

Akkadian Partners SA

18, rue Robert Stümper
L-2557 Luxembourg

-o-O-o-

**Examen des conditions de réalisation du projet de fusion
par absorption de la société Pherecydes Pharma
par la société Erytech Pharma**

-o-O-o-

24 mai 2023

Examen des conditions de réalisation du projet de fusion par absorption de la société Pherecydes Pharma par la société Erytech Pharma

I Introduction

La société Akkadian Partners, actionnaire minoritaire de la société Erytech Pharma (ci-après « Erytech »), a sollicité les compétences de la société Abergel & Associés pour émettre un avis sur les conditions dans lesquelles doit se réaliser la fusion par voie d'absorption de la société Pherecydes Pharma (ci-après « Pherecydes ») par la société Erytech.

La question posée porte plus précisément sur les termes de la parité retenue pour les besoins de la fusion.

Nous avons accepté d'émettre un premier avis sur la parité envisagée par les parties dans le cadre de la fusion de la société Pherecydes par la société Erytech, lequel ne repose que sur l'information qui nous a été donnée sur cette opération par la société Akkadian Partners et sur les documents suivants mis à notre disposition :

- Communiqué de presse Pherecydes du 30 mars 2023
- Communiqué de presse Erytech du 22 mars 2023
- Communiqué de presse Erytech du 9 mai 2023
- Rapport financier annuel Pherecydes 2022
- Rapport du commissaire aux apports sur la valeur des apports
- Rapport du commissaire aux apports sur la rémunération des apports
- Document d'enregistrement universel Erytech 2022, dans sa forme publique
- Divers articles publiques sur l'opération, issus de nos propres recherches.

Cette base documentaire s'avère très restreinte pour émettre un avis sur la parité retenue et en tout état de cause, très réduite par rapport au dossier complet dont a pu disposer le commissaire aux apports dans ce dossier.

Nous ne disposons pas de l'intégralité de l'information de nature à émettre un avis circonstancié sur l'opération, notamment les éléments relatifs à l'appréciation de la valeur réelle de la société Pherecydes (plan d'affaires, critères de mise en œuvre de l'approche intrinsèque de la valeur, fondement des hypothèses et des perspectives d'activité post 2023).

Le présent avis ne constitue pas une remise en cause des travaux réalisés par le commissaire aux apports dans ce dossier, mais présente un ensemble d'interrogations sur la parité retenue, laquelle résulte d'une convention entre les parties.

Cet avis sera susceptible d'être précisé, voire corrigé, une fois l'ensemble de la documentation utile mise à notre disposition.

La présente note est établie dans le contexte précisé ci-avant et ne doit pas être utilisée à d'autres fins. Elle ne saurait être reprise ou utilisée, sans notre autorisation écrite préalable, pour un quelconque autre usage.

Bien qu'il s'agisse d'une mission de conseil, nos travaux sont néanmoins soumis à la déontologie du Conseil National des Compagnies d'Experts de Justice, eu égard aux fonctions exercées par les associés du cabinet.

La présente mission a ainsi été menée dans le respect des règles éthiques édictées par le Conseil National des Compagnies d'Experts de Justice, dans ses dispositions relatives aux consultations privées, l'expert consulté étant « *tenu de donner son avis en toute liberté d'esprit et sans manquer à la probité ou à l'honneur* » et devant « *éviter tout lien de dépendance économique, tout risque d'apparence de dépendance et rappeler explicitement les conditions de son intervention* ».

-o-O-o-

II L'opération de fusion envisagée

Il s'agit d'une opération de fusion par voie d'absorption de la société Pherecydes Pharma par la société Erytech Pharma, qui doit être décidée lors d'une assemblée générale de la société Erytech du 23 juin 2023.

Les conditions de réalisation de la fusion résultent de la conclusion le 15 février 2023 d'un protocole d'accord (Memorandum of Understanding – « MoU ») entre Erytech et Pherecydes, date de l'annonce publique de l'opération.

Le MoU succède à une lettre d'offre (LOI) du 19 janvier 2023.

III L'apport effectué par la société Pherecydes

La valeur de l'actif net apporté par la société Pherecydes s'établit à 16 537 386 €.

La valeur réelle des actifs apportés et des passifs pris en charge, déterminée par les parties dans le MoU, prend pour base les comptes Pherecydes arrêtés au 31 décembre 2022, dont les actifs incorporels ont été réévalués à hauteur de 9 015 228 € :

Actif Pherecydes	Net 31/12/2022	Réévaluation	Net apporté
Frais développement	5 277 049 €	11 792 951 €	17 070 000 €
Concessions, brevets	31 083 €	-31 083 €	0 €
Fonds commercial		1 017 000 €	1 017 000 €
Autres immobilisations incorporelles	3 763 640 €	-3 763 640 €	0 €
Immobilisations corporelles	559 184 €		559 184 €
Immobilisations financières	149 825 €		149 825 €
Créances	2 367 790 €		2 367 790 €
Disponibilités	1 035 127 €		1 035 127 €
CCAV	32 412 €		32 412 €
Σ Actif	13 216 110 €	9 015 228 €	22 231 338 € a
Passif Pherecydes	Net 31/12/2022		Net pris en charge
Capitaux propres	7 522 158 €		
Autres fonds propres	531 882 €		531 882 €
Dettes financières	2 538 264 €		2 538 264 €
Dettes d'exploitation	2 383 806 €		2 383 806 €
PCAV	240 000 €		240 000 €
Σ Passif	13 216 110 €		5 693 952 € b
Apport net			16 537 386 € a-b

IV La rémunération de l'apport effectué par Pherecydes

La rémunération des apports est conventionnelle et a été déterminée par les parties dans le MoU. Les valeurs relatives des actions Pherecydes apportées et des actions Erytech émises en rémunération de l'apport sont donc la résultante d'une libre négociation entre les parties, laquelle a été confortée par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère.

Les valeurs relatives des actions Pherecydes et Erytech ont été fixées par les parties à respectivement 2,29 € et 0,61 € par action, par référence aux cours de bourse spot des deux sociétés au 19 janvier 2023 (date de la LOI).

Sur cette base, les parties ont retenu dans le cadre de la fusion un rapport d'échange de 4 actions Pherecydes pour 15 actions Erytech.

V Opération préalable à la fusion

Le 15 février 2023, certains actionnaires de Pherecydes se sont engagés à apporter, préalablement à la réalisation de la fusion, conformément aux engagements de soutien conclus dans le cadre de la signature du MoU, une partie de leurs actions Pherecydes à la société Erytech, en contrepartie d'actions Erytech nouvellement émises, selon le même rapport d'échange que la fusion.

Il ne sera donc procédé ni à l'échange des actions Pherecydes qui seront détenues par la société Erytech à la suite des apports en nature réalisés par certains actionnaires de Pherecydes préalablement à la réalisation de la fusion, ni à l'échange des actions auto-détenues par Pherecydes, lesquelles seront annulées.

La société Erytech n'augmentera donc son capital afin de rémunérer les actionnaires de la société Pherecydes que pour la fraction d'actif net correspondant aux actions qu'elle ne détiendra pas dans la société Pherecydes à la date de réalisation de la fusion.

Dans ces conditions, sur la base de 7 939 179 actions Pherecydes composant son capital social, de 25 142 actions auto-détenues, des 827 132 actions Pherecydes détenues par Erytech à l'issue de l'apport en nature préalable et de la parité d'échange, les apports seront rémunérés par l'attribution, au bénéfice des actionnaires de la société Pherecydes, de 26 575 893 actions nouvelles d'une valeur nominale de 0,10 € chacune à émettre par la société Erytech, laquelle augmentera son capital de 2 657 589,30 €.

La différence entre le montant de la fraction d'actif net rémunéré, soit 14 757 430,84 € et le montant de l'augmentation de capital d'Erytech (+ soulte de 0,42 €), soit 2 657 589,72 €, constituera une prime de fusion de 12 099 841,12 €.

Observation liminaire :

La fraction à rémunérer de l'apport net de 16 537 386 € devrait être selon nous de 14 762 091 € $[(7\,939\,179 - 25\,142 - 827\,132) / 7\,939\,179 = 89,265 \% \times 16\,537\,386 \text{ €}]$ et non 14 757 431 € (89,237 %), sous réserve d'informations complémentaires à obtenir.

VI La parité retenue par les parties

La rémunération des apports s'appuie sur la parité d'échange retenue par les parties, déterminée par référence aux valeurs relatives des actions Pherecydes et des actions Erytech, lesquelles résultent d'une libre négociation entre les parties.

Elle a été confortée par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère.

Les valeurs relatives des actions Pherecydes et Erytech ont été fixées par les parties à respectivement 2,29 € et 0,61 € par action, par référence aux cours de bourse spot des deux sociétés au 19 janvier 2023.

Le calcul de rémunération des apports est le suivant :

- apport à rémunérer : 14 757 430,84 €
- rapport d'échange : 1 action Pherecydes pour 3,75 actions Erytech (2,29 € / 0,61 € = 3,75), soit 4 actions Pherecydes pour 15 actions Erytech
- nombre d'actions Pherecydes à la date de la fusion : 7 939 179
- nombre d'actions Pherecydes à rémunérer : 7 086 905 (7 939 179 – 25 142 – 827 132)
- nombre d'actions Erytech à émettre : 26 575 893 (7 086 905 x 3,75)
- soit :
 - augmentation de capital Erytech : 2 657 589,72 € (26 575 893 x 0,10 €)
 - prime d'apport : 12 099 841,12 € (14 757 430,84 € – 2 657 589,72 €)

VII Valeurs relatives sous-tendant la parité retenue

La cohérence de la parité retenue dépend de celle attribuée aux valeurs relatives de la société absorbée et de la société absorbante.

VII-1 Valeur attribuée à la société Pherecydes (absorbée)

Des méthodes (principales et indicatives) ont été annoncées comme ayant été mises en œuvre.

Néanmoins, la valeur attribuée à l'action Pherecydes par les parties pour les besoins de la parité ressort d'une seule référence, celle du cours de bourse spot au 19/01/2023, date de signature de la LOI :

Approche	Pherecydes	Valeur par action (€)	
		Min	Max
Retenue	Cours de bourse spot au 19/01/2023	2,29 €	
Principales	DCF	2,41 €	2,84 €
	Cours de bourse - CMPV 19/01/2023	2,15 €	3,51 €
Indicatives	Cours de bourse - CMPV 15/02/2023	2,22 €	3,26 €
	Objectifs de cours des analystes	7,40 €	7,40 €

⇒ **Observations sur la valeur de 2,29 €/action attribuée à la société Pherecydes :**

1. La valeur retenue de 2,29 €/action pour les besoins de la parité est supérieure à la valeur par action résultant de la division de la valeur d'apport par le nombre d'actions Pherecydes :
 - a. Valeur d'apport : 16 537 386 €
 - b. Nombre d'actions : 7 939 179
 - c. Valeur par action : 2,08 €

2. La valeur de 2,08 €/action (inférieure de près de 10% à celle retenue pour la parité) résulte :
 - a. d'une réévaluation globale des actifs incorporels de Pherecydes de 9 m€ - cf *supra*, soit un doublement de la valeur comptable des actifs incorporels, d'une valeur nette de 9 m€ au bilan au 31/12/2022, pour une valeur d'apport de 18 m€ ;
 - b. d'une valeur donnée au fonds commercial, lequel ne figure pas à l'actif des comptes sociaux de Pherecydes au 31/12/2022.

3. La valeur retenue de 2,29 €/action pour les besoins de la parité semble avoir été confortée par une approche DCF, laquelle tiendrait compte (i) de la capacité de Pherecydes à financer son développement sur une base standalone compte tenu de la consommation de trésorerie attendue en début de période et (ii) des probabilités de succès pour le développement et la commercialisation des différents traitements.

Or, ces critères n'apparaissent cohérents que si la fusion avec Erytech se réalise :

- a. La société Pherecydes pourrait être dans une situation proche d'un état de cessation des paiements à la date prévue de la fusion si celle-ci ne se réalisait pas.

En effet :

- La trésorerie au 31/12/2022 s'élevait à 1 035 k€, contre 5 357 k€ au 31/12/2021, alors même que la société a réalisé le 22/09/2022 une levée de fonds de 3,1 m€ (dont 2,6 m€ auprès d'investisseurs institutionnels et 0,5 m€ auprès de particuliers), soit une consommation de trésorerie de plus de 2 m€ en 3 mois, rythme nettement supérieur à la consommation totale de trésorerie de 7 m€ en 2022 sur 12 mois.
 - La situation financière de la société est très déséquilibrée au 31/12/2022 :
 - Trésorerie nette : 1 035 k€
 - Dettes financières : 2 538 k€
 - Différentiel : -1 503 k€
 - L'augmentation de capital réalisée le 17/02/2023 pour 1,5 m€ s'inscrit selon la société elle-même (dernier communiqué de presse) dans le cadre du projet de fusion annoncé le 15/02/2023, le niveau de trésorerie en résultant permettant à la société « de financer ses besoins de trésorerie jusqu'à la fin du 1^{er} semestre 2023, date à laquelle le rapprochement avec Erytech est attendu ». Cette augmentation de capital a été souscrite par les seuls actionnaires existants de Pherecydes.
- b.** Un plan d'affaires ne peut avoir de sens que si la trésorerie existante et celle résultant des free cash-flow générés par l'exploitation à venir garantissent un autofinancement de la société et assurent les moyens de sa croissance sur le long terme. Compte tenu de la situation de la société à la date annoncée de la fusion, ces conditions pourraient ne pas être assurées en l'absence de *new money*, si la fusion ne se réalisait pas. Nous ne disposons pas à ce stade des éléments permettant de vérifier que Pherecydes parviendrait à financer son développement sur une base standalone, compte tenu de sa situation financière attendue à fin juin 2023 et de sa consommation de trésorerie.
- 4.** La valeur retenue de 2,29 €/action pour les besoins de la parité a été confortée par une approche DCF fondée sur un plan d'affaires établi par le management de la société sur la période 2023-2042. Cet horizon exceptionnellement long (20 ans) résulte du besoin d'étirer la période d'analyse pour intégrer les probabilités de succès à long terme du développement et de la commercialisation des différents traitements. La prédiction de génération de free cash-flow à l'horizon 2042 intègre par nature un niveau d'aléa particulièrement élevé de réalisation, notamment en termes de succès des études en cours et de génération de revenus dès 2027. Dans ces conditions, un taux d'actualisation de 17,5%, au cas d'espèce, pourrait ne pas refléter suffisamment ce niveau d'aléa.

En effet, ces projections font l'hypothèse d'une mise sur le marché du premier traitement développé par Pherecydes en 2026 et d'un gain rapide de parts de marché après cette date, générant des revenus significatifs, la mise sur le marché du second traitement étant pour sa part attendue en 2027.

Or, selon le dernier communiqué de presse de Pherecydes publié le 30 mars 2023, il n'est fait mention (hormis le rapprochement avec Erytech) que :

- de la poursuite de l'étude clinique pilote de Phase II PhagoDAIR dans les infections ostéoarticulaires sur prothèses, avec l'ouverture de nouveaux centres européens prévue en 2023 et des résultats attendus au 1^{er} semestre 2024 ;
- du lancement au 2^{ème} semestre 2023 et 1^{er} trimestre 2024 de deux nouvelles études cliniques complémentaires de Phase I/II dans des indications cliniques à fort besoin médical insatisfait.

Ces projections apparaissent en décalage avec la réalité de la société en l'absence de rapprochement avec Erytech, sous réserves d'éléments complémentaires à obtenir.

5. L'approche DCF, censée conforter la valeur de 2,29 €/action pour les besoins de la parité, apparaît avoir été conçue avec une valeur terminale calculée en 2043, sur la base du dernier flux de trésorerie.

Cela signifie que la période explicite du plan d'affaires porte sur 20 années, cette élasticité de la période étant exceptionnelle, nonobstant la nature de l'activité.

Nous ne disposons pas à ce stade des éléments permettant d'apprécier le poids de la valeur terminale sur la valeur d'entreprise totale issue de la méthode DCF, compte tenu de la durée de ce plan d'affaires.

6. Une valeur de 2,29 €/action Pherecydes, telle que retenue pour les besoins de la parité, induit une capitalisation de 18 m€ ante fusion, au regard :

- d'une situation nette comptable de référence au 31/12/2022 de +7,5 m€ ;
- d'une situation financière déséquilibrée à hauteur de -1,5 m€ ;
- d'un possible état de cessation des paiements à la date prévue de la fusion, en l'absence de *new money*, si la fusion ne se réalise pas ;
- de pertes nettes cumulées de 18 m€ au 31/12/2022, dont près de 5 m€ au cours du dernier exercice.

Le goodwill attribué à Pherecydes à la date prévue pour la fusion pose donc des questions au plan de sa justification.

En synthèse, en l'état de la documentation disponible, nous soulevons des interrogations sur la valeur retenue de 2,29 €/action Pherecydes pour les besoins de la parité.

Un débat contradictoire sur la base d'un examen de l'ensemble de la documentation afférente à l'opération de fusion envisagée pourrait être de nature à lever ou à modifier ces interrogations.

VII-2 Valeur attribuée à la société Erytech (absorbante)

Des méthodes (principales et indicatives) ont été annoncées comme ayant été mises en œuvre.

Néanmoins, la valeur attribuée à l'action Erytech pour les besoins de la parité ressort d'une seule référence, celle du cours de bourse spot au 19/01/2023, date de signature de la LOI :

Approche	Erytech	Valeur par action (€)	
		Min	Max
Retenue	Cours de bourse spot au 19/01/2023	0,61 €	
Principales	Intrinsèque	0,52 €	0,52 €
	Cours de bourse - CMPV 19/01/2023	0,49 €	1,01 €
Indicatives	Cours de bourse - CMPV 15/02/2023	0,74 €	0,97 €
	Objectifs de cours des analystes	3,20 €	3,20 €

⇒ **Observations sur la valeur de 0,61 €/action attribuée à la société Erytech :**

1. La société Erytech étant considérée sans projet en cours et ne devant pas générer de revenus au cours des prochaines années standalone (hors rapprochement avec Pherecydes), une approche liquidative de la valeur d'Erytech a été privilégiée, considérant que sur cette 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.

En premier lieu, sous réserves d'éléments complémentaires dont nous ne disposons pas à ce stade, la valeur d'Erytech a été considérée standalone pour les besoins de la parité, ce qui ne semble pas être le cas de la société Pherecydes – cf *supra*, ce qui crée une distorsion dans l'homogénéité des approches.

Or, l'homogénéité des approches pour déterminer les valeurs relatives est l'un des gages de la pertinence de la parité de fusion issue de ces valeurs.

En second lieu, l'approche en valeur liquidative ne peut être retenue que pour une société en cours d'extinction, contrainte ou décidée par ses actionnaires, ce qui n'est pas le cas de la société Erytech.

Aucune décision des actionnaires d'Erytech ou de procédure judiciaire en cours ne justifie le recours à la valeur liquidative pour estimer la valeur réelle de la société Erytech.

2. L'opération préalable à la fusion nous semble contredire l'appréciation de la valeur de la société Erytech en valeur liquidative.

En effet, préalablement à la date de signature du traité de fusion, certains actionnaires de la société Pherecydes et la société Erytech ont conclu un traité d'apport en nature en vertu duquel lesdits actionnaires de la société Pherecydes se sont engagés à apporter 827 132 actions ordinaires, soit environ 10,42% du capital de la société Pherecydes à Erytech.

Nous ne comprenons pas pourquoi des actionnaires de la société Pherecydes, société présentée (pour les besoins de la parité de fusion) comme une entreprise à très fort potentiel, valorisée 18 m€ alors que ses fonds propres ne s'élèvent qu'à 7,5 m€, apporteraient leurs actions en rémunération d'une augmentation de capital de la société Erytech, si la société Erytech était en voie d'extinction et devait s'apprécier en valeur liquidative.

Cette opération préalable n'aurait aucun sens économique si la société Erytech devait effectivement s'apprécier en valeur liquidative.

3. Une valeur de 0,61 €/action Erytech, telle que retenue pour les besoins de la parité, induit une capitalisation de 18,9 m€ ante fusion, au regard :
 - a. d'une situation nette comptable consolidée au 31/12/2022 de +23,5 m€ ;
 - b. d'une situation financière excédentaire au 30/06/2022 à hauteur de 34,8 m€ (53,3 m€ de trésorerie contre 18,5 m€ de dettes financières) ;
 - c. d'une trésorerie et équivalents de trésorerie de 38,8 m€ au 31/12/2022 ;
 - d. d'une trésorerie et équivalents de trésorerie de 30,5 m€ au 31/03/2023, la diminution nette de 8,3 m€ de la trésorerie au cours du premier trimestre 2023 résultant d'une utilisation nette de trésorerie de 7,5 m€ dans les activités opérationnelles et les activités d'investissement, dont 1,2 m€ au titre des opérations pré-fusion et de 0,6 m€ utilisés dans les activités de financement, avec le début du remboursement prévu de l'emprunt Covid-19 contracté en 2020 d'un montant de 10 m€ garanti par l'État.

Le badwill attribué à la société Erytech à la date prévue pour la fusion apparaît difficile à objectiver, retenir une valeur réelle inférieure aux fonds propres comptables nécessitant d'explicitier et de quantifier précisément le badwill retenu.

4. La situation financière de la société Erytech apparaît d'autant plus solide à la date prévue pour la fusion que la société a lancé en 2022 un vaste programme de restructuration et de réduction des coûts, qui s'est intensifiée avec l'arrêt du programme Graspas et du processus BLA, ce qui lui permet de disposer de ressources suffisantes pour financer ses activités au moins jusqu'au 2^{ème} semestre 2024.

5. Une parité de fusion résulte d'une appréciation du poids relatif des sociétés en cause. Au cas d'espèce, la possible distorsion d'appréhension de la valeur réelle des deux sociétés tendrait à remettre en cause les termes mêmes de la fusion :

- La société Pherecydes, en possible état de cessation des paiements standalone à l'horizon juin 2023 (en l'absence de *new money*) est valorisée 18 m€, avec un goodwill de 9 m€, valeur confortée par une approche DCF conçue sur la base d'un plan d'affaires à l'horizon 2042, d'une durée exceptionnellenent longue.
- La société Erytech, qui dispose d'une trésorerie de 30,5 m€ au 31/03/2023, qui permet de financer ses activités au moins jusqu'au 2^{ème} semestre 2024 et dont les fonds propres s'élèvent à 23,5 m€, est valorisée 18,9 m€, avec un badwill de 4,6 m€, sur la base d'une approche en valeur liquidative.

6. La dernière augmentation de capital de la société Erytech en décembre 2021, par souscription de 769 608 d'ABSA, chaque ABSA étant composée de 4 ADS et 3 BSA, au prix de 2,26 € par action, extériorise une valeur d'Erytech de 68,4 m€, très éloignée de la valeur de 18,9 m€ retenue pour les besoins de la parité de fusion. Cette valeur de 2,26 €/action est 3,7 fois supérieure à celle retenue pour les besoins de la fusion en juin 2023 (0,61 €/action).

A l'inverse, la dernière augmentation de capital de la société Pherecydes réalisée en septembre 2022 au prix de 2,32 € par action est proche de la valeur de 2,29 € retenue pour les besoins de la fusion.

Cette distorsion d'approche des valeurs relatives pose quelques interrogations sur les termes de la parité de fusion, sous réserves d'éléments complémentaires dont nous ne disposons pas à ce stade.

7. L'approche en valeur liquidative retenue pour la société Erytech est justifiée par les parties par 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.

Or, selon les informations qui nous ont été communiquées par la société Akkadian Partners, la société Erytech a refusé de poursuivre le programme Grasp dans la leucémie aiguë lymphoblastique (LAL), programme qui avait fait en 2020 l'objet d'une étude de phase II avec des résultats positifs par le groupe de médecins nordiques Nopho. La société Erytech aurait alors choisi de se concentrer sur la seconde ligne en cancer du pancréas, une indication plus importante, au détriment d'une plus petite indication qui aurait pu être créatrice de valeur.

Par ailleurs, il ne semble pas qu'il ait été suffisamment tenu compte de l'expertise des employés d'Erytech, en particulier en affaires médicales, expertise qui pourrait être redéployée vers d'autres projets type Orphan / Cancer, hors du champ d'application des programmes de Pherecydes.

Il ne semble pas qu'il ait été tenu compte non plus des importantes dépenses d'investissements réalisées à hauteur de plus de 400 m€, certaines transactions type Serono / Genset ayant été faites quasi exclusivement pour s'approprier ces actifs.

Il ne semble pas également qu'il ait été suffisamment tenu compte de la plateforme établie en France pour engager des scientifiques, susceptible de faire bénéficier la société Erytech de crédits impôts recherche ou de subventions.

8. L'approche en valeur liquidative retenue pour la société Erytech semble également justifiée par les parties par la chute corrélative du cours de bourse d'Erytech entre le 15 février 2021 et le 15 février 2023.

Or, si ce cours a effectivement chuté de près de 94% sur la période, il en est de même du cours de bourse de la société Pherecydes sur la même période, à hauteur de plus de 75%, en raison de son extrême fragilité financière en standalone, aucun de ses projets en cours ne pouvant espérer prospérer en l'absence de fusion avec Erytech.

En tout état de cause, les valeurs boursières des sociétés Erytech et Pherecydes ne peuvent constituer en elles-mêmes des valeurs de référence en raison de leur faible liquidité.

9. Comme indiqué ci-avant, la valeur de 0,61 €/action Erytech retenue pour les besoins de la parité extériorise une capitalisation de 18,9 m€ ante fusion, au regard d'une situation nette comptable consolidée au 31/12/2022 d'Erytech de +23,5 m€.

Or, sauf à remettre en cause les comptes sociaux et les comptes consolidés, retenir une valeur réelle inférieure aux fonds propres nécessite d'explicitier et de quantifier précisément le badwill retenu, ce qui ne semble pas être le cas, en l'état de la documentation disponible.

En effet, les comptes consolidés Erytech à fin 2022 se synthétisent comme suit :

Actif Erytech - k€	31/12/2022
Immobilisations incorporelles	5
Immobilisations corporelles	393
Droits d'utilisation	2 584
Autres actifs financiers	195
Créances clients	76
Autres éléments d'actifs	3 769
<i>dont CIR</i>	<i>1 484</i>
<i>dont créances fiscales</i>	<i>973</i>
Trésorerie et équivalents de trésorerie	38 789
Σ Actif	45 811

Passif Erytech - k€	31/12/2022
Capitaux propres	23 487
Provisions	733
Dettes financières	10 112
Dettes d'exploitation	11 479
Σ Passif	45 811

A supposer qu'aucune méthode intrinsèque de valorisation de type DCF ne puisse être mise en œuvre en l'absence de projet en cours, un simple ANR de la société Erytech devrait permettre de déterminer la valeur réelle, a minima :

- a. De l'usine de thérapie cellulaire à Lyon dont Erytech est propriétaire.
- b. De la plateforme ERYCAPS®, qui permet l'encapsulation de substances actives dans les globules rouges, grâce à un choc osmotique réversible induit par pressions hypotonique et hypertonique, technologie qui utilise des globules rouges de qualité transfusionnelle issus de donneurs sélectionnés pour leur groupe sanguin, compatible avec le groupe sanguin du patient à traiter.
Selon cette technologie, dont Erytech est propriétaire, les globules rouges sont exposés à une solution hypotonique provoquant leur gonflement et l'ouverture des pores dans la membrane cellulaire.
Selon la société, les composés thérapeutiques peuvent alors pénétrer à l'intérieur de ces globules rouges et lorsque la concentration intracellulaire souhaitée est atteinte, les globules rouges sont soumis à une solution hypertonique.
Les cellules reprennent leur taille initiale et les pores se referment, emprisonnant les molécules thérapeutiques dans le globule rouge.
- c. De la plateforme ERYCEV™, exclusive d'Erytech, qui s'appuie de la technologie brevetée ERYCAPS® et une technologie de vésiculation pour produire des vésicules extracellulaires dérivées des globules rouges (RBCEV) chargés.
Selon la société, un large éventail de cargos est possible (RN, ADN, peptides, protéines et virus). ERYCEV™ peut être utilisé pour différentes applications thérapeutiques potentielles en oncologie, mais aussi dans les maladies génétiques, inflammatoires et infectieuses.

Selon la communication de la société, le « pipeline » à fin 2022 était le suivant, selon les plateformes :

	Mode of action	Product Candidate or Program	Indication	Discovery	Pre-clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Status & Next Steps
DRUG LOADED RBC	Cancer metabolism	Graspa/eryaspase (RBC-loaded asparaginase)	Pancreatic cancer	IST					Trial sponsored by Georgetown University (USA); Results expected in Q2 2023
	Cancer vaccination	SQZ AAC – RBC-loaded antigens	HPV16+ solid tumors						Trial being performed by SQZ Biotech under IP license agreement
	Enzyme replacement	RBC-loaded enzymes	Metabolic diseases						Preclinical POC established in PKU and ARG1D; Partnering being explored in rare GI disease
ERYCEV™	Immune modulation	RBCEV loaded with STINGa	Oncology						Feasibility demonstrated <i>in vitro</i> using ERYCEV™ STINGa; <i>In vivo</i> experiments ongoing
	RNA targeting	RBCEV loaded with antisense RNA	Oncology						<i>In vitro</i> POC ongoing

RBC: Red Blood Cells ; AAC: activating antigen carrier; RBCEV: RBC-derived extracellular vesicles ; GI: gastrointestinal ; PKU: phenylketonuria; ARG1D: arginase 1 deficiency; POC : proof of concept ; IP : intellectual property

Les immobilisations incorporelles n'étant inscrites au bilan à fin 2022 qu'à hauteur de 5 k€, on peut s'interroger sur la valeur réelle des plateformes dont dispose Erytech, combinée à la valeur et à l'expertise de l'effectif de la société Erytech, lequel constitue - selon les communiqués de presse conjoints des deux sociétés parties à l'opération de fusion - l'un des vecteurs de création de richesse de l'entité post fusion. Ces éléments d'actifs sont ici retenus pour une valeur nulle.

- d. Du déficit reportable de la société Erytech de 364 m€ à fin 2022, bien qu'utilisable dans l'hypothèse d'une imputation de bénéfices futurs, qui représente en lui-même un actif non valorisé à ce stade, dont la question de l'estimation de valeur pour Erytech standalone mérite d'être posée.

En synthèse, en l'état de la documentation disponible, nous soulevons des interrogations sur la valeur retenue de 0,61 €/action Erytech pour les besoins de la parité.

Un débat contradictoire sur la base d'un examen de l'ensemble de la documentation afférente à l'opération de fusion envisagée pourrait être de nature à lever ou à modifier ces interrogations.

Ce débat contradictoire permettrait ainsi de lever les interrogations que suscitent, à ce stade, les valeurs relatives des deux sociétés Erytech et Pherecydes retenues pour les besoins de la fusion et l'apparente distorsion d'approche d'évaluation entre les deux sociétés parties à l'opération.

Nous rappelons que le présent avis est formulé sur une base documentaire qui s'avère très restreinte.

Fait à Paris, le 24 mai 2023

Jean-Noël MUNOZ

