

**Rapport des commissaires à la fusion
sur la valeur des apports**

en application de l'article L. 225-147 du Code de commerce

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

EXEMPLAIRE
GREFFE



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 en date du 22 mai 2014

**Rapport des commissaires à la fusion
sur la valeur des apports
en application de l'article L. 225-147 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 (« Topotarget » ou l' « Absorbée ») par la société BioAlliance Pharma S.A. (« BioAlliance » ou l' « Absorbante »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la rémunération des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

L'actif net apporté a été arrêté dans le projet de traité de fusion en date du 16 avril 2014. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

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

- apprécier la valeur des apports et nous assurer que celle-ci n'est pas surévaluée ;
- vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur du nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports augmentée de la prime de fusion.

Notre mission prenant fin avec le dépôt de nos rapports, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport 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. 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. Diligences et appréciation de la valeur des apports**
- 3. 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 émis	$C = A \times B$	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. Diligences et appréciation de la valeur des apports

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 valeur des apports.

En particulier :

- nous avons rencontré ou nous sommes entretenus avec les responsables de BioAlliance en charge de l'opération et leurs conseils, notamment :
 - Madame Judith Gréciet et Monsieur Nicolas Fellmann, respectivement directeur général et directeur financier de BioAlliance ;
 - Maître Jean-Nicolas Soret, avocat au sein du cabinet Altana, conseil de BioAlliance ;
 - Monsieur Ercument Tokat, associé de la banque d'affaires Centerview Partners, conseil de BioAlliance ;
 - Messieurs Jean-Pierre Colle et Nicolas Bouttier, respectivement associé et senior manager du cabinet d'audit Grant Thornton, l'un des commissaires aux comptes de BioAlliance ;
- nous avons rencontré ou nous sommes entretenus avec les responsables de Topotarget en charge de l'opération, notamment :
 - Monsieur Anders Vadsholt, directeur général de Topotarget,
 - Madame Lone Dahl, directrice financière de Topotarget ;
- nous avons étudié le projet de Prospectus en date du 22 mai 2014 et le Traité de Fusion signé le 16 avril 2014 ;
- nous avons analysé les comptes de la société Topotarget et notamment ceux des exercices clos aux 31 décembre 2012 et 2013 ;
- nous avons examiné le plan d'affaires 2014-2050 de la société Topotarget établi par son management et révisé par le management de BioAlliance avec le concours de la banque d'affaires Centerview Partners (ci-après Centerview Partners ou la Banque-Conseil) ;
- nous avons étudié le rapport d'évaluation relatif à Topotarget réalisé par Centerview Partners ;
- nous avons réalisé une approche multicritères de la valeur globale de Topotarget et effectué des analyses de sensibilité des valeurs obtenues à la variation des hypothèses structurantes d'évaluation ;
- nous avons obtenu une lettre d'affirmation du management de Topotarget, 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 Appréciation de la valeur des apports

Comme indiqué ci-avant, la valeur des capitaux propres Topotarget a été fixée d'un commun accord entre les parties à 78,7 M€.

2.2.1 Méthodes d'évaluation utilisées par la société et ses conseils

L'évaluation de Topotarget a été réalisée en mettant en œuvre les méthodes suivantes :

- la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (ou méthode DCF³) sur la base du plan d'affaires 2014-2050 établi par l'Absorbante et ses conseils ;
- la référence à la valeur d'entreprise extériorisée par la capitalisation boursière de sociétés cotées comparables, i.e. dont la capitalisation boursière est comprise entre 25 M€ et 250 M€ et développant principalement une molécule de traitement oncologique en phase 2 ou 3 ;
- la référence à la valeur d'entreprise extériorisée par des opérations de marché sur la période 2008-2014 et portant sur des sociétés comparables, i.e. dont le montant de la transaction est compris entre 25 M€ et 250 M€ et développant principalement chacune une molécule, généralement en phase 2 ou 3 et/ou de traitement oncologique ;
- à titre de recoupement, les références aux cours de bourse, aux cours-cible des analystes et aux primes payées lors des opérations de marché citées ci-dessus.

Ces travaux conduisent à des valeurs de Topotarget comprise entre 40,3 et 147,0 M€, détaillées dans le tableau ci-dessous :

Topotarget Valeurs des fonds propres	en M€		
	Min.	Centrale	Max.
DCF	101,5	-	137,9
Référence aux valeurs d'entreprise	69,5	-	147,0
Cours de bourse (min. et max. 52 semaines)	40,3	-	69,5
Cours de bourse plus prime de contrôle	71,8	-	106,7
Objectif de cours analyste		61,4	

³ Discounted cash flow.

Le rejet des méthodes des transactions comparables, des comparaisons boursières et de l'Actif Net Réévalué (ANR) nous paraît justifié pour les raisons suivantes :

- les méthodes analogiques reposent sur des multiples de valorisation dont le calcul et l'application sont rendus inopérants s'agissant de sociétés de biotechnologie dont les revenus et la rentabilité actuels, ainsi qu'à moyen terme, sont non significatifs au regard de ceux anticipés au-delà de l'horizon de prévision usuellement retenu pour ce type d'approche ;
- la mise en œuvre de l'ANR consisterait pour l'essentiel à estimer la valeur des brevets de l'Absorbée, approche qui aboutirait au même résultat que l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

S'agissant de nos propres approches, nous ne retiendrons pas les méthodes fondées sur les références aux valeurs d'entreprise de sociétés cotées ou issues de transactions qui, de notre point de vue, aboutissent à borner de manière large la valeur de Topotarget plutôt que de l'estimer, dans la mesure où cette méthode est complètement déconnectée des agrégats de l'Absorbée à l'exception de la position financière nette.

2.2.2 Appréciation des commissaires à la fusion

Nous avons basé nos travaux d'évaluation sur ceux réalisés par la Banque-Conseil et sur les documents et des informations qui nous ont été communiqués.

Nous avons vérifié la correcte mise en œuvre des méthodes d'évaluation retenues, et nous avons développé notre propre approche de la valeur globale de Topotarget, sur la base du plan d'affaires dont nous avons vérifié la correcte modélisation.

Les prévisions d'activité reposent sur la connaissance qu'a le management de BioAlliance du potentiel sanitaire et économique des différentes applications thérapeutiques du Belinostat. 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) par les 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.

Nous nous sommes fait confirmer par écrit par le management de BioAlliance que ces prévisions correspondaient à sa meilleure estimation à la date de notre rapport des revenus et des marges futures de l'Absorbée. 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 s'étagent ainsi entre 20 % pour le traitement par le Belinostat du cancer du foie⁴, et 85% pour le traitement du lymphome T périphérique en rechute ou réfractaire (PTCL⁵), lequel est actuellement en cours de revue par l'autorité sanitaire américaine (la FDA) jusqu'au 9 août 2014, date à laquelle il est prévu qu'elle rende son avis. Il convient de noter qu'en cas d'obtention de cette AMM, Topotarget recevrait alors de son partenaire commercial américain le versement d'un montant de 25 MUSD. Globalement, compte tenu du nombre de traitements retenus dans les prévisions et de leur probabilité d'obtenir l'AMM nous parvenons, selon nos calculs, à un ratio de succès moyen anticipé de 25 %, correspondant au rapport entre l'espérance de revenus cumulés après prise en compte des probabilités d'obtention des AMM et le montant des revenus cumulés théorique en cas d'obtention de l'ensemble des AMM.

Approche par les flux futurs de trésorerie actualisés

Tout comme la Banque-Conseil, nous avons évalué la société Absorbée sur la base des revenus qui seront potentiellement tirés des traitements déjà parvenus à ce jour 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 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 ;

⁴ Hepatocellular carcinoma (HCC) ou cancer primitif du foie

⁵ Peripheral T-cell lymphoma en anglais, tel que mentionné dans le rapport annuel de la société

- 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 Topotarget, l'approche que nous avons mise en œuvre est plus conservatrice en ce qu'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 Topotarget de 0,80 € (soit kr. 5,97⁶), avec un coefficient de variation de 73 %⁷ 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 116,8 M€ sur une base de 145,8 millions d'actions (114,8 M€ sur une base de 143,3 millions d'actions, après application de la *treasury method*). Cette valeur intègre la quote-part de coûts liés à la fusion qui sera supportée par l'Absorbée ainsi que les synergies de frais de fonctionnement qui sont actuellement attendus par le management de BioAlliance. Selon nos calculs, la prise en compte de ces synergies a un impact de 0,05 € par action Topotarget.

Une variation de 0,50% du taux d'actualisation a un impact de +/- 0,04 € sur la valeur de l'action.

⁶ Taux de change du 15 avril 2014 : 1 € = kr. 7,4662

⁷ Ecart-type des valeurs de l'action (0,58 €) rapporté à l'espérance de valeur de l'action (0,80)

Critère du cours de bourse

Tout comme la Banque-Conseil, nous avons également analysé le cours de bourse de Topotarget qui constitue un critère pertinent dans la mesure où l'action est régulièrement cotée, dispose d'un flottant important et présente une liquidité suffisante. 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	Topotarget		
	kr./action	€/action	Mkt. Cap. en M€
36 mois	kr. 2,51	0,34 €	48,3
24 mois	kr. 2,53	0,34 €	48,6
12 mois	kr. 3,00	0,40 €	57,7
6 mos	kr. 3,10	0,42 €	59,5
3 mois	kr. 3,13	0,42 €	60,0
20 jours	kr. 3,14	0,42 €	60,3
Spot	kr. 3,01	0,40 €	57,8
Max. 3 mois	kr. 3,57	0,48 €	68,5
Min. 3 mois	kr. 2,85	0,38 €	54,7

En retenant les moyennes pondérées les plus récentes (20 jours et 3 mois), la valeur de Topotarget ressort à environ 60 M€. Il faut toutefois souligner que cette valeur n'intègre pas les synergies attendues du rapprochement. Ainsi, à l'instar de la Banque-Conseil, nous ne retenons ce critère qu'à titre de recoupement.

Par ailleurs, il convient de rappeler que le cours de bourse n'intègre pas de prime de contrôle. S'agissant de sociétés biotechnologiques ou pharmaceutiques, les observations portant sur des transactions majoritaires au cours de la période 2008-2013 montrent des primes comprises entre 23,8 % et 80,2 % (respectivement les 25^{ème} et 75^{ème} percentiles) et une prime médiane de 57,2 %.

En retenant la période 2012-2013, les primes sont comprises entre 17,7 % et 52,5 %, pour une prime médiane de 22,1 %. Appliquées au cours moyen pondéré 3 mois, il ressort une valeur des fonds propres comprises entre 70,7 M€ et 91,6 M€ et une médiane de 73,3 M€.

Critère de l'objectif de cours des analystes

Topotarget n'est suivie que par deux analystes, Danske Bank 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		Cours de référence en €
			en DKK	en €	
Topotarget	Danske Bank (1)	31-janv.-14	3,2	0,43 €	0,42 €
	Danske Bank (1)	31-janv.-14	4,2	0,56 €	0,42 €
	Edison (2)	10-févr.-14	10,0	1,34 €	0,42 €

(1) stand-alone : kr. 3,20 ; dans le cadre d'un rachat ou d'une fusion : kr. 4,20

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

En ne retenant que l'objectif de Danske Bank, celui établi par Edison nous semblant trop éloigné du cours de bourse et des hypothèses du plan d'affaires post-fusion établi par BioAlliance (cf. infra), la valeur des fonds propres de Topotarget s'établit entre 61,4 M€ en stand-alone, et 80,6 M€ en cas de fusion ou de rachat.

Nous relevons que l'objectif de cours d'Edison repose sur un nombre de traitements supérieur à celui retenu dans le plan d'affaires établi par BioAlliance, lequel, en cohérence avec sa stratégie, se focalise sur le traitement des cancers ou des maladies orphelines. Ces traitements non-retenus par BioAlliance⁸ contribuent approximativement pour moitié à l'objectif de cours du cabinet Edison.

2.2.3 Synthèse

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

Valeurs des fonds propres	en M€			en €/action		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
<i>A titre principal</i>						
DCF	116,1	121,8	127,5	0,81 €	0,85 €	0,89 €
DCF Monte Carlo	109,0	114,8	120,5	0,76 €	0,80 €	0,84 €
<i>A titre de recoupement ou d'information</i>						
Cours de bourse (20j.-3 mois) (1)	60,0	60,2	60,3	0,42 €	0,42 €	0,42 €
Cours de bourse plus prime de contrôle (2)	70,7	73,3	91,6	0,49 €	0,51 €	0,64 €
Objectif de cours analyste	61,4	71,0	80,6	0,43 €	0,50 €	0,56 €

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

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

Nous constatons que les valeurs issues des critères retenus à titre de recoupement ou d'information encadrent la valeur des apports fixée à 78,7 M€, et que la mise en œuvre de la méthode DCF conduit en moyenne à des fourchettes de valeur supérieures de l'ordre de 50 % à la valeur des apports. Cette dernière n'apparaît donc pas surévaluée.

Il convient toutefois de rappeler que la valeur des fonds propres de Topotarget est principalement liée au succès du Belinostat pour le traitement de diverses pathologies oncologiques. Ainsi, le rejet de la FDA, ou le report de l'AMM du Beleodaq® prévue début août 2014, auraient probablement des conséquences sensiblement négatives sur la valorisation des apports de Topotarget.

⁸ NSCLC pour « Non Small Cell Lung Cancer », STS pour « Soft Tissue Sarcoma » et cancer du thymus