



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

ERYTECH PHARMA

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

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

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



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

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Lyon en date du 2 mars 2023, concernant l'apport de titres de la société PHERECYDES PHARMA à la société ERYTECH PHARMA, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport conformément à la doctrine de l'Autorité des Marchés Financiers (Position - recommandation AMF DOC-2020-06). Il nous appartient, au titre de cette mission, d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée dans le cadre de l'apport.

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la valeur de l'apport.

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

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le caractère équitable de la rémunération de l'apport. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire de l'apport sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

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

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

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

Nos constatations et conclusions sont présentées ci-après, selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération envisagée et description de l'apport
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres apportés et aux actions de la société bénéficiaire
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Synthèse - Points clés
5. Conclusion



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

1.1 Contexte de l'opération

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

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

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

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

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

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

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



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

1.2 Présentation des sociétés en présence

1.2.1 ERYTECH, Société Bénéficiaire de l'Apport

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

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

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

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

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

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



1.2.2 PHERECYDES, Société dont les titres sont apportés

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

1.3 Description de l'opération

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

1.3.1 Caractéristiques essentielles de l'Apport

Date d'effet

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

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

Régime juridique

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

Régime fiscal

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



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

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

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

1.3.2 Conditions suspensives

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

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

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

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

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



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

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

1.4 Description et évaluation de l'Apport

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

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

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

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

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



1.5 Rémunération de l'Apport

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

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

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

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

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres apportés et aux actions de la Société Bénéficiaire

2.1. Diligences mises en œuvre

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

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



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

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin d'apprécier la rémunération des apports et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions apportées et aux actions de la Société Bénéficiaire et le caractère équitable de la rémunération par rapport à ces valeurs relatives.

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

- Nous nous sommes entretenus avec des représentants d'ERYTECH et de PHERECYDES et leurs conseils tant pour prendre connaissance de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe, que pour analyser les modalités comptables, financières et juridiques envisagées ;
- Nous avons examiné le Traité d'apport et ses annexes en date du 5 mai 2023 ;
- Nous avons examiné la documentation juridique et financière en lien avec l'opération, en ce compris le Protocole d'Accord (MoU) et ses annexes et le Projet de Document d'Exemption devant être soumis à l'AMF ;
- Nous avons revu la documentation juridique relative à PHERECYDES et à la Société Bénéficiaire ;
- Nous avons pris connaissance des états financiers consolidés d'ERYTECH au 31 décembre 2022, avons examiné le rapport des Commissaires aux comptes établis dans le cadre de leur audit des comptes consolidés au titre de cet exercice et nous sommes assurés que ces derniers n'intégraient pas de réserve ;
- Nous avons pris connaissance des comptes sociaux de PHERECYDES au 31 décembre 2022, avons examiné le rapport du commissaire aux comptes établi dans le cadre de son audit des comptes annuels et nous sommes assurés que ce dernier ne comportait pas de réserve ;
- Nous avons revu les données budgétaires et prévisionnelles établies par les directions de PHERECYDES et d'ERYTECH et nous sommes entretenus avec les responsables concernés pour discuter de la pertinence des hypothèses retenues ;
- Nous avons examiné l'annexe 2 du Traité d'apport qui définit la valeur de l'Apport et sa rémunération ;
- Nous avons analysé et revu avec le conseil financier mandaté dans le cadre de la Fusion (ODDO BHF) les éléments de valorisation de PHERECYDES et d'ERYTECH qui figurent en Annexe 2 du Traité d'apport ainsi que dans son rapport de valorisation sous-jacent à ces analyses ;



- Nous avons analysé la pertinence des approches d'évaluation retenues par les parties et des paramètres utilisés, puis mis en œuvre des méthodes similaires ou alternatives de valorisation et réalisé des tests de sensibilité de la rémunération de l'Apport pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents.

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

2.2 Valeurs relatives retenues par les parties

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

2.2.1 Valorisation des actions PHERECYDES

A l'issue de leur négociation, la valeur relative des actions PHERECYDES apportées a été fixée par les parties à 1.894.132 €, soit 2,29 € par action, par référence au cours de bourse *spot* de PHERECYDES au 19 janvier 2023, correspondant à la date de signature de la lettre d'offre (« LOI ») et de la détermination de la parité dans le cadre de la Fusion.

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

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

Les parties ont écarté :

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



Les valeurs de PHERECYDES qui ressortent des méthodes d'évaluation mises en œuvre encadrent la valeur d'Apport retenue par les parties.

Approche	Valeur par action (en € par action)	
	Min.	Max.
Méthodes de valorisation principales :		
Actualisation des flux de trésorerie	2,41	2,84
Cours de bourse - CMPV (19/01/2023)	2,04	3,51
Méthode de valorisation à titre indicatif :		
Cours de bourse - CMPV (15/02/2023)	2,22	3,26
Objectif de cours des analystes	7,40	7,40

2.2.2 Valorisation des actions de la Société Bénéficiaire

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

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

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

Les parties ont écarté :

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



Les valeurs d'ERYTECH qui ressortent des autres méthodes d'évaluation mises en œuvre encadrent la valeur retenue par les parties.

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

2.2.3 Rémunération de l'Apport

Aux termes de leurs discussions, les parties sont convenues de fixer la rémunération de l'Apport par comparaison directe des valeurs relatives des cours de bourse *spot* des deux sociétés au 19 janvier 2023.

Ainsi, sur la base de la comparaison des valeurs relatives retenues, soit 1.894.132 € pour l'Apport et 0,61 € pour l'action ERYTECH, l'Apport de 827.132 actions PHERECYDES sera rémunéré par 3.101.745 actions nouvelles ERYTECH émises au prix unitaire de 0,61 €.

Cette rémunération s'inscrit dans la fourchette ressortant des approches d'évaluation retenues :

Approche	Valeur implicite de l'apport (€)	Valeur par titre d'Erytech (€)	Nombre d'actions Erytech
Méthodes de valorisation principales :			
Actualisation des flux de trésorerie	1 994 298 - 2 346 160	0,64 - 0,76	3 835 188 - 4 511 846
Cours de bourse - CMPV (19/01/2023)	1 687 349 - 2 903 233	0,54 - 0,94	3 443 570 - 2 874 488
Méthode de valorisation à titre indicatif :			
Cours de bourse - CMPV (15/02/2023)	1 836 233 - 2 696 450	0,59 - 0,87	2 481 396 - 2 779 846
Objectif de cours des analystes	6 120 777 - 6 120 777	1,97 - 1,97	1 912 743 - 1 912 743



2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives

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

- S'agissant de l'appréciation de la rémunération dans un contexte de négociation entre tiers indépendants, les parties ont apprécié la rémunération au regard de critères que nous considérons usuels et adaptés au regard des activités et des caractéristiques respectives des sociétés concernées ;
- Les valeurs relatives retenues par les parties reposent sur les cours de bourse *spot* des deux sociétés au 19 janvier 2023, date de signature de la lettre d'offre (« LOI ») et de la détermination de la parité dans le cadre de la Fusion. Si cette approche apparaît cohérente au regard des besoins des parties dans le cadre de la fixation de la rémunération, elle ne permet pas néanmoins de tenir compte des éventuels événements intervenus depuis cette date, susceptibles d'avoir un impact sur les valeurs relatives retenues. Néanmoins, nous n'avons pas identifié d'événements intervenus depuis cette date, qui soit de nature à remettre en cause les paramètres et données utilisés par les parties pour la fixation de la rémunération. Par ailleurs, le management de PHERECYDES et d'ERYTECH nous a confirmé par une lettre d'affirmation l'absence de tels événements.
- L'approche par les flux de trésorerie mise en œuvre à titre principal par les parties et la référence au cours de bourse au 15 février 2023, ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes mise en œuvre à titre indicatif, encadrent les valeurs relatives retenues.
- Nous avons examiné les motifs qui ont conduit à écarter certaines méthodes d'évaluation et estimons que ces critères ont été écartés à juste titre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons par ailleurs mis en œuvre des approches de valorisation alternatives ou similaires à celles des parties avec nos propres paramètres, et procédé à des analyses de sensibilité.



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

A titre principal :

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

Concernant PHERECYDES nous avons mis en œuvre une approche par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) à partir des projections du management, lesquelles tiennent notamment compte (i) de la capacité de PHERECYDES à financer son développement sur une base *standalone* compte tenu de la consommation de trésorerie attendue en début de période et (ii) des probabilités de succès pour le développement et la commercialisation des différentes indications.

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

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

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

A titre secondaire :

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

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



A titre indicatif :

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

2.3.1 Méthodes écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les mêmes méthodes que les parties, à savoir :

2.3.1.1. Actif net comptable

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

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

L'actif net comptable consolidé d'ERYTECH au 31 décembre 2022 s'établit à 23.487 K€, soit une valeur par action de 0,76 € (sur la base du nombre d'actions composant le capital social à cette même date).

2.3.1.2. Actif net comptable réévalué

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

2.3.1.3. Approches analogiques fondées sur les comparables boursiers et sur les transactions comparables

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



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

2.3.1.4. Référence aux augmentations de capital récentes

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

Cette méthode n'a pas été retenue en raison de la date relativement ancienne de la dernière augmentation de capital d'ERYTECH (souscription en décembre 2021 de 769.608 actions assorties de bons de souscription d'actions (ABSA), chaque ABSA étant composée de 4 ADS et 3 BSA, au prix de 2,26€ par action), qui a depuis mis un terme à ses principaux projets de développement clinique. Dans ces conditions, la comparaison avec la dernière augmentation de capital de PHERECYDES réalisée en septembre 2022 au prix de 2,32 € par action n'apparaît pas pertinente.

2.3.2. Paramètres communs aux méthodes de valorisation mises en œuvre

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

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

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

PHERECYDES

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

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



Nos travaux ont été conduits à partir des projections du management, lesquelles tiennent notamment compte (i) de la capacité de PHERECYDES à financer son développement sur une base *standalone* compte tenu de la consommation de trésorerie attendue en début de période et (ii) des probabilités de succès pour le développement et la commercialisation des différentes indications.

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

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital, reflétant le risque d'exécution des projections dont on rappelle qu'elles intègrent déjà des probabilités de succès pour le développement et la commercialisation des indications. Des tests de sensibilité ont été réalisés sur le taux d'actualisation et le taux de croissance normative.

ERYTECH

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

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

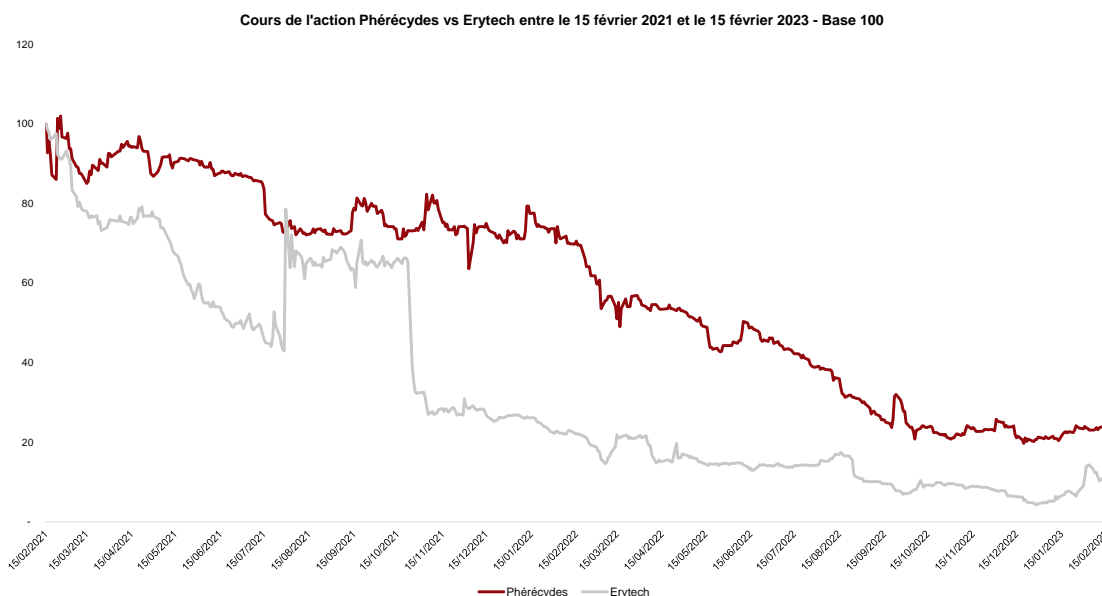
Nous avons donc privilégié une approche liquidative de la valeur d'ERYTECH, consistant à déterminer la trésorerie (boni de liquidation) qui pourrait être distribuée aux actionnaires après cession des actifs de la société, encaissement des créances, paiement de l'ensemble des passifs et des coûts afférents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

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

Selon cette approche, le nombre d'actions ERYTECH à émettre en rémunération de l'Apport est compris dans une fourchette de 3.084.093 à 3.557.614.

2.3.4. Cours de bourse de Phérécydes et d'Erytech

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



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

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

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

Analyse au 19 janvier 2023 (à titre principal)

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



Sur cette période, les cours moyens pondérées par les volumes (« CMPV ») et le nombre d'actions à émettre en rémunération de l'Apport se présentent comme suit :

Méthode de valorisation	Valeur de l'action Phérécydes (€)	Valeur de l'action Erytech (€)	Nombre d'action à émettre en rémunération de l'apport
Cours spot à la signature de la LOI - 19/01/2023	2,29	0,61	3 105 135
CMPV 1 mois	2,15	0,48	3 682 435
CMPV 60 jours	2,21	0,50	3 633 237
CMPV 6 mois	2,51	0,64	3 236 150
CMPV 1 an	3,51	1,02	2 845 081

Selon cette approche, le nombre d'actions ERYTECH à émettre en rémunération de l'Apport est compris dans une fourchette de 2.845.081 à 3.682.435.

Analyse au 15 février 2023 (à titre secondaire)

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

Méthode de valorisation	Valeur de l'action Phérécydes (€)	Valeur de l'action Erytech (€)	Nombre d'action à émettre en rémunération de l'apport
Cours spot à l'annonce de l'opération - 15/02/2023	2,63	0,88	2 486 122
CMPV 1 mois	2,37	0,89	2 193 927
CMPV 60 jours	2,24	0,74	2 517 428
CMPV 6 mois	2,39	0,74	2 689 879
CMPV 1 an	3,25	0,97	2 762 096

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

Selon cette approche, le nombre d'actions ERYTECH à émettre en rémunération de l'Apport est compris dans une fourchette de 2.193.927 à 2.762.096.



2.3.5. Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

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

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

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

Selon cette approche, le nombre d'actions ERYTECH PHARMA à émettre en rémunération de l'Apport est de 1.912.743.

3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

3.1 Rémunération de l'Apport proposée

La rémunération proposée a été déterminée d'après les valeurs relatives de l'Apport d'une part, et de l'action ERYTECH d'autre part, présentées en § 2.2. Elle se traduit par l'émission de 3.101.745 actions ERYTECH.

3.2 Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour apprécier le caractère équitable de la rémunération de l'Apport.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux, précédemment décrits (§2.3), à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions apportées et aux actions de la Société Bénéficiaire.

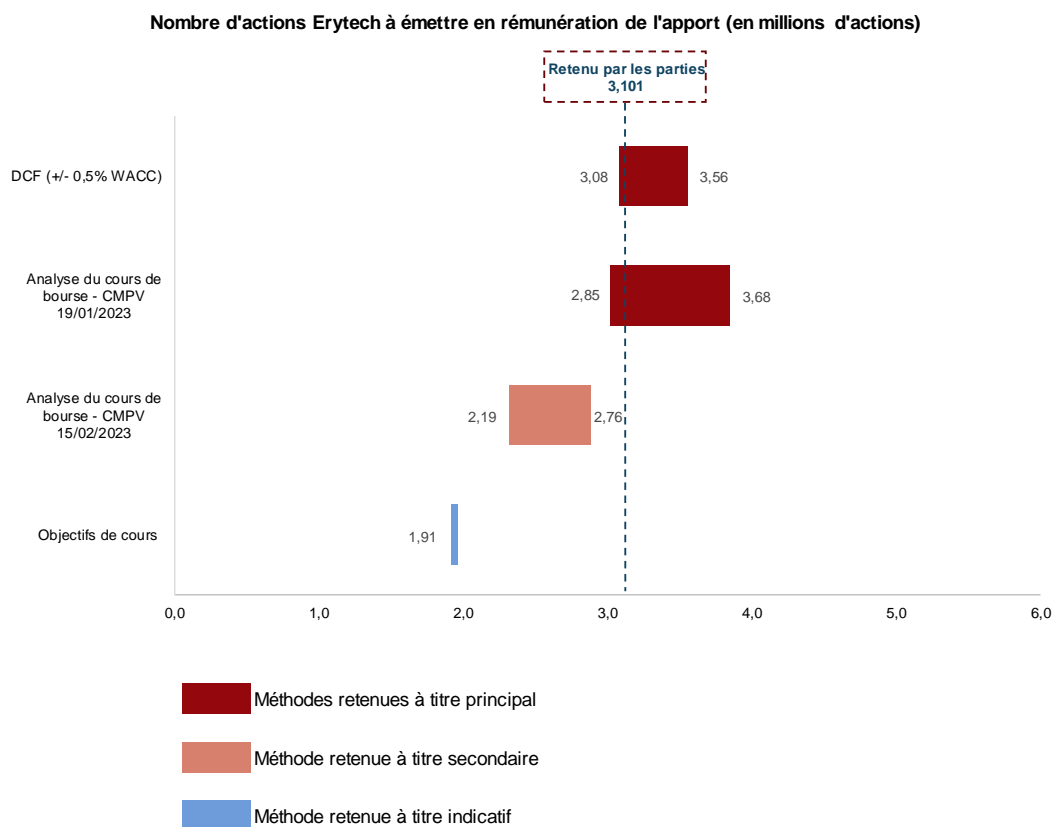
Sur cette base, nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération proposée.

3.3 Appréciation et positionnement de la rémunération proposée

Afin d'apprécier la rémunération retenue par les parties, nous avons déterminé le nombre d'actions ERYTECH à émettre en rémunération de l'Apport, en considérant une approche multicritère.



Nous présentons ci-après les fourchettes d'actions ERYTECH (en millions) à émettre en rémunération de l'Apport résultant de nos travaux.



Dans le cadre de notre appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée, nous relevons que la rémunération retenue par les parties s'inscrit dans la fourchette de l'analyse du cours de bourse au 19 janvier 2023 (cours spot et CMPV 1 mois à 12 mois), et est encadrée par l'approche DCF et l'analyse du cours de bourse au 15 février 2023, et apparaît donc équitable pour les actionnaires actuels d'ERYTECH.



3.4 Conséquences de l'Apport pour les Apporteurs et la Société Bénéficiaire

Conséquence de l'Apport pour la Société Bénéficiaire

L'Apport d'environ 10,42% du capital de la société PHERECYDES, qui s'inscrit dans le contexte du projet de fusion par voie d'absorption de PHERECYDES par ERYTECH, a pour objectif de pallier l'éventuel défaut de quorum à l'assemblée générale des actionnaires d'ERYTECH devant statuer sur la Fusion. Il est réalisé selon le même ratio d'échange que celui de la Fusion.

La Fusion vise à donner de la visibilité financière à la nouvelle entité, avec une position de trésorerie consolidée d'environ 41 M€ au 31 décembre 2022, et à capitaliser sur les équipes de PHERECYDES et d'ERYTECH pour à la fois accélérer et étendre les programmes de développement en phagothérapie existants de PHERECYDES, lancer de nouveaux candidats phages et élargir potentiellement le champ d'application à de nouvelles modalités thérapeutiques en s'appuyant sur les plateformes technologiques avancées et les compétences des deux sociétés.

Conséquence de l'Apport pour les Apporteurs

L'Apport et la Fusion permettront à PHERECYDES de bénéficier des ressources financières et humaines nécessaires à la poursuite de ses programmes de développement.

Par ailleurs, l'Apport étant réalisé selon le même ratio d'échange que celui de la Fusion, les Apporteurs bénéficient des mêmes conditions que celles qui seront proposées à l'ensemble des actionnaires de PHERECYDES.

4. Synthèse – points clés

La présente opération d'apport s'inscrit dans le contexte du projet de fusion par voie d'absorption de PHERECYDES par ERYTECH, qui vise à permettre au groupe ERYTECH de retrouver une activité en contribuant au développement des projets de PHERECYDES, avec un potentiel de création de valeur pour ses actionnaires.

Pour l'actionnaire de PHERECYDES, l'opération vise à permettre la poursuite du programme de développement en bénéficiant des ressources financières et humaines dont dispose ERYTECH. On rappelle qu'avant la conclusion du MoU, PHERECYDES était dans une impasse quant au financement de ses programmes de développement cliniques.

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



Les deux parties ont négocié de façon indépendante les termes financiers du rapprochement. La rémunération proposée a été déterminée d'après une valeur de l'Apport de 1.894.132 €, et d'une valeur de l'action ERYTECH de 0,61 €, se traduisant par l'émission de 3.101.745 actions ERYTECH. Ces termes financiers appellent les remarques suivantes :

- La rémunération retenue par les parties repose sur les cours de bourse *spot* des deux sociétés au 19 janvier 2023, date de signature de la lettre d'offre (« LOI ») et de la détermination de la parité dans le cadre de la Fusion ;
- La rémunération retenue par les parties s'inscrit dans la fourchette de valorisation de l'approche de flux futurs de trésorerie actualisés et la valeur liquidative, qui est, selon nous, l'approche la plus pertinente ;
- Par ailleurs, la rémunération retenue par les parties s'inscrit dans le haut de fourchette de l'analyse du cours de bourse au 15 février 2023, que nous présentons à titre secondaire en raison des limitations exposées ci-avant.

Par ailleurs, la Fusion devrait permettre une création de valeur au travers de la mise en commun des programmes de développement, des ressources financières et du savoir-faire des deux sociétés, dont bénéficieront tous les actionnaires.



5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'Apport conduisant à émettre 3.101.745 actions nouvelles de la société ERYTECH présente un caractère équitable.

Paris, le 5 mai 2023

Le Commissaire aux apports

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Christophe LAMBERT

Commissaire aux comptes

Membre de la Compagnie Régionale de Paris