales.</p> <p>Le produit candidat de la Société, l'acide obéticholique (OCA), est un analogue de l'acide biliaire, utilisé notamment pour le traitement de la CBP et du NASH.</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>1.365,3 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>24,3 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>2,5 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>318,8 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>2%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 1</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	1.365,3 m€	Disponibilités nettes (m€)	24,3 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	2,5 m€	Perles nettes 2019 (m€)	318,8 m€	Cash net / capitalisation (%)	2%	Phase en Nash/CBP	Phase 1
Capitalisation boursière (m€)	1.365,3 m€													
Disponibilités nettes (m€)	24,3 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	2,5 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	318,8 m€													
Cash net / capitalisation (%)	2%													
Phase en Nash/CBP	Phase 1													
 	<p>La Société se concentre sur le développement et la commercialisation de candidats thérapeutiques pour le traitement des maladies cardiovasculaires et métaboliques, et de la stéatohépatite non alcoolique (NASH).</p> <p>Le produit phare de la Société, le MGL-3196, est un agoniste des récepteurs sélectifs des hormones thyroïdiennes β (THR β) pour le traitement de l'hypercholestérolémie familiale (FH) hétérozygote et homozygote et de la NASH.</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>1.485,5 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>390,1 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>17,0 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>1%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 1</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	1.485,5 m€	Disponibilités nettes (m€)	390,1 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	17,0 m€	Cash net / capitalisation (%)	1%	Phase en Nash/CBP	Phase 1
Capitalisation boursière (m€)	1.485,5 m€													
Disponibilités nettes (m€)	390,1 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	17,0 m€													
Cash net / capitalisation (%)	1%													
Phase en Nash/CBP	Phase 1													
 	<p>Galectin Therapeutics Inc. est une société biopharmaceutique au stade clinique qui se consacre à la recherche et au développement de médicaments pour créer des traitements contre les maladies fibrotiques et le cancer.</p> <p>Elle se concentre sur le développement du GR.MD-02 destiné à être utilisé dans le traitement de la fibrose hépatique (NASH) associée à une maladie hépatique grasse (MNA).</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>142,4 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>40,5 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>10,0 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>7,0%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 1</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	142,4 m€	Disponibilités nettes (m€)	40,5 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	10,0 m€	Cash net / capitalisation (%)	7,0%	Phase en Nash/CBP	Phase 1
Capitalisation boursière (m€)	142,4 m€													
Disponibilités nettes (m€)	40,5 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	10,0 m€													
Cash net / capitalisation (%)	7,0%													
Phase en Nash/CBP	Phase 1													
 	<p>Poxel est une société biopharmaceutique spécialisée dans le développement de médicaments destinés au traitement des maladies métaboliques, en particulier du diabète de type 2.</p> <p>Le groupe dispose d'un portefeuille de 3 produits en phase de développement clinique dont 1 en phase III pour le traitement du diabète de type 2 et 3 en phase II pour le traitement des anomalies glycémiques et lipidiques.</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>203,6 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>30,2 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,1 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>35,7 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>15%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 2</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	203,6 m€	Disponibilités nettes (m€)	30,2 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,1 m€	Perles nettes 2019 (m€)	35,7 m€	Cash net / capitalisation (%)	15%	Phase en Nash/CBP	Phase 2
Capitalisation boursière (m€)	203,6 m€													
Disponibilités nettes (m€)	30,2 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,1 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	35,7 m€													
Cash net / capitalisation (%)	15%													
Phase en Nash/CBP	Phase 2													
 	<p>GENFIT est une société biopharmaceutique de phase avancée spécialisée dans la découverte et le développement de solutions thérapeutiques et diagnostiques innovantes dans le domaine des maladies du foie, notamment d'origine métabolique (NASH et CBP en particulier).</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>190,6 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>71,2 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>1,4 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>94,1 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>37%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 3</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	190,6 m€	Disponibilités nettes (m€)	71,2 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	1,4 m€	Perles nettes 2019 (m€)	94,1 m€	Cash net / capitalisation (%)	37%	Phase en Nash/CBP	Phase 3
Capitalisation boursière (m€)	190,6 m€													
Disponibilités nettes (m€)	71,2 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	1,4 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	94,1 m€													
Cash net / capitalisation (%)	37%													
Phase en Nash/CBP	Phase 3													
 	<p>Galmed Pharmaceuticals est une société biopharmaceutique israélienne de stade clinique dont les activités sont axées sur le développement de thérapies pour le traitement des maladies du foie. L'Arachmid, le principal produit de Galmed Pharmaceuticals, est une stéaroyl-coenzyme A désaturase, ciblée sur le foie, utilisée en thérapie orale pour le traitement de la NASH (stéatohépatite non alcoolique).</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>94,2 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>62,0 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>10,5 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>11%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 2</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	94,2 m€	Disponibilités nettes (m€)	62,0 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	10,5 m€	Cash net / capitalisation (%)	11%	Phase en Nash/CBP	Phase 2
Capitalisation boursière (m€)	94,2 m€													
Disponibilités nettes (m€)	62,0 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	10,5 m€													
Cash net / capitalisation (%)	11%													
Phase en Nash/CBP	Phase 2													
 	<p>Cymabay Therapeutics, Inc. est une société biopharmaceutique en phase clinique. La société se concentre sur le développement de thérapies pour traiter les maladies métaboliques.</p> <p>Le principal produit candidat de la société, le selétiptar, est un agoniste puissant et sélectif d'un récepteur pour le traitement de la CBP.</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>213,6 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>146,1 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>37,4 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>7%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 2</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	213,6 m€	Disponibilités nettes (m€)	146,1 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	37,4 m€	Cash net / capitalisation (%)	7%	Phase en Nash/CBP	Phase 2
Capitalisation boursière (m€)	213,6 m€													
Disponibilités nettes (m€)	146,1 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	37,4 m€													
Cash net / capitalisation (%)	7%													
Phase en Nash/CBP	Phase 2													
 	<p>NGM Biopharmaceuticals est une société biopharmaceutique dont le produit phare, le NDM202, est une variante de l'hormone humaine connue sous le nom de FGF19, que la société développe pour le traitement de la NASH.</p> <p>Le NDM313, autre produit en phase avancée, est un anticorps agonistique qui active sélectivement le récepteur 10-beta-klotho du facteur de croissance des fibroblastes et a le potentiel d'être un sensibilisateur à l'insuline pour le traitement du diabète de type 2 et de la stéatohépatite non alcoolique.</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>1.190,0 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>363,8 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>60,9 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>5%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 2</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	1.190,0 m€	Disponibilités nettes (m€)	363,8 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	60,9 m€	Cash net / capitalisation (%)	5%	Phase en Nash/CBP	Phase 2
Capitalisation boursière (m€)	1.190,0 m€													
Disponibilités nettes (m€)	363,8 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	60,9 m€													
Cash net / capitalisation (%)	5%													
Phase en Nash/CBP	Phase 2													
 	<p>Akero Therapeutics, Inc. est une société de biotechnologie au stade clinique qui se concentre sur le développement et la commercialisation de traitements pour des maladies métaboliques graves.</p> <p>Le principal produit candidat de la société, AKR-001, que la société développe comme traitement pour les patients atteints de NASH, est un analogue du facteur de croissance des fibroblastes 21 (FGF21).</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>1.014,9 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>114,8 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>30,1 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>3%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 2</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	1.014,9 m€	Disponibilités nettes (m€)	114,8 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	30,1 m€	Cash net / capitalisation (%)	3%	Phase en Nash/CBP	Phase 2
Capitalisation boursière (m€)	1.014,9 m€													
Disponibilités nettes (m€)	114,8 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	30,1 m€													
Cash net / capitalisation (%)	3%													
Phase en Nash/CBP	Phase 2													
 	<p>Viking Therapeutics, Inc. est une société biopharmaceutique au stade clinique. La Société se concentre sur le développement de thérapies pour les troubles métaboliques et endocriniens.</p> <p>Elle produit le VK2809, un agoniste sélectif du récepteur bêta-thyroïdien disponible par voie orale, de type tissu et sous-type récepteur, qui entre en phase II de développement pour le traitement, notamment du NASH.</p>	<table border="1"> <tr><td>Capitalisation boursière (m€)</td><td>442,8 m€</td></tr> <tr><td>Disponibilités nettes (m€)</td><td>245,9 m€</td></tr> <tr><td>Chiffre d'affaires 2019 (m€)</td><td>0,0 m€</td></tr> <tr><td>Perles nettes 2019 (m€)</td><td>30,7 m€</td></tr> <tr><td>Cash net / capitalisation (%)</td><td>7%</td></tr> <tr><td>Phase en Nash/CBP</td><td>Phase 2</td></tr> </table>	Capitalisation boursière (m€)	442,8 m€	Disponibilités nettes (m€)	245,9 m€	Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€	Perles nettes 2019 (m€)	30,7 m€	Cash net / capitalisation (%)	7%	Phase en Nash/CBP	Phase 2
Capitalisation boursière (m€)	442,8 m€													
Disponibilités nettes (m€)	245,9 m€													
Chiffre d'affaires 2019 (m€)	0,0 m€													
Perles nettes 2019 (m€)	30,7 m€													
Cash net / capitalisation (%)	7%													
Phase en Nash/CBP	Phase 2													

Société	Description	Principaux agrégats - échelle relative par item rapportée à l'ensemble des comparables
 <p>Immuron se concentre sur la recherche et le développement pour le traitement d'une gamme d'infections et de maladies immunomodulées.</p> <p>Elle développe également des produits pour des applications telles que la stéatohépatite non alcoolique (NASH) et la stéatohépatite alcoolique (ASH).</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 80,3 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 3,2 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 2,7 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 0 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	
 <p>89bio, Inc. est une société biopharmaceutique en phase clinique.</p> <p>Le principal produit candidat de la société, BIOR9 100, un analogue glycoPEGylé du facteur de croissance des fibroblastes 21 (FGF21), est en cours de développement pour le traitement de la stéatohépatite non alcoolique (NASH).</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 428,4 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 80,0 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 0,0 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 52,5 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	
 <p>inventiva S.A. est une société biopharmaceutique spécialisée dans le traitement de maladies dans les domaines de la fibrose, de la surcharge lysosomale et de l'oncologie.</p> <p>Le groupe développe deux candidats médicaments - lanfibranor et odaparcol - dans la stéatohépatite non alcoolique (« NASH ») et les mucopolysaccharidoses (« MPS ») respectivement.</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 427,1 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 35,0 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 4,9 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 30,2 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	
 <p>Hepion se concentre sur le développement de thérapies ciblées pour les maladies hépatiques découlant de la stéatohépatite non alcoolique (NASH) et de l'infection chronique par le virus de l'hépatite.</p> <p>Son principal candidat-médicament oral, le CRV431, réduit la charge tumorale due à la fibrose hépatique et au carcinome hépatocellulaire dans les modèles expérimentaux de NASH.</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 30,9 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 1,7 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 0,0 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 11,3 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 1</p>	
 <p>ImmuneBio se concentre sur le développement de stratégies pour l'oncologie qui se concentrent sur la réingénierie et l'exploitation du système immunitaire inné pour le traitement du cancer.</p> <p>Ses efforts de recherche portent aussi sur le NASH dont le candidat médicament, iVivato, est entré en phase 2.</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 189,0 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 6,7 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 0,0 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 5,8 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	
 <p>La société se concentre sur la recherche et le développement de thérapies basées sur les mitochondries (MIT) pour le traitement des maladies chroniques et liées à l'âge.</p> <p>Le composé principal de la société, CB4211, est en phase 1b d'un essai clinique de phase 1a/1b pour la NASH et l'obésité.</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 65,1 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 6,7 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 0,0 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 0 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 1</p>	

7.5.3 Echantillon Tier 2

Société	Description	Principaux agrégats - échelle relative par item rapportée à l'ensemble des comparables
 <p>Theratechnologies inc. est une société pharmaceutique canadienne spécialisée dans la recherche sur des traitements liés au VIH.</p> <p>L'un de ses candidats médicaments, le Tesamorelin F8, permet le traitement du NASH pour les patients atteints du VIH, qui sont eux-mêmes particulièrement sensibles au NASH avec une prévalence de 40 %.</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 147,1 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 16,4 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 21,7 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 11,9 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 11%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	
 <p>Enanta Pharmaceuticals, Inc. est une société de biotechnologie axée sur la recherche et le développement.</p> <p>Ses programmes de recherche et développement sont axés sur trois cibles : la stéatohépatite non alcoolique (NASH)/cholange biliaire primitive (CBP), le virus respiratoire syncytial (RSV) et le virus de l'hépatite B (HBV).</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 918,0 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 308,8 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 251,3 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 43,9 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 33%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	
 <p>Durect Corporation est une société biopharmaceutique américaine.</p> <p>Le principal produit de la société est le DUR-928, impliqué dans l'hépatite alcoolique et la NASH.</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 482,7 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 11,6 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 17,6 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 18,4 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	
 <p>Lipocine Inc. est une société biopharmaceutique en phase clinique.</p> <p>Son principal produit candidat, TIANDO, est une thérapie orale de remplacement de la testostérone. Sa gamme de produits comprend également une thérapie androgène orale pour le traitement de la stéatohépatite pré-cirrhotique non alcoolique, LPCN 1144.</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 55,5 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 0,2 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 0,0 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 11,9 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 11%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	
 <p>Calliditas Therapeutics AB, anciennement Pharmedica AB, est une société pharmaceutique spécialisée dans le traitement de maladies orphelines principalement d'ordres rénales et hépatiques.</p> <p>Elle se concentre sur le développement et la commercialisation de son produit candidat Nefecox, un traitement pour les patients atteints de maladie rénale inflammatoire (néphropathie à IgA) qui risquent d'évoluer vers une insuffisance rénale.</p>	<p>Capitalisation boursière (M€) 534,1 M€</p> <p>Disponibilités nettes (M€) 71,2 M€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (M€) 0,0 M€</p> <p>Pertes nettes 2019 (M€) 4,1 M€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 10%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>	

Société	Description	Principaux agrégats - échelle relative par item rapportée à l'ensemble des comparables
	<p>Zealand Pharma A/S est une société biopharmaceutique danoise spécialisée dans la découverte, le développement et la commercialisation de médicaments à base de peptides.</p> <p>Parmi ses produits phares figurent le GLP-1 qui traite les problèmes d'obésité, du diabète de type 2 et NASH.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 1 244,9 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 154,5 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 25,7 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 75,5 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 12%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>
	<p>Can Fite BioPharma Ltd est une société biopharmaceutique basée en Israël. La Société développe de nouveaux traitements pour les maladies auto-immunes et le cancer.</p> <p>Elle développe notamment le CF102 pour le traitement des maladies du foie comme la NASH et le cancer du foie, pour lequel leur candidat médicament est en phase 2.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 27,2 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 2,4 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,3 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) nd</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 8%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>
	<p>MedicInova se concentre sur l'acquisition et le développement de petites molécules thérapeutiques pour le traitement de maladies dont les besoins médicaux ne sont pas satisfaits et se concentre sur le marché américain.</p> <p>Elle développe notamment le MN-001 (Fialakast), un composé utilisé pour le traitement des maladies fibrotiques, comme la stéatohépatite non alcoolique et la fibrose pulmonaire idiopathique.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 214,9 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 55,4 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 11,7 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 26%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>
	<p>Synairgen est engagée dans la découverte de médicaments et le développement de thérapies pour les maladies respiratoires, particulièrement dans les domaines de l'asthme sévère, de la maladie pulmonaire obstructive chronique (MPOC) et de la fibrose pulmonaire idiopathique.</p> <p>Ses programmes de médicaments comprennent l'IFN-α (SNG001) pour l'asthme et la MPOC, et les inhibiteurs de la protéine 2 de type Tysyl oxydase (LOX2) pour la FPI.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 250,5 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 2,0 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 4,4 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 8%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>
	<p>Albireo Pharma, Inc, anciennement Biocel Inc, est une société biopharmaceutique spécialisée.</p> <p>Elle se concentre sur le développement et la commercialisation de modulateurs de l'acide biliaire pour traiter les maladies orphelines du foie et les troubles gastro-intestinaux.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 342,3 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) 105,0 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 59,7 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 31%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 2</p>
	<p>Tizona Life Sciences PLC est une entreprise de biotechnologie en phase clinique. La société se concentre sur des médicaments clés pour traiter des maladies en oncologie et en immunologie, avec un accent sur les cancers métastatiques.</p> <p>Son candidat médicament principal, le toratumab, est en phase 2 pour le traitement de la maladie de Crohn, pourrait se voir étendre au NASH, aujourd'hui en phase préclinique.</p>	<p>Capitalisation boursière (m€) 252,5 m€</p> <p>Disponibilités nettes (m€) -0,9 m€</p> <p>Chiffre d'affaires 2019 (m€) 0,0 m€</p> <p>Pertes nettes 2019 (m€) 5,2 m€</p> <p>Cash net / capitalisation (%) 0%</p> <p>Phase en Nash/CBP Phase 1</p>



Audit



**Conseil et support
opérationnels**



Conseil financier



**Conseil et support opérationnels
aux établissements financiers**

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763