

Rapport des commissaires à la fusion
sur la rémunération des apports
en application de l'article L. 236-10 du Code de commerce

Fusion par voie d'absorption de la société Topotarget A/S
par la société BioAlliance Pharma S.A.



N° 140547

Les sociétés participantes

Topotarget A/S

Aktieselskab
au capital de 143 317 144 DKK
Fruebjergvej 3,
DK-2100 Copenhague
Danemark

BioAlliance Pharma S.A.

Société anonyme
au capital de 5 170 748 €
49, boulevard Martial Valin
75015 Paris
France

Les commissaires à la fusion

Thierry Bellot

11, rue de Laborde
75008 Paris
France

Olivier Marion

66, avenue des Champs Elysées
75008 Paris
France

Assemblée générale extraordinaire de la société BioAlliance Pharma S.A. du 30 juin 2014

Rapport des commissaires à la fusion
sur la rémunération des apports
en application de l'article L. 236-10 du Code de commerce

Fusion par voie d'absorption de la société Topotarget A/S
par la société BioAlliance Pharma S.A.



Mesdames et messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris en date du 19 mars 2014 concernant la fusion-absorption de la société Topotarget A/S (« Totpotarget » ou l'« Absorbée ») par la société BioAlliance Pharma S.A. (« BioAlliance » ou l'« Absorbante »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L. 225-147 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion en date du 16 avril 2014. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange.

Nous avons effectué nos diligences conformément à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elles ont consisté essentiellement à :

- vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes ;
- analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt de nos rapports, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir comptes 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. Conformément à l'ordonnance de désignation, nous avons adressé aux dirigeants des sociétés concernées par l'opération une attestation d'indépendance et d'impartialité.

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

1. **Présentation de l'opération**
2. **Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération**
3. **Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé**
4. **Conclusion**

1. Présentation de l'opération et description des apports

1.1 Contexte de l'opération, motifs et objectifs de la fusion

L'objectif de la fusion est la création d'un leader des biotechnologies spécialisé dans le domaine des maladies oncologiques orphelines grâce au développement d'un portefeuille de produits diversifiés permettant de réduire le risque lié à la recherche et au développement.

1.2 Sociétés participantes

- **Société absorbante : BioAlliance Pharma S.A.**

BioAlliance est une société biotechnologique spécialisée dans la recherche, le développement et la mise sur le marché de médicaments plus particulièrement destinés à traiter les cancers rares et ses pathologies associées.

Dans son portefeuille, elle dispose notamment du Livatag®, médicament actuellement en phase 3, destiné au traitement d'un type de cancer du foie, et du Validive®, traitement administré en prévention et en traitement des mucites orales provoquées par les traitements des cancers ORL.

Créée en 1997, BioAlliance est une société anonyme dont le siège social est situé 49, boulevard Martial Valin, 75015 Paris. Elle est immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 410 910 095.

Cotées depuis 2005, ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment C de NYSE Euronext Paris (ISIN FR0010095596). Avant annonce de la fusion, sa capitalisation boursière était de l'ordre de 150 M€.

A la date de signature du projet de traité de fusion, le capital social de BioAlliance s'élève à 5 170 748 €, divisé en 20 682 992 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,25 €. Ses principaux actionnaires sont Financière de la Montagne (13,6 %) et le fonds Idinvest (5,2 %).

Par ailleurs, il convient de souligner qu'il existe deux types d'instrument donnant accès au capital de BioAlliance :

- les options de souscription d'actions, permettant de souscrire 1 038 368 actions ordinaires nouvelles BioAlliance de 0,25 € chacune, dont 449 071 sont exerçables;
- les bons de souscription d'actions permettant de souscrire 173 730 actions ordinaires BioAlliance de 0,25 € chacune, dont 75 328 sont exerçables.



- **Société absorbée : Topotarget A/S**

Topotarget est une société biopharmaceutique de droit danois. Elle a développé la molécule Belinostat, qui peut être utilisée pour le traitement divers types de cancers, notamment hématologiques.

Topotarget est une Aktieselskab, équivalent de la société anonyme française, dont le siège social est situé Fruebjergvej 3, DK-2100 Copenhague, Danemark. Elle est immatriculée sous le numéro 25695771. Depuis 2005, ses actions sont négociées au NASDAQ OMX de Copenhague (ISIN DK0060003556). Avant annonce de la fusion, sa capitalisation boursière est de l'ordre de 430 MDKK (soit environ 58 M€).

A la date de signature du projet de traité de fusion, le capital social de Topotarget s'élève à 143 317 114 DKK (pour danske kroner, couronne danoise), divisé en autant d'actions ordinaires d'une valeur nominale de 1,00 DKK. Le capital de la société est atomisé, seul un actionnaire, le fonds HealthCap avec 10 % du capital, dépassant les 5 % du capital.

Il faut noter que Topotarget a émis des bons de souscription d'actions permettant de souscrire 6 580 888 actions ordinaires nouvelles Topotarget, dont 3 977 365 sont exerçables¹.

- **Liens en capital entre les Sociétés participantes**

Préalablement à l'apport, BioAlliance et Topotarget (ensemble les « Sociétés») n'ont aucun lien entre elles, de quelque nature que ce soit.

1.3 Modalités juridiques et fiscales

Sur le plan comptable et fiscal, la fusion prendra rétroactivement effet au 1^{er} janvier 2014.

Au plan juridique, la fusion prendra effet lorsque la Danish Business Authority aura délivré le certificat prescrit par l'article 289(1) de la Danish Companies Act, que la fusion aura été enregistrée auprès de l'autorité compétente française et que les conditions décrites ci-après seront réalisées :

- l'approbation de la fusion par l'assemblée générale de Topotarget envisagée le 27 juin 2014 ;
- l'approbation de la fusion par l'assemblée générale de BioAlliance envisagée le 30 juin 2014 ;
- l'enregistrement du Document E par l'Autorité des marchés financiers, et l'émission d'un visa par l'Autorité des marchés financiers sur le prospectus d'admission qui sera utilisé afin d'obtenir le passeport au Danemark ;
- la procédure de passeport du prospectus d'admission au Danemark ;



¹ A l'issue de la période de souscription, 2 473 998 actions Topotarget ont été souscrites, cf. infra.

- aucun évènement significativement défavorable (tel que défini dans le projet de traité de fusion) affectant l'une ou l'autre des sociétés ne sera survenu, sera en cours ou menacerait de survenir ;
- le nombre d'actions émises par Topotarget détenues par ses actionnaires qui à l'assemblée générale convoquée à l'effet d'approuver la fusion, (i) se seront opposés à la fusion et (ii) qui, sur demande du président de l'assemblée générale de Topotarget en vertu de l'article 110(2) du Danish Companies Act, auront indiqué leur souhait d'exercer leur droit de remboursement en vertu de l'article 286 du Danish Companies Act, ne devra dépasser 14 331 711 actions (soit 10% de la totalité du capital social en circulation de Topotarget à la date du projet de traité de fusion).

Si les sociétés l'estiment approprié, l'approbation de la fusion pourra être reportée à une date ultérieure, sans que celle-ci ne puisse être postérieure au 31 août 2014. Si les conditions ne sont pas réalisées au plus tard le 31 août 2014, le projet de traité de fusion sera caduc de plein droit et cessera de produire ses effets.

Au plan fiscal, l'opération est :

- éligible aux dispositions fiscales applicables aux fusions telles que prévues par la Directive du Conseil Européen 90/434/CE du 23 juillet 1990 amendée et recodifiée par la Directive 2009/193/CE du 19 octobre 2009, définissant les principales dispositions applicables aux fusions de sociétés des différents Etats-Membres de la Communauté Européenne.
- placée, en matière de droits d'enregistrement en France, sous le régime de l'article 816 du Code Général des Impôts, et donnera lieu au paiement d'un droit fixe de 500 €.

Il convient de noter qu'en conséquence de la fusion, BioAlliance constituera un établissement stable au Danemark.

1.4 Description, évaluation et rémunération des apports

L'opération impliquant des sociétés sous contrôle distinct et en application des dispositions du Règlement CRC n° 2004-01, les actifs et passifs transférés sont apportés pour leur valeur réelle.

Aux termes du projet de traité de fusion en date du 16 avril 2014, les apports de Topotarget représentent une valeur globale de 78 727 196 €, se décomposant comme suit :

| Détail de l'actif net apporté | |
|--------------------------------------|---------------------|
| Valeur réelle des actifs apportés | 81 679 490 € |
| Valeur réelle des passifs transférés | -2 952 294 € |
| Actif net apporté | 78 727 196 € |



Il est à noter que les passifs transférés par Topotarget, d'une valeur de 2 952 294 €, ne prennent pas en compte les *success fees* à verser aux parties concernées en cas de réalisation de la fusion, estimées à 1 226 000 € dans le projet de traité de fusion.

La valeur globale des apports a été déterminée de la manière suivante :

| Détermination de la valeur d'apport de Topotarget | | |
|---|------------------------------------|---------------------|
| Cours spot BioAlliance (14 mars 2014) | A | 7,29 € |
| Rapport d'échange | B | 0,074074x |
| Valeur d'échange d'une action Topotarget | $C = A \times B$ | 0,54 € |
| Nombre d'actions Topotarget ⁽¹⁾ | D | 145 791 112 |
| Valeur d'apport globale de Topotarget | $E = C \times D$ | 78 727 196 € |

⁽¹⁾ dont 2 473 998 actions issues de l'exercice des options

c'est-à-dire en fonction :

- du cours de clôture de BioAlliance du 14 avril 2014, avant-veille de l'annonce du rapprochement entre les deux Sociétés, soit 7,29 € ;
- du rapport d'échange fixé par les parties à 0,074074 action nouvelle BioAlliance pour une action Topotarget (ou encore 2 actions nouvelles BioAlliance pour 27 actions Topotarget) ;
- des 145 791 112 actions Topotarget, correspondant aux 143 317 114 actions Topotarget en circulation auxquelles s'ajoutent les 2 473 998 actions nouvelles Topotarget issues de l'exercice² des bons de souscription.

Sur la base des éléments précités, l'actif net apporté de 78,7 M€ sera rémunéré par l'attribution aux actionnaires de Topotarget de 10 799 341 actions nouvelles BioAlliance d'une valeur nominale de 0,25 €, soit une augmentation de capital de 2 699 835,25 €, assortie d'une prime d'apport égale à la différence entre le montant de l'actif apporté et celui de l'augmentation de capital, soit 76 027 360,75 €, comme détaillé ci-dessous :

| Calcul du montant de l'augmentation de capital et de la prime de fusion | | |
|---|----------------------|-----------------|
| Nombre d'actions Topotarget | A | 145 791 112 |
| Rapport d'échange | B | 0,074074x |
| Nombre d'actions nouvelles BioAlliance émises | $C = A \times B$ | 10 799 341 |
| Valeur des apports | D | 78 727 196 € |
| Augmentation de capital BioAlliance | $E = C \times 0,25€$ | 2 699 835,25 € |
| Prime de fusion | $F = D - E$ | 76 027 360,75 € |

² Sur un total de 3 977 365 bons de souscription dans la monnaie



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

2.1 Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, selon la doctrine de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, pour apprécier la pertinence des valeurs relatives présentées dans le projet de prospectus et pour fixer le poids relatif de la valeur des apports par rapport à celle de la société bénéficiaire proposé dans le projet de traité de fusion.

Elles ont principalement consisté, en sus de celles décrites dans notre rapport sur la valeur des apports, à :

- prendre connaissance du projet de document de référence de l'exercice 2013 de BioAlliance ;
- examiner le plan d'affaires 2014-2050 de la société BioAlliance établi son management, avec le concours de la banque d'affaires Centerview Partners ;
- étudier le rapport d'évaluation relatif à BioAlliance réalisé par Centerview Partners ;
- réaliser une approche multicritères de la valeur globale de BioAlliance et effectué des analyses de sensibilité des valeurs obtenues à la variation des hypothèses structurantes d'évaluation ;
- obtenir une lettre d'affirmation du management de BioAlliance, relative notamment à l'absence, jusqu'à la date de réalisation de l'opération, de faits ou d'évènements susceptibles de modifier de manière significative la valeur de l'apport.

Notre mission, prévue par la loi, ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications particulières concernant le respect du droit des sociétés. En particulier, elle ne saurait être assimilée à une mission d'investigation effectuée par un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Ainsi donc, notre rapport ne s'inscrit que dans le cadre strict de notre mission et ne saurait être utilisé dans un autre contexte.

2.2 Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties à l'opération

S'agissant de la société Topotarget, la valeur des apports représentant l'intégralité du capital et des droits de vote a été fixée à 78,7 M€ sur la base du cours de bourse de BioAlliance du 15 avril 2014, du rapport d'échange fixé entre les parties à 2 actions BioAlliance pour 27 actions Topotarget, soit 0,07407x, et d'un nombre d'actions Topotarget intégrant 2 473 998 actions nouvelles issues de l'exercice des bons de souscription de l'Absorbée, soit un total de 145 791 112 actions.



Les méthodes et critères d'évaluation mis en œuvre par Centerview Partners, Banque-Conseil de BioAlliance (ci-après Centerview Partners ou la Banque-Conseil) sont décrits dans notre rapport sur la valeur des apports. Ils ont été appliqués à BioAlliance de la même manière que pour Topotarget. Cependant, s'agissant du calcul du rapport d'échange, la méthode consistant à appliquer une prime de contrôle n'a pas été retenue. De manière synthétique, le rapport d'échange s'inscrit dans une fourchette large présentée dans le tableau ci-dessous :

| Valeurs des fonds propres | Topotarget en €/action | | | BioAlliance en €/action | | | Rapport d'échange Topo./BioA | | |
|---|------------------------|----------|--------|-------------------------|----------|---------|------------------------------|----------|----------|
| | Min. | Centrale | Max. | Min. | Centrale | Max. | Min. (2) | Centrale | Max. (3) |
| <i>A titre principal</i> | | | | | | | | | |
| DCF sans synergies | 0,74 € | 0,81 € | 0,89 € | 7,71 € | 8,45 € | 9,28 € | 0,080x | 0,096x | 0,116x |
| DCF avec synergies (1) | 0,79 € | 0,86 € | 0,95 € | 7,71 € | 8,45 € | 9,28 € | 0,085x | 0,102x | 0,123x |
| DCF sans synergies & sensi. PbS : -5% / 0% | 0,70 € | | 0,81 € | 7,75 € | | 8,45 € | 0,082x | | 0,105x |
| Valeur d'entreprise de sociétés comparables | 0,48 € | | 1,01 € | 3,18 € | | 6,77 € | 0,070x | | 0,317x |
| <i>A titre de recapement</i> | | | | | | | | | |
| Cours de bourse (min./max. 52 semaines) | 0,28 € | | 0,48 € | 3,37 € | | 11,74 € | 0,024x | | 0,144x |
| Objectif de cours des analystes | | 0,43 € | | 9,40 € | | 10,20 € | 0,042x | | 0,046x |

(1) Affectées à Topotarget

(2) Min. Topotarget/Max. BioAlliance

(3) Max. Topotarget/Min. BioAlliance

Sur la base de ces éléments, nous constatons que le rapport d'échange de 0,07407x proposé se positionne globalement en faveur des actionnaires de la société bénéficiaire des apports s'agissant notamment des méthodes retenues à titre principal.

2.3 Appréciation des valeurs relatives

Afin d'apprécier les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties à l'opération, nous avons développé nos propres travaux d'évaluation. En particulier :

- nous n'avons pas retenu la méthode reposant sur les valeurs d'entreprise de sociétés cotées ou issues de transactions dans la mesure où il nous semble que cette méthode, déconnectée des agrégats respectifs des deux sociétés, aboutit à bomer de manière large la valeur des fonds propres plutôt que d'estimer ceux-ci ;
- nous avons complété l'approche DCF classique par la mise en œuvre d'une simulation de type Monte-Carlo pour les deux sociétés telle que décrite dans notre rapport sur la valeur des apports ;
- nous avons privilégié les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse récents des deux sociétés, soit 20 jours et 3 mois, au lieu des cours extrêmes observés au cours des 12 derniers mois.



2.3.1 Topotarget

Concernant Topotarget, nos travaux, développés dans notre rapport relatif à la valeur des apports, ont conduit aux valeurs par action suivantes, comparées à celles issues des travaux de la Banque-Conseil :

| Topotarget Valeurs des fonds propres | Commissaires à la fusion en €/action | | | Banque conseil en €/action | | |
|--|---|----------|--------|-------------------------------|----------|--------|
| | Min. | Centrale | Max. | Min. | Centrale | Max. |
| <i>A titre principal</i> | | | | | | |
| DCF | 0,81 € | 0,85 € | 0,89 € | 0,70 € | | 0,95 € |
| DCF Monte Carlo | 0,76 € | 0,80 € | 0,84 € | | | |
| <i>A titre de recoupement ou d'information</i> | | | | | | |
| Cours de bourse (20j.-3 mois) (1) | 0,42 € | 0,42 € | 0,42 € | 0,28 € | | 0,48 € |
| Cours de bourse plus prime de contrôle (2) | 0,49 € | 0,51 € | 0,64 € | 0,50 € | | 0,74 € |
| Objectif de cours analyste | 0,43 € | 0,50 € | 0,56 € | | 0,43 € | |

(1) Pour Centerview, cours intraday min. et max. 52 semaines

(2) Pour Centerview, primes de contrôle observées 2008-2013 ; pour C&F : 2012-2013

2.3.2 BioAlliance

Nous avons développé les mêmes méthodes et critères afin de valoriser BioAlliance.

Approche par les flux futurs de trésorerie actualisés

Les prévisions d'activité reposent sur la connaissance qu'a le management de BioAlliance du potentiel sanitaire et économique des différentes molécules en cours de développement. Sont ainsi estimés le nombre et le prix de vente des futurs traitements, ainsi que leur part de marché probable. Ces projections sont ensuite affectées d'une probabilité de succès en fonction du stade d'avancement des essais cliniques requis pour obtenir l'autorisation de mise sur le marché (AMM) auprès des autorités administratives sanitaires.

Il convient de souligner que tant le prix de vente que la part de marché des produits concernés sont sujets à un certain degré d'incertitude et que les réalisations futures, même en cas d'obtention de l'AMM, pourront diverger des anticipations actuelles.

Le management de BioAlliance nous a confirmé que ces prévisions correspondaient à sa meilleure estimation à la date de notre rapport des revenus et des marges futures de l'Absorbante. Par ailleurs, s'agissant des probabilités de succès, nous nous sommes assurés de leur cohérence avec la pratique des investisseurs dans le secteur des biotechnologies en fonction de chacune des trois phases successives d'essais nécessaires pour parvenir à l'AMM. Les probabilités de succès retenues dans le plan d'affaires sont ainsi en moyenne proches de 45 % (hors traitements déjà commercialisés).



Il convient de noter que la Société BioAlliance est impliquée dans deux contentieux l'opposant aux sociétés Eurofins Scientific et Spopharm Holding. Ces derniers sont décrits dans le document de référence de l'Absorbante laquelle, en accord avec ses commissaires aux comptes, estime ne pas être fondée à comptabiliser d'éventuelles provisions pour risques. Le litige le plus significatif, soit celui avec Spopharm Holding, se traduit par des demandes réciproques de dommages et intérêts comprises entre 45 M€ et 50 M€. Compte tenu de l'incertitude élevée sur l'issue financière des procédures engagées, nous retenons sur l'évaluation de BioAlliance un impact financier négatif à hauteur du solde net des demandes réciproques avec une probabilité de 50 % et relevons que la prise en compte de ce risque par cette approche n'a pas d'incidence significative sur la valeur de l'action BioAlliance. Il convient toutefois de noter que le dénouement des procédures en cours pourrait se traduire par des conséquences financières sensiblement différentes, qu'elles soient positives ou négatives.

Tout comme la Banque-Conseil, nous avons évalué la société Absorbante sur la base des revenus qui seront potentiellement tirés des traitements à ce jour déjà parvenus à la première phase d'essais cliniques de la procédure d'AMM. Il nous semble en effet prudent et raisonnable de limiter ainsi l'évaluation aux applications ayant une probabilité suffisante de commercialisation pour pouvoir contribuer de façon significative à l'évaluation de la société. Il convient de noter qu'en retenant l'exercice 2050 comme horizon de prévision, l'évaluation par la méthode des DCF intègre l'ensemble du cycle de commercialisation probable de chaque traitement, de sa mise sur le marché jusqu'au terme de la période de protection de son brevet suivie de l'extinction progressive des ventes.

Nous validons le taux d'actualisation de 14,30 % retenu par Centerview Partners et son application tant à l'évaluation de Topotarget qu'à celle de BioAlliance. Selon notre analyse, ce taux de 14,30 % incorpore une prime de risque spécifique de 2,0 % pour tenir compte de la dispersion relativement élevée des flux prévisionnels possibles autour de leur espérance, qui découle de la probabilité de succès affectée à chaque molécule en phase de développement. Ce taux de 14,30 % peut ainsi selon nous être décomposé comme suit :

- un coefficient bêta de 1,43 égal à la moyenne pondérée par les coefficients de détermination des bêtas de sociétés comparables, calculé par nos soins à partir de 3 échantillons, français et internationaux (Europe hors France et Etats-Unis), qui regroupent au total 25 sociétés ;
- une prime de risque actions de 5,84 %, calculée à fin mars 2014 partir de la moyenne des 6 dernières primes de risque mensuelles produites par le cabinet Fairness Finance sur la base d'un modèle prospectif d'actualisation de cash flows prévisionnels ;
- un rendement moyen de l'OAT TEC 10 de 2,28 %, calculé sur la même période que celle retenue pour la prime de risque actions ;
- une prime d'illiquidité / taille de 1,67 % telle qu'elle ressort en moyenne sur les six derniers mois des abaques du cabinet Fairness Finance pour des sociétés dont la capitalisation boursière serait égale à celle issue de la combinaison de celles de l'Absorbante et de l'Absorbée ;
- comme indiqué précédemment, une prime de risque spécifique de l'ordre de 2 % pour tenir compte de la fonction de répartition particulière des flux futurs, résultant des probabilités de succès des différents traitements en cours de développement et des scénarii de prévision de flux résultant de leurs combinaison.

A la différence de de la Banque-Conseil, nous n'avons pas basé notre évaluation sur le seul scénario moyen découlant de l'espérance de revenus futurs mais avons mis en œuvre une simulation de type Monte-Carlo qui tient compte des autres scénarii possibles entre l'échec de l'ensemble des traitements et leur réussite pour chacun d'entre eux. Par cette approche, nous avons apprécié le risque de prévision de l'Absorbée et de l'Absorbante. Par solde, compte tenu de la répartition entre frais fixes et frais variables du compte d'exploitation de BioAlliance, l'approche que nous avons mise en œuvre est plus conservatrice au sens où elle aboutit à une espérance de cash-flows inférieure à celle retenue par Centerview Partners qui fonde ses calculs de marge sur un seul scénario. Dans la mesure toutefois où les primes de risque prospectives que nous utilisons sont bâties sur des modèles plus proches de ceux retenus par Centerview Partners (fondés sur un seul scénario) et que l'approche de Monte-Carlo conduirait à des primes de risque globalement inférieures à celles produites par Fairness Finance, nous avons finalement opté pour un taux d'actualisation de 14 %, légèrement inférieur à celui précédemment décrit qui, selon nos calculs, conduit par la méthode de Monte-Carlo à une espérance de valeur par action identique à celle qui découlerait de l'application à un seul scénario du taux de 14,30 %.

Toujours selon nos calculs, le plan d'affaires établi par le management conduit à une valeur de l'action BioAlliance de 7,58 €, avec un coefficient de variation de 76 %³ en fonction des différentes combinaisons possibles d'arrivée à l'AMM des traitements en cours de développement. Il en découle une valeur des fonds propres de 156,8 M€ sur une base de 20,7 millions d'actions. Cette valeur intègre la quote-part des coûts liés à la fusion qui sera supportée par l'Absorbante. Par ailleurs, une variation de 0,50 % du taux d'actualisation a un impact de +/- 0,40 € sur la valeur de l'action.

Critère du cours de bourse

Nous avons également analysé le cours de bourse de BioAlliance qui constitue un critère pertinent dans la mesure où l'action est régulièrement cotée, et dispose d'un flottant et d'une liquidité importants. Le tableau ci-dessous montre les cours moyens pondérés par les volumes sur différentes périodes à partir du 15 avril 2014, veille de l'annonce du rapprochement, et la valeur des fonds propres qui en découle (Mkt. Cap. en M€) :

| Cours moyen pondéré au 15-avr.-2014 | BioAlliance | |
|--|-------------|-----------------|
| | €/action | Mkt. Cap. en M€ |
| 36 mois | 6,74 € | 139,3 |
| 24 mois | 7,04 € | 145,7 |
| 12 mois | 7,60 € | 157,3 |
| 6 mos | 7,95 € | 164,4 |
| 3 mois | 8,48 € | 175,3 |
| 20 jours | 8,49 € | 175,5 |
| Spot | 7,16 € | 148,1 |
| Max. 3 mois | 11,74 € | 242,8 |
| Min. 3 mois | 4,68 € | 96,8 |



En retenant les moyennes pondérées les plus récentes (20 jours et 3 mois), la valeur de BioAlliance ressort à environ 175 M€.

³ Ecart-type des valeurs de l'action (0,58 €) rapporté à l'espérance de valeur de l'action (0,80).

Critère de l'objectif de cours des analystes

BioAlliance n'est suivie que par trois analystes, CM-CIC, Invest Securities et Edison. Cette couverture modeste nous amène à ne présenter ce critère qu'à titre d'information.

Les derniers objectifs de cours publiés sont les suivants :

| Société | Analyste | Date | Objectif de cours en € | Cours de référence en € |
|-------------|-------------------|------------|------------------------|-------------------------|
| BioAlliance | Edison (1) | 8-janv.-14 | 5,71 € | 4,64 € |
| | Invest Securities | 2-avr.-14 | 9,40 € | 8,60 € |
| | CM-CIC | 15-avr.-14 | 10,20 € | 7,29 € |

(1) Edison ne présente pas d'objectif de cours avec un horizon, mais le résultat de son DCF

En ne retenant que les objectifs de CM-CIC et Invest Securities, celui établi par Edison nous semblant trop éloigné du cours de bourse actuel qui tient compte de l'annonce le 23 janvier 2014 du statut «Fast Track » pour le Validive®, la valeur des fonds propres de BioAlliance s'établit entre 194,4 M€ et 211 M€.

Synthèse

Le tableau ci-dessous synthétise les résultats relatifs à la valeur des fonds propres de BioAlliance découlant de nos travaux :

| Valeurs des fonds propres | en M€ | | | en €/action | | |
|--|-------|----------|-------|-------------|----------|---------|
| | Min. | Centrale | Max. | Min. | Centrale | Max. |
| <i>A titre principal</i> | | | | | | |
| DCF | 161,7 | 162,6 | 163,4 | 7,82 € | 7,86 € | 7,90 € |
| DCF Monte Carlo | 155,9 | 156,8 | 157,6 | 7,54 € | 7,58 € | 7,62 € |
| <i>A titre de recoupement ou d'information</i> | | | | | | |
| Cours de bourse (20j.-3 mois) (1) | 175,3 | 175,4 | 175,5 | 8,48 € | 8,48 € | 8,49 € |
| Objectif de cours analyste | 194,4 | 202,7 | 211,0 | 9,40 € | 9,80 € | 10,20 € |

(1) Pour Centerview, cours intraday min. et max. 52 semaines

A l'instar de Topotarget, la valeur des fonds propres de BioAlliance est liée au succès de la mise sur le marché de ses molécules. Par ailleurs, il convient de rappeler que ces valeurs prennent en compte un impact financier limité au titre des litiges en cours, notamment celui avec Spepharm, qui fait l'objet de demandes réciproques de chacune des parties de l'ordre de 50 M€.



3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

Nous avons réalisé notre propre approche des valeurs relatives attribuées à Topotarget et à BioAlliance et, selon nos travaux, le positionnement des fourchettes de rapport d'échange est le suivant, en fonction des différents critères et méthodes utilisés :

| Valeurs des fonds propres | Topotarget en €/action | | | BioAlliance en €/action | | | Rapport d'échange Topo./BioA | | |
|---------------------------------|------------------------|----------|--------|-------------------------|----------|---------|------------------------------|----------|--------|
| | Min. | Centrale | Max. | Min. | Centrale | Max. | Min. | Centrale | Max. |
| <i>A titre principal</i> | | | | | | | | | |
| DCF @ 14% | 0,81 € | 0,85 € | 0,89 € | 7,82 € | 7,86 € | 7,90 € | 0,104x | 0,108x | 0,113x |
| DCF Monte Carlo | 0,76 € | 0,80 € | 0,84 € | 7,54 € | 7,58 € | 7,62 € | 0,101x | 0,106x | 0,110x |
| <i>A titre de recoupement</i> | | | | | | | | | |
| Cours de bourse (20) -3 mois | 0,42 € | 0,42 € | 0,42 € | 8,48 € | 8,48 € | 8,49 € | 0,049x | 0,050x | 0,050x |
| Objectif de cours des analystes | 0,43 € | 0,50 € | 0,56 € | 9,40 € | 9,80 € | 10,20 € | 0,046x | 0,051x | 0,055x |

Comme indiqué supra, à la différence de la Banque-Conseil, nous n'avons pas retenu la méthode de la valeur d'entreprise des sociétés comparables. Ensuite, s'agissant du critère du cours de bourse, nous avons privilégié les moyennes pondérées par les volumes récentes par rapport aux cours extrêmes 12 mois retenus par Centerview Partners. In fine, nous avons calculé les rapports d'échange en comparant les minima et les maxima entre eux, et non en rapportant les minima de l'un avec les maxima de l'autre comme l'a fait la Banque-Conseil.

La méthode du DCF retenue à titre principal et déclinée de manière classique et en simulation de Monte-Carlo montre des rapports d'échange favorables aux actionnaires de BioAlliance.

A l'inverse, les rapports d'échange issus des critères du cours de bourse et des objectifs de cours se positionnent en-deçà du rapport d'échange proposé. Toutefois, la pertinence de ces critères, que nous retenons à titre de recoupement, est à relativiser dans la mesure où (i) le cours de bourse de Topotarget n'intègre pas de prime de contrôle, laquelle peut atteindre des niveaux très importants (plus de 80 %) dans le secteur des biotechnologies, et où (ii) s'agissant des objectifs de cours des analystes, la couverture des sociétés parties à l'opération est faible.

Il convient enfin de rappeler que l'échec d'une molécule, ou le report ou le rejet d'une AMM, pour l'une ou l'autre des sociétés parties à l'opération, pourrait conduire à un ajustement à la baisse des valeurs relatives retenues pour la société concernée et aurait pour conséquence la modification des rapports d'échange présentés ci-dessus.



4. Conclusion

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que le rapport d'échange proposé de 0,074074 action nouvelle BioAlliance pour 1 action Topotarget est équitable.

Fait à Paris, le 22 mai 2014

Les Commissaires à la fusion



Thierry Bellot



Olivier Marion

Membres de la Compagnie Régionale
des Commissaires aux Comptes de Paris

