

PROJET DE NOTE D'INFORMATION
PRESENTEE PAR LA SOCIETE
STALLERGENES



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE D'ACHAT INITIEE PAR
ARES LIFE SCIENCES I S.À R.L.¹



VISANT LES ACTIONS
DE STALLERGENES



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le [●]. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF.

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'avis du Cabinet Ledouble S.A., agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTE SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de Stallergenes (finance.stallergenes.com) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires du présent projet de note d'information en réponse sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de la société Stallergenes, 6, rue Alexis de Tocqueville à Antony (92160).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de Stallergenes, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre.

¹ Ares Life Sciences I S.A.R.L. est une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois au capital de €12.500 dont le siège social est situé au 46A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg en cours d'immatriculation au Registre du Commerce et des Sociétés du Luxembourg.

SOMMAIRE

1	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE D'ACHAT DEPOSEE PAR ARES LIFE SCIENCES I SARL.....	4
2	CONTEXTE DE L'OFFRE D'ACHAT DEPOSEE PAR ARES LIFE SCIENCES I SARL.....	4
3	EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITATEUR.....	5
4	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE STALLERGENES.....	5
5	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	7
6	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	94
	6.1 Contrat d'Acquisition	94
	6.2 Mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des options de souscription d'actions et des actions gratuites	94
7	INFORMATION DES SALARIES	94
8	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	94
	8.1 Structure et répartition du capital de Stallergenes.....	94
	8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portés à la connaissance de Stallergenes.....	95
	8.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Stallergenes dont elle a connaissance	95
	8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	95
	8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	96
	8.6 Accords entre actionnaires dont Stallergenes a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	96
	8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et aux modifications des statuts de la Société	96
	8.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs.....	96
	8.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts.....	96
	8.8 Pouvoirs du conseil d'administration et du directeur général, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions	97
	8.9 Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants.....	98
	8.9.1 Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs et les dirigeants	98
	8.9.2 Rémunération et avantages des dirigeants et administrateurs	98

8.10	Accords conclus par Stallergenes qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Stallergenes, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	99
8.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une Offre	99
9	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	99
10	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	100

1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE D'ACHAT DEPOSEE PAR ARES LIFE SCIENCES I SARL

Wendel et ses deux filiales Oranje-Nassau Participaties B.V. et la Compagnie Financière de la Trinité (le « **Groupe Wendel** ») ont conclu le 10 novembre 2010 avec Ares Life Sciences I S.A.R.L., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois au capital de €12.500 dont le siège social est situé au 46A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg en cours d'immatriculation au Registre du Commerce et des Sociétés du Luxembourg (l'« **Initiateur** »), une convention intitulée *Share Purchase Agreement* (le « **Contrat d'Acquisition** ») aux termes de laquelle ces deux filiales ont convenu de céder à l'Initiateur l'intégralité des 6.081.496 actions Stallergenes qu'elles détiennent représentant 45,81% du capital et des droits de vote de la Société (le « **Bloc de Contrôle** ») pour un prix global de 358.808.264 euros, soit 59 euros par action cédée. Stallergenes est une société anonyme au capital de 13.276.425 euros dont le siège social est situé 6 rue Alexis de Tocqueville– 92160 Antony immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 393 709 860 (la « **Société** » ou « **Stallergenes** »).

Le 16 novembre 2010, conformément au Contrat d'Acquisition, Ares Life Sciences I S.A.R.L a acquis 6.081.376 actions Stallergenes auprès d'Oranje-Nassau Participaties B.V. et 120 actions Stallergenes auprès de la Compagnie Financière de la Trinité, soit un total de 6.081.496 actions, représentant 45,81% du capital de la Société pour un montant global de 358.808.264 euros.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, Ares Life Sciences a déclaré par lettre en date du 19 novembre 2010 adressée à l'AMF et à Stallergenes, avoir franchi à la hausse le 16 novembre 2010 les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25% et 1/3 du capital social et des droits de vote de la Société, et a déclaré son intention de déposer, conformément à la réglementation applicable, un projet d'Offre d'achat visant les actions de la Société (l'« **Offre** »). Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 22 novembre 2010 sous le numéro 210C1191.

L'Offre porte sur la totalité des actions Stallergenes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de dépôt de la présente Offre, soit 7.194.929 actions ainsi que sur (i) les 89.787 actions susceptibles d'être émises au cours de la période d'offre à raison de l'exercice des options de souscription d'actions émises par Stallergenes et (ii) des actions gratuites soumises à une période d'acquisition attribuées définitivement par anticipation et devenues cessibles en raison de l'invalidité ou du décès de leur bénéficiaire conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce.

Tel que décrit à la section 4 ci-après, le Conseil d'administration a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 18.491 actions auto-détenues par la Société, ces actions étant affectées à l'animation du marché secondaire ou à la liquidité du titre dans le cadre du contrat de liquidité conclu par la Société.

A la date d'ouverture de l'Offre, l'Initiateur détiendra moins de 50% du capital social et des droits de vote de Stallergenes. L'Offre sera par conséquent réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF. L'Offre se déroulera ainsi en deux temps : une offre initiale puis, à l'issue de cette offre initiale, une offre de réouverture conformément aux dispositions de l'article 232-4 du Règlement général de l'AMF.

2 CONTEXTE DE L'OFFRE D'ACHAT DEPOSEE PAR ARES LIFE SCIENCES I SARL

Depuis son entrée au sein du capital de la Société en 1993, Wendel a soutenu activement la stratégie de Stallergenes, permettant la forte croissance du groupe.

Afin de poursuivre le développement de Stallergenes dans le cadre défini par ses équipes de direction, Wendel a entamé un processus de recherche d'un partenaire financier ou industriel.

Après une première manifestation d'intérêt de la part de l'équipe d'Ares Life Sciences, un accord de confidentialité a été conclu le 14 septembre 2010 en vue d'engager des discussions sur une éventuelle cession de la participation de Wendel dans Stallergenes. Ares Life Sciences Fund Management Limited a ensuite adressé au Président du Directoire de Wendel une lettre en date du 28 septembre 2010, décrivant les principaux termes et conditions du projet d'acquisition de la participation de Wendel.

Après une réunion avec le Directeur général de Stallergenes, Ares Life Sciences Fund Management Limited a confirmé son intérêt pour Stallergenes dans une seconde lettre en date du 7 octobre précisant les modalités de l'acquisition de la totalité de la participation détenue par le Groupe Wendel dans Stallergenes.

La remise de cette lettre d'offre indicative a permis aux équipes du groupe Ares d'avoir accès à certaines informations portant sur la Société et à une présentation par les équipes de direction de la Société qui s'est tenue le 19 octobre 2010. Le 28 octobre 2010, l'Initiateur a remis une lettre d'offre ferme à Wendel confirmant son souhait d'acquérir la totalité des titres de la Société détenues par le Groupe Wendel.

Cette lettre d'offre exposait notamment les intentions de l'Initiateur en matière d'emploi et de politique des ressources humaines de Stallergenes.

Dans ce cadre, le Groupe Wendel a octroyé le 28 octobre 2010 une exclusivité à Ares Life Sciences I S.A.R.L. en vue de céder l'intégralité de la participation du Groupe Wendel dans Stallergenes.

Une note d'information a été adressée le 29 octobre 2010 au comité d'entreprise de Stallergenes. Au cours d'une réunion tenue le 3 novembre 2010, les membres du comité d'entreprise ont formulé des demandes d'information complémentaires auxquelles la Société et Ares Life Sciences ont répondu. A l'issue d'une seconde réunion en date du 10 novembre 2010, le comité d'entreprise de Stallergenes a rendu un avis favorable au projet d'acquisition (4 voix pour et 2 voix contre).

A l'issue de la réception de cet avis, le Groupe Wendel et l'Initiateur ont procédé à la conclusion du Contrat d'Acquisition le même jour.

Le règlement livraison de l'opération de cession de Bloc de Contrôle est intervenu, tel que décrit ci-avant, le 16 novembre 2010.

3 EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITATEUR

Préalablement aux discussions menées en vue de l'acquisition du Bloc de Contrôle, il n'existerait aucun lien entre l'Initiateur et la Société ou leurs dirigeants et administrateurs respectifs.

Par ailleurs, la Société n'est partie à aucun accord avec l'Initiateur, à l'exception de l'accord de confidentialité en date du 14 septembre 2010.

4 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE STALLERGENES

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 13 décembre 2010 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Les membres du Conseil d'administration, à l'exception de Madame Paola Ricci, Messieurs Christian Chavy, Patrick Lee et Jacques Theurillat, s'étaient également réunis le 7 décembre 2010 afin de prendre connaissance des projets de notes d'information de l'Initiateur et de la Société ainsi que du projet de rapport établi par Ledouble SA.

A l'occasion de la réunion du 13 décembre 2010, tous les membres du Conseil d'administration étaient présents.

La séance était présidée par Monsieur Albert Saporta en sa qualité de Président-Directeur Général de la Société.

Les administrateurs ont pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur, tel qu'il a été déposé à l'AMF le 15 décembre 2010 contenant notamment (i) les motifs et intentions de ce dernier et (ii) la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par la Deutsche Bank, banque présentatrice de l'Offre;

- le rapport établi par Ledouble SA, représenté par Messieurs Dominique Ledouble et Olivier Cretté, en sa qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») ;
- Le projet de note en réponse de la Société et du document « Autres Informations » de la Société prévu par l'article 231–28 du Règlement général de l'AMF.

Après examen des documents, les administrateurs ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments et ont constaté que :

- Ares Life Sciences I S.A.R.L. entend maintenir l'autonomie de la Société par rapport aux autres participations gérées par l'équipe d'Ares Life Sciences ;
- Ares Life Sciences I S.A.R.L. envisage d'apporter son expérience dans le secteur pharmaceutique afin de fournir à la Société les moyens de poursuivre sa croissance internationale ;
- Ares Life Sciences n'étant pas présent dans le domaine de l'allergie, il n'est pas prévu de rapprochement ou de synergies particulières avec d'autres participations gérées par l'équipe d'Ares Life Sciences ;
- Ares Life Sciences I S.A.R.L. n'anticipe pas de changements au sein des effectifs de la Société ou dans le cadre de la politique d'emploi ou de ressources humaines de Stallergenes ;
- Ares Life Sciences I S.A.R.L. entend maintenir les avantages individuels ou collectifs accordés aux employés de la Société en ce compris les accords de participation et d'intéressement ;
- Ares Life Sciences I S.A.R.L. n'envisage ni de restructuration ni de délocalisation, en particulier des sites de R&D et de production de la Société à Antony et à Amilly ;
- Ares Life Sciences I S.A.R.L. entend s'appuyer sur l'équipe de direction actuelle et les salariés de la Société pour continuer de mener à bien le développement de la Société, cette équipe et ses salariés ayant permis à Stallergenes d'occuper la place qu'elle occupe aujourd'hui ;
- Le prix de l'Offre est de € 59 ;
- Le prix de l'Offre se compare favorablement à certains des critères de valorisation présentés dans la synthèse préparée par Deutsche Bank et dans le rapport de l'Expert Indépendant ;
- Les conclusions de l'Expert Indépendant rappellent que « *le prix de l'Offre de €59 se situe à l'intérieur de la fourchette intégrant l'estimation du projet américain par le management et correspond à celui de la transaction de contrôle, réalisée à l'issue d'un processus structuré de cession* ». Elles précisent par ailleurs que l'Expert est « *d'avis que le prix d'offre est équitable pour l'actionnaire qui souhaite bénéficier de la liquidité qui lui est offerte* » ;
- Le prix de l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société à des conditions satisfaisantes, notamment en ce que ce prix résulte d'un processus compétitif de cession d'un bloc de titres significatif.

Le Conseil d'administration a par ailleurs pris acte du fait que l'Initiateur n'envisageait pas (i) de procéder à une offre publique de retrait et/ou à un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre ou (ii) de procéder à la radiation des actions de la Société.

Le Conseil d'administration connaissance prise (x) des termes de l'Offre, (y) des motifs et des intentions de l'Initiateur et (z) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par Deutsche Bank et dans le rapport de l'Expert Indépendant, après en avoir délibéré, estime que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité

immédiate. Les administrateurs considèrent néanmoins que le prix de l'Offre pourrait ne pas refléter pleinement le potentiel de valorisation à long terme du titre Stallergenes.

Par ailleurs, le Conseil d'administration décide de ne pas apporter à l'Offre les 18.491 actions auto-détenues par la Société, ces actions étant affectées à l'animation du marché secondaire ou à la liquidité du titre dans le cadre du contrat de liquidité conclu par la Société.

Monsieur Albert Saporta a indiqué son intention d'apporter 42.000 actions à l'Offre. Au terme de cette opération, et compte tenu de la levée de ses options de souscription d'actions, il conservera 114.000 actions de la Société et ne disposera plus d'options de souscription exerçables. Monsieur Louis Champion a indiqué son intention d'apporter 72.000 actions à l'Offre. Au terme de cette opération, et compte tenu de la levée de certaines de ses options de souscription d'actions, il conservera 44.799 actions de la Société et ne disposera plus d'options de souscription exerçables. Monsieur Michel Dubois a indiqué son intention d'apporter 12.792 actions à l'Offre. Au terme de cette opération, il conservera 5.750 actions de la Société.

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Conseil d'administration de la Société a désigné Ledouble SA, représenté par Messieurs Dominique Ledouble et Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF. Le rapport de Ledouble SA est reproduit ci-dessous.



STALLERGENES

Offre Publique d'Achat initiée par Ares Life Sciences I SARL

--

ATTESTATION D'EQUITE

Ledouble SA - 15, rue d'Astorg - 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - Fax 01 43 12 84 86 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes - Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société anonyme au capital de 503 320 € - RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat (OPA) initiée par Ares Life Sciences I SARL (Ares, « l'Initiateur ») sur les actions Stallergenes (la Société « Cible »), Ledouble SA a été chargé, en qualité d'expert indépendant désigné par le conseil d'administration de Stallergenes du 10 novembre 2010, de se prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires entrant dans le champ de l'OPA (l'« Offre »), du prix d'Offre de 59 € par action Stallergenes. La présente Offre s'inscrit dans le prolongement de l'acquisition le 16 novembre 2010¹ par l'Initiateur auprès du Groupe Wendel (Wendel, « le Cédant ») de 45,86% à cette date du capital de la Cible (l'« Acquisition »).

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre de l'article 261-1.I 1° du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Il est précisé que la présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I du Règlement Général de l'AMF.

Indépendance

Ledouble SA² est indépendant de Stallergenes, d'Ares, des entités les contrôlant au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, ainsi que de Deutsche Bank, établissement présentateur de l'Offre et conseil de l'Initiateur :

- il n'a aucun lien juridique ou financier avec Stallergenes, Ares ni leurs actionnaires respectifs et n'a jamais exercé de mission auprès de ces sociétés³,
- il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006⁴ ; à titre informatif, figure en annexe 6 la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble SA en 2010 et au cours des dernières années écoulées, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées,
- nous considérons que la mission qui est confiée à Ledouble SA ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur⁵.

¹ Le contrat d'Acquisition a été signé le 10 novembre 2010.

² Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

³ Le signataire Dominique Ledouble est intervenu pour Wendel en qualité de commissaire aux apports et à la fusion, dans le cadre de la réorganisation de ce groupe effectuée en 2005.

⁴ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble SA (dont les profils figurent en annexe 5).

⁵ Au sens de l'article 261-4 I du Règlement Général de l'AMF.

Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de Ledouble SA avec les personnes concernées par l'Offre ou l'Opération telle que décrite ci-dessous (§ 1.2 et § 1.3) et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Notre cabinet, Ledouble SA, est donc en mesure d'accomplir sa mission d'expert indépendant en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en annexe 5.

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission sont indiqués en annexe 1 et le calendrier d'intervention en annexe 2.

La présente opération a donné lieu à l'émission par Deutsche Bank, établissement présentateur de l'offre, d'un rapport d'évaluation dont nous avons pris connaissance.

Notre base documentaire figure en annexe 4.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté en une valorisation multicritères de Stallergenes ; ces diligences ont impliqué notamment :

- des entretiens avec les parties à l'Opération recensées en annexe 3, en l'occurrence des représentants de la Cible⁶, de l'Initiateur et de Wendel, ainsi que leurs conseils,
- la compréhension des accords ayant régi la cession par Wendel à l'Initiateur de sa participation dans Stallergenes, puis la fixation des modalités de l'Offre,
- l'analyse de l'organisation juridique de l'Opération et de la structuration de l'Offre, sur la base d'entretiens avec le management de Stallergenes et des parties en présence⁷ ainsi que des projets de notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible destinées à l'AMF.

⁶ Membres du Conseil d'administration et Direction financière de Stallergenes.

⁷ Représentants de :

- Hoche Société d'Avocats, conseil juridique de la Cible,

- l'examen des rapports annuels et informations réglementées disponibles sur le site d'informations de Stallergenes^{*},
- le recensement des faits marquants survenus au cours des trois derniers exercices, en particulier au travers de la lecture des procès-verbaux des délibérations des assemblées générales ainsi que des procès-verbaux des réunions et des rapports de gestion du conseil d'administration de Stallergenes,
- l'exploitation des informations mises à notre disposition par les parties et recueillies par la consultation de nos propres bases de données, comportant notamment l'étude d'un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables, décrites en annexe 7,
- l'appréciation des données prévisionnelles, consignées, d'une part, dans le plan de d'affaires émanant de la Direction générale de Stallergenes à l'horizon 2019, d'autre part, dans le *business plan* élaboré par Ares sur Stallergenes à l'horizon 2020,
- la visite des installations industrielles de Stallergenes à Antony,
- un recoupement entre les différentes méthodes employées pour évaluer le titre Stallergenes et une analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation,
- la confrontation de nos travaux avec ceux effectués par l'établissement présentateur.

Affirmations obtenues

Nous avons obtenu des confirmations du management de la Cible et des représentants de l'Initiateur et du Cédant, notamment sur le processus de l'Acquisition ayant abouti au projet de l'Offre, ainsi que sur l'absence :

-
- Ares Life Sciences, Initiateur,
 - Moelis & Company UK et Deutsche Bank, conseils financiers de l'Initiateur,
 - Skadden, conseil juridique de l'Initiateur,
 - Wendel, Cédant,
 - Gaillard Partners, conseil financier du Cédant,
 - Sullivan & Cromwell, conseil juridique du Cédant.

^{*} <http://www.stallergenes.fr>

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix de l'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre,
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations que le management de Stallergenes nous a communiquées dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi, en particulier le plan d'affaires.

Les parties concernées nous ont confirmé que l'*Executed Offer Letter* et le *Share Purchase Agreement* entre Wendel, Oranje-Nassau Participaties B.V., Compagnie Financière de la Trinité et Ares Life Sciences I SARL, en date respectivement du 28 octobre 2010 et du 10 novembre 2010, constituent la totalité des documents juridiques afférents à l'acquisition préalable à l'OPA envisagée.

L'Initiateur nous a confirmé que l'acquisition est financée par Ares intégralement sur fonds propres.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les parties en présence et, dans ses grandes lignes, l'économie générale de l'Opération, englobant l'Acquisition et l'Offre qui en constitue l'aboutissement (§ 1)⁹,
- l'activité et l'environnement de Stallergenes (§ 2),
- nos travaux d'évaluation du titre Stallergenes (§ 3),
- nos observations sur les travaux de l'établissement présentateur (§ 4).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de Stallergenes visés par l'Offre (§ 5), au sens du Règlement général de l'AMF.

⁹ Les montants ci-après sont susceptibles d'être exprimés en euros (€)/devises, milliers d'euros/devises (K), millions d'euros/devises (M) ou milliards d'euros/devises (Md).

1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1.1 Sociétés concernées

1.1.1 Initiateur

Ares Life Sciences I SARL est une société de droit luxembourgeois au capital de 12.500 €, sise 46A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg ; elle est détenue par Ares Life Sciences Holdings L.P., société d'investissement créée en 2008 avec le soutien de la famille Bertarelli et est spécialisée dans l'industrie de la santé (produits pharmaceutiques, biotechnologies, technologies médicales, services de santé).

Ares, fonds d'investissement, possède une expertise dans le secteur de la santé ; outre Stallergenes, il dispose de quatre autres investissements en Europe et aux Etats-Unis¹⁰.

1.1.2 Cible

Stallergenes, dont les titres sont visés par la présente opération, est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 13 212 438 €, sise 6, rue Alexis de Tocqueville à Antony (92183) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre (sous le numéro RCS n° 393 709 860).

Stallergenes est un laboratoire biopharmaceutique européen spécialisé dans le traitement d'immunothérapie allergénique pour la prévention et le traitement des maladies respiratoires allergiques telles que la rhino-conjonctivite, la rhinite et l'asthme allergique ; son activité inclut la recherche, le développement, la fabrication et la distribution de traitements à base d'extraits allergéniques.

Les actions composant le capital de Stallergenes, au nombre de 13.276.425¹¹, sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment B)¹².

¹⁰ 33,9% dans Euromedic en Hongrie (dialyse) ; 40% dans Esaote, fournisseur d'équipement d'imagerie de diagnostic italien (imagerie médicale) ; 14,9% dans Santhera, biotech suisse ; 23% dans Broncus Technologies aux Etats-Unis (*medical device* pour les pathologies pulmonaires).

¹¹ Au 30 novembre 2010 (13.212.438 actions au 31 décembre 2009 + 63.987 actions issues de levées d'options en 2010) ; sous déduction des 18.491 actions auto-détenues dans le cadre du contrat de liquidité, le nombre de droits de vote exerçables s'établit à 13.257.934.

1.1.3. Cédant

Wendel porte depuis 17 ans la participation Stallergenes ; pour mémoire, le montant de sa participation ressortait à 7,93 € par action au 31 décembre 2009. Le résultat de cession de Stallergenes, de l'ordre de 300 M€¹³, a été annoncé par voie de communiqué.

1.2 Périmètre de l'Opération et dispositif de l'Offre

1.2.1 OPA

L'Offre intervient à la suite de l'Acquisition par l'Initiateur des titres de Stallergenes antérieurement détenus par le Groupe Wendel ; cette transaction a porté sur 6.081.496 actions ordinaires, qui représentent à ce jour 45,81% du capital et 45,87 % des droits de vote de Stallergenes¹⁴.

L'acquisition des actions de Stallergenes s'est opérée au prix de 59 €, valorisant la société à 782 M€.

L'Offre portera sur la fraction du capital de Stallergenes non détenue par Ares Life Sciences, soit selon les informations disponibles à ce jour 7.194.929 actions¹⁵ représentant 54,19% du capital et 54,13% des droits de vote de Stallergenes¹⁶, ainsi que sur les actions susceptibles d'être émises au cours de la période d'Offre à raison de l'exercice des options de souscription d'actions émises par Stallergenes, et des actions gratuites soumises à une période d'acquisition attribuées définitivement par anticipation et devenues cessibles en raison du décès de leur bénéficiaire.

1.2.2 Perspective de retrait obligatoire

Ares n'a pas manifesté le souhait de retirer Stallergenes de la cotation à l'issue de son Offre.

¹² L'introduction de Stallergenes au Second Marché de la Bourse de Paris est intervenue en 1998. Les actions portent le code ISIN FR0000065674.

¹³ Hors frais de transaction.

¹⁴ Les conditions de lancement d'une OPA étaient donc réunies, compte tenu du dépassement du seuil de 33,1/3%.

¹⁵ En ce comprises les 18.491 actions auto-détenues sans droit de vote (§ 1.1.2).

¹⁶ Nombre de droits de vote : 13.257.934 (§ 1.1.2) ; source : déclaration des droits de vote au 30 novembre 2010, article 223-16 du Règlement Général de l'AMF (disponible sur le site de Stallergenes).

1.3 Accords conclus dans le cadre de l'Opération

Les parties nous ont confirmé qu'aucun accord en marge du protocole de cession n'avait été conclu.

Dans le cadre de la cession par Wendel de sa participation dans Stallergenes à Ares, l'Initiateur s'est engagé à ne pas céder ou transférer¹⁷ les actions et les titres donnant accès au capital de Stallergenes qu'il est susceptible de détenir, pendant une période de 12 mois à compter de la date d'Acquisition, au terme d'une clause de « lock-up »¹⁸.

Les accords ne comportent pas de clause de garantie de passif, d'*earn-out*, ni de dispositif de nature à permettre à des tiers tels que les managers de réinvestir dans la Société, directement ou indirectement à travers Ares ou un véhicule ad-hoc ; ils mentionnent en revanche l'intention d'Ares de maintenir en place le personnel et les dirigeants de Stallergenes.

2 PRÉSENTATION DE L'ACTIVITÉ ET DE L'ENVIRONNEMENT DE STALLERGENES

2.1 Marché du traitement de l'allergie respiratoire

La rhinite allergique est une maladie qui se caractérise par des symptômes perturbants¹⁹ ; principalement causée par un développement insuffisant du système immunitaire au cours l'enfance, elle présente souvent un caractère héréditaire, sous deux formes : saisonnière (allergie au pollen, principalement) ou persistante (allergie aux acariens notamment).

La rhinite allergique est qualifiée de légère lorsqu'elle n'entrave pas les activités sociales, les loisirs, les activités professionnelles et le sommeil, et de modérée à sévère lorsqu'un de ces paramètres est perturbé. La tendance actuelle confirme une augmentation de la rhinite allergique au niveau mondial au cours des 30 à 40 dernières années, notamment en raison de l'accroissement de la pollution industrielle et, probablement, de la présence de nouveaux adjuvants alimentaires.

¹⁷ A l'exception de tout transfert à une filiale de l'Acquéreur.

¹⁸ Dispositif destiné à prévenir toute surenchère indirecte sur le titre, susceptible de nuire notamment aux intérêts du Cédant ; l'Initiateur se réserve néanmoins le droit de céder tout ou partie des actions Stallergenes qu'il détient à toute autre entité qui serait sa filiale sous contrôle commun avec Ares.

¹⁹ Eternuement, écoulement et/ou l'obstruction nasal, démangeaisons, inflammations locales.

La rhinite allergique modérée à sévère augmente d'un facteur 8 environ le risque d'apparition de l'asthme qui, dans sa forme sévère peut être mortel²⁰ ; c'est la raison pour laquelle elle devient un sujet de santé public que l'Organisation Mondiale de la Santé recommande de considérer comme un facteur de risque d'asthme et de répertorier dans les maladies respiratoires chroniques²¹.

2.1.1 Le marché de la rhinite allergique dans son ensemble

Environ 181 millions de personnes vivent actuellement avec une rhinite allergique dans les sept marchés principaux que représentent les Etats-Unis, le Japon, la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et le Royaume Uni (dont 81% sous une forme modérée à sévère)²². En 2009, les ventes de traitements de la rhinite allergique auraient représenté un montant total de 5 Md\$ dans ces sept pays.

Le taux de croissance annuel composé de ce marché serait :

- en valeur, de -1% sur 2006-2009 et de -3% sur 2009-2019, cette baisse étant principalement due à l'expiration progressive des brevets et donc à l'émergence des produits génériques ;
- en volume, de +0,9% sur 2006-2009 et de +0,6% sur 2009-2019, croissance principalement expliquée par la baisse des prix.

Différents médicaments peuvent atténuer les symptômes de la rhinite allergique :

- les antihistaminiques, qui agissent en bloquant la production d'histamine, substance qui provoque les symptômes d'allergie ;
- les décongestionnants, qui diminuent rapidement l'enflure du tissu nasal ;
- les corticostéroïdes nasaux ou oraux, médicaments anti-inflammatoires qui bloquent la réaction allergique généralement prescrits lorsque les antihistaminiques n'offrent pas de soulagement ;
- les antileucotriènes, obtenus sur ordonnance qui bloquent les effets des leucotriènes produits par le système immunitaire durant une réaction allergique et qui contribuent à l'apparition des symptômes.

D'autres thérapies consistent à rendre l'organisme tolérant à la substance allergénique : il s'agit des traitements de désensibilisation ou d'immunothérapie, qui peuvent être envisagés lorsque la cause de l'allergie est clairement identifiée et généralement, lorsque les traitements médicamenteux se sont révélés inefficaces,

²⁰ 1.000 décès par an en France, chez les moins de 65 ans.

²¹ L'enjeu de l'immunothérapie allergénique consiste par conséquent à établir la pathologie de la rhinite allergique sévère.

²² Source : Etude Datamonitor "Pipeline and Commercial Insight : Allergic Rhinitis – Immunotherapy growth surpassed by generic erosion" (référence : DMHC2640), publiée en juillet 2010.

La rhinite allergique modérée à sévère augmente d'un facteur 8 environ le risque d'apparition de l'asthme qui, dans sa forme sévère peut être mortel²⁰ ; c'est la raison pour laquelle elle devient un sujet de santé public que l'Organisation Mondiale de la Santé recommande de considérer comme un facteur de risque d'asthme et de répertorier dans les maladies respiratoires chroniques²¹.

2.1.1 Le marché de la rhinite allergique dans son ensemble

Environ 181 millions de personnes vivent actuellement avec une rhinite allergique dans les sept marchés principaux que représentent les Etats-Unis, le Japon, la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et le Royaume Uni (dont 81% sous une forme modérée à sévère)²². En 2009, les ventes de traitements de la rhinite allergique auraient représenté un montant total de 5 Md\$ dans ces sept pays.

Le taux de croissance annuel composé de ce marché serait :

- en valeur, de -1% sur 2006-2009 et de -3% sur 2009-2019, cette baisse étant principalement due à l'expiration progressive des brevets et donc à l'émergence des produits génériques ;
- en volume, de +0,9% sur 2006-2009 et de +0,6% sur 2009-2019, croissance principalement expliquée par la baisse des prix.

Différents médicaments peuvent atténuer les symptômes de la rhinite allergique :

- les antihistaminiques, qui agissent en bloquant la production d'histamine, substance qui provoque les symptômes d'allergie ;
- les décongestionnants, qui diminuent rapidement l'enflure du tissu nasal ;
- les corticostéroïdes nasaux ou oraux, médicaments anti-inflammatoires qui bloquent la réaction allergique généralement prescrits lorsque les antihistaminiques n'offrent pas de soulagement ;
- les antileucotriènes, obtenus sur ordonnance qui bloquent les effets des leucotriènes produits par le système immunitaire durant une réaction allergique et qui contribuent à l'apparition des symptômes.

D'autres thérapies consistent à rendre l'organisme tolérant à la substance allergénique : il s'agit des traitements de désensibilisation ou d'immunothérapie, qui peuvent être envisagés lorsque la cause de l'allergie est clairement identifiée et généralement, lorsque les traitements médicamenteux se sont révélés inefficaces,

²⁰ 1.000 décès par an en France, chez les moins de 65 ans.

²¹ L'enjeu de l'immunothérapie allergénique consiste par conséquent à établir la pathologie de la rhinite allergique sévère.

²² Source : Etude Datamonitor "Pipeline and Commercial Insight : Allergic Rhinitis – Immunotherapy growth surpassed by generic erosion" (référence : DMHC2640), publiée en juillet 2010.

notamment dans le cas de rhinite allergique sévère souvent associée à l'asthme ; cette dernière catégorie de thérapie constitue, à ce titre, une niche sur laquelle Stallergenes est positionné.

2.1.2 Le marché de l'immunothérapie allergénique à aujourd'hui

Le traitement par immunothérapie allergénique consiste à administrer au patient des doses croissantes de la substance allergène, sur une période de 2 à 5 années. L'administration du traitement a d'abord été sous-cutanée, jusqu'à l'arrivée des premières thérapies sublinguales. Les prochaines années devraient voir se développer les traitements sous forme de comprimés, qui constituent un enjeu majeur pour Stallergenes (§ 2.2 et § 2.3).

L'immunothérapie est le seul traitement potentiellement curatif de la rhinite allergique mais, en raison de son coût élevé et de ses effets secondaires, elle reste un marché de niche au profit du traitement symptomatique.

Le constat suivant a été dressé sur les avantages et inconvénients de l'immunothérapie au regard du traitement symptomatique :

- Immunothérapie :
 - + Potentiel de modification de la maladie
 - + Existence de données statistiques de long terme pour les comprimés
 - Absence de données statistiques de long terme pour les traitements par injection sous-cutanée ou gouttes sublinguales
 - Coût élevé du traitement²³
 - Préoccupations sanitaires (effets secondaires des injections sous-cutanées)
 - Accès limité au traitement
- Traitement symptomatique :
 - + Accès facile au traitement
 - + Traitement bon marché
 - Traitement généralement à vie, car par nature non étiologique

Les améliorations constatées tant dans la sécurité que dans le dosage du traitement et le nombre croissant de produits disponibles sur le marché devraient faciliter le déploiement de l'immunothérapie allergénique.

La taille du marché de l'immunothérapie allergénique est estimée entre 600 M€²⁴ et 750 M€²⁵. Stallergenes estime que ce marché représentera 3,5 Md€ en 2022.

²³ Le coût serait de 60 fois celui du traitement symptomatique, à l'issue de la première année, selon l'étude Datamonitor, ce ratio allant progressivement en décroissant avec les années (7,5 fois sur 20 ans cumulés).

Le marché du traitement sublingual est aujourd'hui porté principalement par deux acteurs, ALK-Abello et Stallergenes, et concentré sur le continent européen (principalement l'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie).

Aux Etats-Unis, le traitement allergène est aujourd'hui préparé et administré par le médecin ; dès lors, les produits commercialisés sur ce marché sont essentiellement des allergènes en vrac, non « finis » (« *bulk* »). Les allergologues en Amérique du Nord sont rémunérés avec les injections, favorisant les produits sous-cutanés ; cependant le refus ou l'interruption du traitement par 30% à 50% des patients au motif de l'injection laisse des perspectives au développement des comprimés.

Dans les autres régions du monde, l'immunothérapie allergénique est très peu développée, voire quasi-inexistante.

2.1.3 Les mutations attendues sur le secteur et les problématiques qu'elles soulèvent

Jusqu'à très récemment, l'immunothérapie allergénique reposait sur des allergènes préparés spécialement pour un seul individu (APSI). Par nature, ces préparations individualisées prescrites par les praticiens allergologues n'entraient pas dans le champ des médicaments soumis à la procédure d'autorisation de mise sur le marché (AMM). Certains APSI bénéficiaient cependant d'une prise en charge partielle par les organismes de sécurité sociale nationaux (jusqu'à 65% en France, par exemple).

L'émergence récente des traitements sous forme de comprimés sublinguaux, constitués d'un extrait allergénique standardisé fait évoluer la donne²⁴. Ainsi l'Agence européenne du médicament, suivie de peu par les principales autorités nationales compétentes, a conféré à l'immunothérapie allergénique en comprimé sublingual le statut de classe pharmaceutique, rendant obligatoire la souscription d'une AMM.

Cette procédure d'autorisation est sollicitée pays par pays²⁵, auprès de l'autorité compétence, l'Agence française de sécurité sanitaire des produits de santé (AFSSAPS) ou la Food and Drug Administration (FDA) aux États-Unis, par exemple. Elle exige un descriptif très détaillé de l'ensemble des caractéristiques du médicament (fabrication, indications, effets,...) et des résultats des essais cliniques et non cliniques

²⁴ Source : Kepler Capital Market.

²⁵ Source : ALK-Abello.

²⁶ Stallergenes estime qu'en 2020, les comprimés représenteront 80% du marché contre 20% pour les APSI.

²⁷ En Europe, sous certaines conditions, la procédure peut être centralisée ou faire l'objet d'une reconnaissance mutuelle.

qu'il est parfois demandé de compléter. L'AMM d'un médicament est valable 5 ans et définit, notamment, le taux de remboursement du médicament.

Dans le cadre des politiques de réduction des déficits publics, les taux de remboursement subissent aujourd'hui une forte pression. Ainsi, un mouvement européen de déremboursement des produits non enregistrés a été constaté depuis 2009. S'agissant des traitements de la classe pharmaceutique, les premières recommandations formulées dans le cadre des procédures d'AMM en cours positionneraient le taux à 15%.

En marge de cette pression sur les taux de remboursement, l'immunothérapie allergénique va être confrontée aux autres risques inhérents à l'industrie pharmaceutique, soit principalement :

- la baisse des prix (baisse de 10% en Allemagne depuis août 2010),
- la pression croissante des exigences réglementaires insufflée par les consommateurs et relayée par les autorités compétentes (la FDA aux Etats Unis, notamment),
- le refus de la FDA entre autres²⁶ ou le risque de demandes d'études supplémentaires (par manque de maturité et d'expérience sur l'immunothérapie allergénique), en application du principe de précaution,
- l'échec des développements cliniques,
- la concurrence (innovation technologique, recombinaunts),
- l'augmentation tendancielle des coûts de R&D, tendant à mettre à l'écart les acteurs de petite taille et favorisant ainsi la concentration du secteur (§ 2.2).

2.2 Organisation et positionnement concurrentiel de Stallergenes

Créé en 1962 par l'Institut Mérieux, Stallergenes s'est d'abord consacré au traitement par injection sous-cutanée (SCIT, pour *sub-cutaneous immunotherapy*) avant de lancer, en 1992, la première thérapie par gouttes sublinguales (SLIT, pour *sublingual immunotherapy*).

En parallèle, depuis 2003, la société est engagée dans le programme de développement de comprimés sublinguaux enregistrés, aux propriétés documentées selon les règles de l'*Evidence Based Medicine* et destinés à couvrir 80% des allergies respiratoires.

²⁶ La FDA couvre un domaine plus large que celui des autres agences.

Aujourd'hui, la gamme proposée par Stallergenes comprend les principaux traitements suivants :

- Gamme sous-cutanée :
 - o Phostal®
 - o Alustal®
 - o Alyostal® venins et Albey® venins
- Gamme sublinguale :
 - o Staloral : gouttes
 - o Stalair® : comprimés pharmaceutiques destinés aux 5 principaux allergènes dans le monde (pollen, acariens, bouleau, ambroisie et cèdre du Japon),
 - o Oralair® : premier des traitements Stalair®, indiqué pour l'allergie au pollen lancé en Allemagne en 2008, enregistré sous le Mutual Recognition Procedure (MRP) de l'Union Européenne en 2009²⁹,
 - o Actair® : traitement Stalair® pour l'allergie aux acariens - *Positive Adult EU PIIB/III* obtenu en avril 2009 (VO.57).

En 2009, le groupe réalisait 96% de son chiffre d'affaires en Europe (dont 73% en cumul sur le Portugal, l'Espagne, la France, l'Italie et la Grèce).

Pour les années à venir, outre le déploiement du traitement en comprimé sublingual, les principaux axes de développement de Stallergenes sont :

- la recherche d'un partenaire pour s'implanter sur les marchés stratégiques, notamment aux Etats-Unis où ALK-Abello est implanté depuis 2007³⁰ ; un partenaire a d'ores et déjà été trouvé au Japon (cf. infra) dont l'enjeu est toutefois moindre que le marché américain ;
- l'implantation dans les marchés émergents tels que la Chine, la Corée, la Russie et l'Amérique Latine ;

²⁹ Source : communiqué. D'autres marchés sont en lancement pour Oralair (Pays-Bas, Autriche, Slovaquie, République Tchèque). En France, la Commission de la Transparence de la Haute Autorité de Santé a émis un avis favorable à l'inscription d'Oralair sur la liste des spécialités remboursables aux assurés sociaux tout en estimant en première analyse que le dossier fourni n'était pas suffisant pour étayer l'intérêt de santé publique d'Oralair en termes de morbidité et de qualité de vie, et qu'en conséquence le Service Médical Rendu (SMR) devrait être de catégorie faible ouvrant droit à un taux de prise en charge par l'assurance maladie de 15%. Sur la base de nouvelles données à fournir par la société, une nouvelle évaluation devrait avoir lieu en 2011. La société ne sera donc pas en position d'y commercialiser Oralair en France pour la saison pollinique 2011, ni dans les autres pays européens, où les procédures d'accès au remboursement qui se poursuivent de façon positive ne sont pas terminées.

³⁰ ALK a signé un accord de distribution et de développement de Grazax® avec un partenaire américain pour le marché domestique, mais, à ce jour, ce comprimé sublingual n'a pas encore été agréé par les autorités américaines compétentes.

- la consolidation des marchés actuels, dans un environnement de plus en plus réglementé.

Dans cette perspective, Stallergenes a signé plusieurs partenariats étrangers en 2009 et un accord important, en septembre 2010, avec Shionogi pour la distribution au Japon de comprimés d'immunothérapie sublinguale pour les allergies aux acariens et au pollen du cèdre du Japon, principales causes d'allergie respiratoire au Japon.

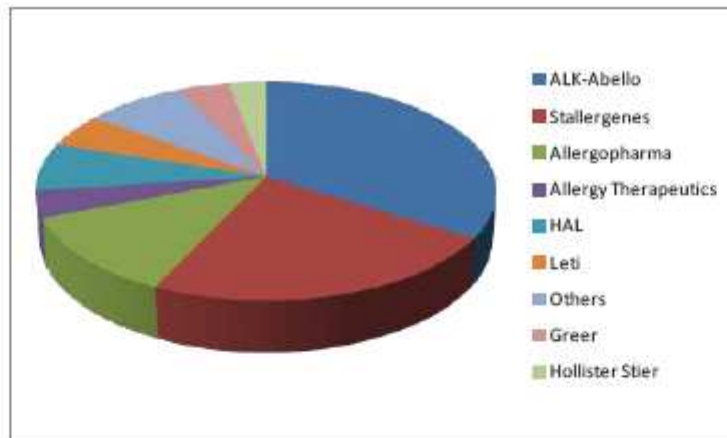
En synthèse, Stallergenes entretient une relation quasi duopolistique avec son principal challenger ALK-Abello, dans un univers concurrentiel dont les autres acteurs, assez disséminés, ou englobés dans des ensembles dont les activités débordent largement sur celles de ces deux sociétés, ne sont pas systématiquement cotés, et tendent à se regrouper dans un mouvement de consolidation du secteur (la douzaine d'acteurs en 2002 pourrait se réduire à 3-4 acteurs à l'horizon 2017³¹) :

Acteurs cotés	Acteurs non cotés
ALK-ABELLO (Danemark)	Allergopharma (Allemagne)
Allergy Therapeutics (UK)	Anergis (Suisse)
Cytos Biotechnology AG (Suisse)	Circassia (UK)
Dynavax (US)	Greer (US)
	HAL Allergy (Pays-Bas)
	Hollister Stier (US)
	Leti (Espagne)

Le marché de l'immunothérapie allergénique se répartit de la façon suivante entre les principaux acteurs³² :

³¹ Source : Stallergenes.

³² Source : Etude ALK-Abello « Jefferies 2010 Global Specpharma & European Healthcare Conference » en date du 5 octobre 2010.



2.3 Principaux facteurs de succès et de risques

La matrice SWOT que nous avons établie à partir des informations disponibles ou communiquées par Stallergenes et de l'étude Datamonitor (§ 2.1.1) synthétise les forces / faiblesses et les opportunités / menaces caractérisant Stallergenes dans son environnement économique, réglementaire et concurrentiel :

Forces	Opportunités
• Laboratoire pionnier à chaque étape de l'évolution des traitements par immunothérapie • Stalair® : programme destinés aux 5 principaux allergènes présents dans le monde • Données cliniques satisfaisantes des traitements développés	• Prise de conscience croissante de la rhinite allergique • Immunothérapie allergénique sublinguale encore absente de nombreux pays • Concurrence limitée, avec deux acteurs principaux (Stallergenes et ALK) sur le marché du traitement sublingual • Barrière à l'entrée : haute technicité requise pour l'extraction des produits naturels à la base du traitement • Produits génériques exclus de ce marché (pas de principe actif dans le traitement par immunothérapie allergénique) • Saison d'allergie plus longue et plus intense (du fait de la pollution urbaine notamment)

Faiblesses	Menaces
• Laboratoire sans expérience du processus de demande d'agrément et des démarches administratives concomitantes, dont les exigences vont croissantes • ALK, principal concurrent, déjà présent aux Etats Unis, dans le cadre d'un partenariat signé en 2007 • Absence de contrat de distribution et de développement qui permettrait de faire prendre en charge par le partenaire les études cliniques complémentaires pour le marché américain	• Réduction des dépenses de santé des Etats par le contrôle des prix et des taux de remboursement • Perception négative des autorités de l'utilité d'un produit destiné à guérir des troubles tels que la rhinite allergique qui ne sont pas reconnus de santé publique • Lenteur des processus d'agrément, pays par pays • Réticence de la FDA aux Etats-Unis à acter le niveau d'efficacité des produits (débat statistiques, méthodologiques,...) et accroissement des délais en conséquence • Accroissement des coûts administratifs liés aux démarches d'agrément • Augmentation des investissements sous l'effet conjugué de l'activité par nature capitalistique et des exigences réglementaires croissantes

2.4 Perception des risques et opportunités attachés à l'activité et au *business plan* de Stallergenes

Au vu des principaux facteurs de succès et de risques (§ 2.3), la politique de remboursement avec la réduction des coûts et le retard potentiel de commercialisation des produits (tels qu'Actair, qui est pour Stallergenes un vecteur important de création de valeur) représentent les trois paramètres clés des prévisions d'activité de la société.

Dans un environnement jusqu'alors stable, Stallergenes a certes tenu ses budgets ; cependant l'évolution des produits (des injections et gouttes vers le comprimé), entraînant inéluctablement la société dans l'univers pharmaceutique et les contraintes y afférentes, ainsi que les objectifs d'implantation à l'étranger, dont les prémisses se sont traduites par un partenariat au Japon, requièrent une expérience différente de celle acquise antérieurement et font peser une plus grande incertitude sur les données prévisionnelles.

Le cours de bourse de Stallergenes intègre de fait des « *upsides* » significatifs, en anticipation des résultats sur les implantations au Japon ou aux Etats-Unis. Tiennent-ils totalement compte des changements structurels à venir, qui risquent de tirer les revenus par patient à la baisse ? On peut se demander si les investisseurs n'attendent pas une croissance plus rapide que celle réellement atteignable, notamment aux Etats-Unis où :

- ALK-Abello a déjà conclu un partenariat mais, au bout de trois ans d'efforts, n'a toujours pas obtenu l'autorisation de mettre son produit Grazax sur le marché alors que Stallergenes en est pour l'heure encore absent,
- la FDA se montre réticente à acter le niveau d'efficacité des produits, ce qui induit un risque quant à la faculté pour Stallergenes de commercialiser son produit sur le marché américain, des délais accrus de mise sur le marché et rend nécessaire la conclusion d'un partenariat pour la prise en charge des études cliniques dont les coûts sont très importants.

2.5 Evolution de la performance de Stallergenes

Nous avons repris, ci-après, la séquence pluriannuelle depuis 2005 de la formation du résultat net et des flux de trésorerie, de même que de la structure bilantielle de Stallergenes, caractérisés respectivement par la prégnance des frais de recherche et développement et des investissements, ainsi que la progression pluriannuelle des

capitaux engagés³³. Il convient à ce titre de noter le caractère de plus en plus capitalistique de l'activité.

2.5.1 Formation du résultat net

En millions d'euros	2005	2006	2007	2008	2009
Chiffre d'affaires	112,0	126,6	147,1	170,9	192,8
Coûts des produits vendus	(27,4)	(29,5)	(32,9)	(39,8)	(43,1)
Marge brute	84,6	97,0	114,2	131,0	149,7
Frais généraux, admin. & commerciaux	(49,2)	(55,9)	(65,1)	(72,9)	(78,9)
Recherche et développement bruts	(16,1)	(20,8)	(29,3)	(36,6)	(46,2)
Produits liés à la recherche	2,9	2,8	5,5	6,6	7,6
Résultat opérationnel	22,2	23,2	25,3	28,1	32,2
Résultat financier	(1,0)	(0,7)	(1,2)	(1,3)	(0,7)
Impôts	(7,5)	(7,9)	(8,0)	(7,8)	(9,4)
Résultat net	13,8	14,6	16,0	19,0	22,2

2.5.2. Flux de trésorerie

En millions d'euros	2005	2006	2007	2008	2009
Résultat Opérationnel (EBIT)	22,2	23,2	25,3	28,1	32,2
Charges calculées	4,7	4,4	4,8	6,2	7,4
Excédent brut de trésorerie (EBITDA)	26,8	27,6	30,0	34,3	39,7
Impôt courant opérationnel	(7,4)	(6,8)	(7,4)	(7,8)	(8,4)
Variation du besoin en fonds de roulement	(3,6)	(3,0)	0,2	(3,5)	2,2
Investissements	(14,7)	(9,7)	(16,2)	(18,3)	(16,0)
Cash flow libre	1,2	8,1	6,5	4,7	17,5
Dividendes	(3,3)	(4,1)	(4,5)	(5,2)	(5,9)
Opérations sur titres	(14,3)	1,7	1,0	1,7	3,2
Coût net de l'endettement et autres	(0,3)	(0,5)	(1,4)	(0,4)	(0,4)
Variation de l'endettement net	(16,6)	5,2	1,6	0,8	14,4

³³ Source : rapport annuel 2009 (partie institutionnelle).

2.5.3. Structure bilantielle

En millions d'euros	2005	2006	2007	2008	2009
Goodwill	28,3	28,3	28,3	28,3	33,4
Actifs immobiliers nets	6,4	8,1	7,8	17,4	16,8
Autres actifs immobilisés nets de provisions	14,4	17,3	29,9	31,6	34,6
Actifs immobilisés nets de provisions	49,1	53,7	66,0	77,3	84,9
Besoin en fonds de roulement opérationnel	8,0	11,0	10,8	14,9	12,9
Total des capitaux investis	57,1	64,7	76,8	92,2	97,8
Financés par :					
Capitaux propres	39,8	52,7	66,4	82,6	102,7
Emprunts immobiliers	5,8	5,3	4,7	11,2	9,9
Autres emprunts	18,0	16,0	14,0	7,0	7,0
Trésorerie disponible	(6,6)	(9,3)	(8,3)	(8,6)	(21,8)
Endettement net (trésorerie nette)	17,2	12,0	10,4	9,6	(4,9)
Total des capitaux engagés	57,1	64,7	76,8	92,2	97,8

2.6 Dividendes historiques

Selon l'information publiée par la société, l'historique de distribution des dividendes est le suivant :

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dividende global (K€)	1 024	1 024	1 984	2 691	3 277	4 108	4 514	5 189	5 904	7 262
Dividende par action (€)	0,32	0,32	0,62	0,84	1,05	1,30	0,35	0,40	0,45	0,55

(1)

(1) La valeur minimale de l'action a été divisée par 4 par décision de l'assemblée générale mixte du 16 juin 2006.

2.7 Caractéristiques comptables et financières

2.7.1 Observations sur le référentiel comptable

En tant que société cotée à l'Eurolist Paris, Stallergenes établit ses comptes consolidés conformément au Règlement (CE) n°1606/2002 du 19 juillet 2002, selon le référentiel IFRS tel que publié par l'IASB et qu'adopté par l'Union Européenne.

Les comptes annuels et les comptes consolidés établis au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2009 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes en date du 30 avril 2010 ; les comptes semestriels consolidés arrêtés au 30 juin 2010 ont été considérés par ces derniers comme conformes à la norme IAS 34 du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne relative à l'information financière intermédiaire, en date du 26 août 2010.

Dans le cadre de nos travaux, le management de Stallergenes nous a communiqué des éléments de *reporting* au 30 octobre 2010 (non audités) comprenant les principales composantes du résultat, des flux de trésorerie et du bilan (§ 2.6).

2.7.2 Observations sur les comptes

Au regard de l'information publiée par la société, nous avons relevé les éléments suivants à appréhender pour les besoins de nos travaux d'évaluation.

2.7.2.1. Frais de Recherche et Développement (R&D)

Les dépenses de recherche et de développement engagées par Stallergenes, conformément à la pratique de l'ensemble des sociétés opérant dans le secteur, sont comptabilisées en charges de période, en raison des incertitudes liées à la commercialisation des produits et inhérentes au secteur (résultats cliniques, autorisation de mise sur le marché).

2.7.2.2. Crédit d'impôt recherche

Conformément à l'avantage fiscal offert en France, les dépenses de R&D engagées par la société mère Stallergenes SA ouvrent droit à une subvention publique calculée sur la base des dépenses de recherche éligibles, imputable sur l'impôt sur les sociétés dû par l'entreprise au titre de l'année au cours de laquelle elle a accru ses dépenses de recherche.

2.7.2.3. Périmètre couvert par les Unités Génératrices de Trésorerie

Les tests d'« *impairment* » sur les écarts d'acquisition sont réalisés annuellement sur la base :

- de *business plans* à horizon 5 ans correspondant au périmètre consolidé du groupe ventilé en Unités Génératrices de Trésorerie (UGT), qui recouvrent les principales zones d'implantation : France, Allemagne, Italie, Espagne (§ 2.2), autres pays,
- d'un taux d'actualisation de 10% par an après impôt (appliqué de façon constante depuis 2007),
- d'un taux de croissance à l'infini de 2% par an.

Ces tests ont permis de confirmer que la valeur recouvrable des écarts d'acquisition est très largement supérieure à leur valeur comptable.

2.7.2.4. Instruments dilutifs

Les *stock options* et actions gratuites en vigueur au 30 novembre 2010 se répartissent comme suit³⁴.

- S'agissant des *stock options* :

Date attribution	Nombre attribuées	Nombre radiées	Nombre exercées	Solde	Prix de levée	Période de levée	
(A)	(B)	(C)	(A-B-C)	en €	Date de début	date de fin	
08-avr-98	384 000	97 600	286 400	-	4,05 €	08-avr-01	08-avr-06
20-juil-99	237 600	-	237 600	-	3,89 €	20-juil-02	20-juil-07
10-mars-00	144 000	28 800	115 200	-	4,44 €	11-mars-03	10-mars-08
18-oct-00	32 000	32 000	-	-	3,74 €	19-oct-03	18-oct-08
19-mars-02	184 000	32 000	152 000	-	5,04 €	19-mars-05	19-mars-10
09-oct-03	36 000	16 000	20 000	-	8,62 €	09-oct-06	09-oct-11
16-avr-04	32 000	-	11 000	21 000	10,14 €	17-avr-07	16-avr-12
20-avr-04	68 000	-	68 000	-	9,62 €	21-avr-07	20-avr-12
20-déc-04	480 000	-	298 456	191 544	21,74 €	20-déc-05	20-déc-14
14-nov-05	40 000	15 000	18 835	6 165	24,83 €	14-nov-06	14-nov-15
14-nov-05	24 000	-	-	24 000	24,83 €	14-nov-06	14-nov-15
14-nov-05	8 000	-	8 000	-	26,17 €	14-nov-09	14-nov-15
27-sept-06	81 000	14 200	28 178	38 622	27,25 €	27-sept-07	26-sept-16
04-mai-07	2 000	-	-	2 000	53,96 €	03-mai-08	03-mai-17
04-mai-07	20 000	-	-	20 000	53,96 €	03-mai-08	03-mai-17
04-mai-07	6 000	6 000	-	-	57,06 €	03-mai-08	03-mai-17
04-mai-07	22 000	2 200	-	19 800	53,96 €	03-mai-08	03-mai-17
28-mars-08	27 000	-	-	27 000	42,08 €	28-mars-09	28-mars-18
29-mai-09	39 000	-	-	39 000	48,00 €	28-mai-12	29-mai-19
15-déc-09	10 000	-	-	10 000	60,50 €	14-déc-12	15-déc-19
12-nov-10	41 000	-	-	41 000	62,00 €	11-nov-13	11-nov-20
	1 927 600	243 600	1 243 669	440 331			

- S'agissant des actions gratuites :

Aux 15.605 actions gratuites en circulation au 31 octobre 2010, sont venues s'ajouter 9.395 actions gratuites émises le 12 novembre 2010, portant à ce jour le nombre d'actions gratuites à 25.000.

Pour mémoire, la société détient 18.491 de ses propres actions au 30 novembre 2010, dédiées au contrat de liquidité³⁵.

Ces données sont utilisées pour le calcul du nombre d'actions diluées (§ 3).

³⁴ Source : Stallergenes.

³⁵ Animation du titre.

2.7.2.5. Paiements d'avance (« Up-front ») dans le cadre du partenariat japonais

La société a perçu le 6 octobre dernier 24 M€ d'« up-front » sur les deux contrats de distribution Shionogi (Actair et Japanese Cedar) au Japon ; comptablement ces versements seront pris en revenu³⁶ sur plusieurs années (2010 à 2012) en contrepartie des efforts de recherche et développement sur la première phase de développement de chaque contrat³⁷, suivant la méthode de l'avancement.

Pour mémoire, Stallergenes pourra recevoir ultérieurement jusqu'à 46 M€ lors des différents jalons cliniques et réglementaires, ainsi que des versements lors des étapes de commercialisation, et des royalties sur le chiffre d'affaires net des produits vendus par le prestataire (§ 3.2.2.2).

2.7.3 Considérations fiscales

Comme précisé ci-dessus (§ 2.7.2.2), Stallergenes bénéficie, au titre des dépenses de recherche et de développement engagées, du dispositif de crédit d'impôt recherche.

La subvention obtenue est imputée sur l'impôt sur les sociétés dû par l'entreprise au titre de l'exercice au cours duquel elle a engagé ces dépenses et comptabilisée en résultat opérationnel, en « produits liés à la recherche ».

Par ailleurs, le taux d'impôt normatif à 31,6%³⁸ considéré pour la détermination des *cash-flows* sur la période de prévisions du plan d'affaires et pour le calcul du flux normatif et du taux d'actualisation dans la mise en œuvre de l'actualisation de ces *cash-flows* (§ 3.2), est à relier au taux effectif d'impôt prévisionnel assez proche de 31,3% au 30 juin 2010, englobant la nouvelle Contribution sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE), suite à la suppression de la taxe professionnelle.

³⁶ Conformément à l'IAS 11.

³⁷ Entrée en phase III pour Actair et mise au point du principe actif pour le Japanese Cedar.

³⁸ Ce taux nous a été confirmé par le management.

3 EVALUATION DE L'ACTION STALLERGENES

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après successivement :

- les méthodes d'évaluation écartées (§ 3.1),
- les informations clés des plans d'affaires qui nous ont été soumis (§ 3.2),
- et les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix des actions Stallergenes proposé par l'Initiateur (§ 3.3 et suivants).

La date de référence que nous avons retenue pour l'évaluation de l'action Stallergenes est :

- le 31 décembre 2010, par anticipation de l'endettement net à cette date³⁹, pour l'évaluation intrinsèque par la méthode DCF appliquée au plan d'affaires du management de Stallergenes (§ 3.3.3.4),
- le 31 décembre 2010 pour l'évaluation intrinsèque par la méthode DCF appliquée au plan d'affaires d'Ares (§ 3.3.3.4),
- le 31 décembre 2010 pour l'évaluation comparative par la méthode des multiples boursiers (§ 3.4) et transactionnels (§ 3.5),
- le 28 octobre 2010, date de l'annonce de l'opération, pour l'évaluation par le cours de bourse (§ 3.6) et le consensus d'analystes (§ 3.7).

Nous avons arrêté nos paramètres d'évaluation⁴⁰ au 18 novembre 2010.

Nous ferons état de nos diligences auprès du Cédant sur les offres préalables dont sa participation au capital de Stallergenes a fait l'objet (§ 3.8), avant de présenter la synthèse de nos travaux (§ 3.9).

Le nombre d'actions diluées retenu pour nos calculs est de 13.478.129 actions ; il a été déterminé en utilisant la méthode du rachat d'actions, qui consiste à consacrer la trésorerie provenant de l'exercice au prix de levée des options de souscription attribuées exerçables et dans la monnaie, pour acquérir des actions nouvelles⁴¹ :

³⁹ Endettement net au 31 décembre 2009 majoré du *cash-flow* net 2010 (§ 3.3.3.4).

⁴⁰ Taux d'actualisation, capitalisation boursière des comparables.

⁴¹ Au prix de l'Offre de 59 €.

Nombre d'actions émises au 31/12/2009	13 212 438
Options exercées	63 987
<i>(A) Nombre d'actions (incluant le bilan de liquidité) au 30/11/2010</i>	13 276 425
Options existantes au 31/12/2009	473 118
Options exercées avant le 30/06/2010	-40 377
Options exercées après le 30/06/2010	-23 610
Options annulées	-10 000
Options émises après le 31/10/2010	41 000
<i>(B) Options au 30/11/2010</i>	440 131
Options en dehors de la monnaie (par référence au prix d'offre)	-51 000
Rachat (méthode du rachat d'actions)	-193 936
<i>(C) Dilution provenant des options existantes</i>	195 195
Actions gratuites au 31/12/2009	15 605
Actions gratuites émises en 2010	9 395
<i>(D) Actions gratuites</i>	25 000
<i>(E) Nombre d'actions diluées existantes (A)+(C)+(D)</i>	13 496 620
Nombre d'actions auto-détenues au 31/12/2009	9 405
Variation du nombre d'actions auto-détenues	9 086
<i>(F) Nombre d'actions auto-détenues</i>	18 491
(G) Nombre d'actions diluées nettes des actions auto-détenues (E)-(F)	13 478 129

3.1 Méthodes d'évaluation écartées

3.1.1 Actif net comptable

La méthode d'évaluation directe par l'Actif Net Comptable (ANC) consolidé ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où elle ne reflète que très partiellement la capacité de la société à générer des résultats futurs.

A titre indicatif, la valeur mathématique de l'action⁴², sur la base des derniers comptes semestriels et annuels, s'établirait respectivement à 8,7 € par action au 30 juin 2010 et à 7,8 € au 31 décembre 2009.

3.1.2 Actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consiste à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en hors-bilan. L'ANR vise donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux

⁴² Capitaux propres comptables (115.628 K€ au 30 juin 2010 et 102.670 K€ au 31 décembre 2009) rapportés au nombre d'actions non dilué (13.252.815 actions au 30 juin 2010 et 13.212.438 actions au 31 décembre 2009).

propres) en tenant compte de l'ensemble des éléments non reflétés par le bilan ; cette méthode ne nous paraît pas non plus applicable, sauf à considérer que les dépenses de R&D, indépendamment de leur traitement comptable en charge au moment où elles sont engagées (§ 2.7.2.1), contribueraient, d'un point de vue économique, à revaloriser rétrospectivement le patrimoine de la société.

A titre indicatif, les dépenses de R&D, nettes des produits liés à la recherche, s'élèvent à environ 155 M€ sur la période comprise entre 2005 et 2010 (§ 2.5.1) ; en tout état de cause, elles ne permettraient pas de rejoindre le prix d'Offre en termes d'actif net réévalué.

3.1.3 Méthode du rendement

Nous n'avons pas jugé utile, sous quelque forme que ce soit, de recourir à l'actualisation des dividendes en considérant que les résultats aboutiraient nécessairement à une valeur inférieure à celle obtenue par la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ; en effet, le dividende n'est pas représentatif de la totalité des flux générés par l'activité, et son niveau dépend de surcroît de la politique de financement et de distribution de la société (§ 2.6).

3.2 Examen des *business plans* du management de la Cible et de l'Initiateur

3.2.1 Dualité des plans d'affaires communiqués dans le cadre de l'Opération

Dans le cadre de nos travaux, des plans d'affaires émanant de deux sources différentes nous ont été communiqués :

- un premier élaboré par le management de Stallergenes et non diffusé lors du processus de cession de la participation de Wendel, ni du montage de l'Offre (§ 3.2.2) ;
- un second préparé par Ares, à l'issue de ses propres diligences et de celles de conseils spécialisés, dans le cadre de la réflexion mise en œuvre pour le rachat de la participation de Wendel dans Stallergenes (§ 3.2.3) ; celui-ci a servi de base aux travaux de valorisation menés par l'établissement présentateur, sans avoir été soumis au management de Stallergenes.

3.2.2 Plan d'affaires du management de Stallergenes

Le plan d'affaires élaboré par le management de Stallergenes a été construit à horizon 2019, selon trois scénarii à l'origine, *High case*, *P&R Actair delay* et *Low case*, en faisant varier les hypothèses :

- de politiques publiques en matière, d'une part, de remboursement des produits relevant de l'immunothérapie allergénique et, d'autre part, de fixation des prix de ces mêmes produits,
- de délai de commercialisation du produit Actair (comprimé traitant les allergies à la poussière appartenant au programme Stalair).

Ces trois scénarii ne prennent pas en compte le partenariat signé avec le groupe pharmaceutique japonais Shionogi, à l'exception des dispositions contractuelles déjà traduites dans les comptes au 30 octobre 2010⁴³ et des coûts administratifs, ainsi que des frais de recherche et développement inhérents à la future activité japonaise de Stallergenes, dont les premières ventes ne sont pas attendues avant 2016 pour Actair et pas avant 2020 pour les produits relatifs aux allergies au cèdre japonais. Dès lors, un plan d'affaires spécifique additionnel a été construit par le management pour l'activité au Japon et à Taiwan⁴⁴, *stand alone*.

Enfin, en l'absence d'avancée précise sur le marché américain (aucun partenariat n'ayant à ce jour été conclu), l'éventualité d'une implantation sur ce marché a été exclue du *business plan* du management ; il s'ensuit qu'il est impossible à partir de ce *business plan*, par un modèle d'évaluation classique, *a fortiori* d'option réelle⁴⁵, d'appréhender le potentiel de croissance et de rentabilité qui en découlerait.

3.2.2.1. Les deux scénarii du plan d'affaires « socle »

La Société avait fait part dès l'été 2010 d'une saison pollinique « globalement peu marquée » et d'une « relative faiblesse de la saison pollinique des graminées et des arbres »⁴⁶.

Des événements plus récents ont conduit le management à renoncer à son hypothèse haute (*High case*), dont les objectifs s'avèrent hors d'atteinte, et à recentrer ses prévisions d'activité sur deux scénarii jugés plus réalistes bien que moins volontaristes (*P&R Actair delay* et *Low case*), prenant acte notamment du report de la commercialisation du produit Actair ; en effet, à la suite d'une réunion récente intervenue avec l'agence allemande de réglementation de produits biologiques (PEI) début novembre, le dépôt prochain du dossier au PEI en procédure nationale a certes été confirmé, mais le retard du lancement d'Actair est estimé à au moins un an.

⁴³ Notamment le premier paiement de 24 M€ au titre d'un « up-front » (§ 2.7.2.5).

⁴⁴ Pour certains produits seulement.

⁴⁵ Il faudrait, dans ce dernier cas, disposer du montant des investissements nécessaires et d'une estimation des recettes à venir. Le processus en est à une phase trop préliminaire pour que ces chiffres puissent être un tant soit peu précisés.

⁴⁶ Cf. comptes semestriels 2010 et information trimestrielle 2010, diffusés respectivement en août et en octobre 2010.

En marge de cet événement a été annoncé le lancement imminent de Grazax en France par ALK-Abello (19 novembre 2010) ; l'incidence en est toutefois difficile à appréhender sur les flux, en l'absence de confirmation définitive sur le taux de remboursement du produit ; nous avons donc, à titre alternatif, eu recours à une majoration du taux d'actualisation pour intégrer ce risque dans la valeur du titre (§ 3.3.2.4).

En tout état de cause, bien que nous le considérons comme une référence pour la mise en œuvre de nos travaux, il convient de relever l'existence de risques d'exécution du plan d'affaires dans sa version *P&R Actair delay*. Le scénario *Low case* simulant un retard sur le lancement d'Actair combiné à une baisse des prix reste donc l'alternative plausible à la version *P&R Actair delay* ; tous deux excluent par construction la commercialisation de produits au Japon modélisée séparément (§ 3.2.2.2).

En termes de coûts, les prévisions reposent principalement sur les composantes clés de coûts directs, frais généraux (sensibles aux gains de productivité) et frais de recherche et développement (nets de la subvention au titre du crédit d'impôt recherche), contribuant à la formation du résultat d'exploitation.

3.2.2.2. Plan d'affaires de l'activité japonaise de Stallergenes

Stallergenes a conclu début septembre 2010 un accord de partenariat avec le groupe pharmaceutique japonais Shionogi pour la distribution au Japon et à Taiwan du produit Actair (comprimés immunothérapeutiques contre les poussières) et de comprimés contre les allergies au pollen de cèdre au Japon. Cet accord est très proche de celui conclu par ALK-Abello avec Schering-Plough (absorbé par Merck en 2009) en 2007 ; les principales caractéristiques en sont les suivantes :

- versement immédiat d'un « *upfront* » de 24 M€, pouvant être majoré jusqu'à concurrence de 46 M€ lors des différentes étapes cliniques et réglementaires,
- paiements lors des étapes de commercialisation,
- royalties sur le chiffre des ventes réalisées par Shionogi.

Stallergenes sera responsable de la production et de l'approvisionnement des comprimés.

Ce plan d'affaires repose sur les ventes d'Actair au Japon et à Taiwan à partir de 2016 et des comprimés contre les allergies au cèdre japonais au Japon à partir de 2020. Ces prévisions ont permis d'établir le niveau des royalties perçues par Stallergenes sur la durée du plan d'affaires (estimées à partir du pourcentage prévu aux contrats signés avec Shionogi). Des coefficients reflétant les probabilités de réussite des deux produits commercialisés ont ensuite été appliqués aux montants de royalties :

- pour Actair entre 2010 et 2017,
- pour les comprimés contre l'allergie au cèdre japonais entre 2010 et 2020.

3.2.3 Plan d'affaires de l'Initiateur

Le plan d'affaires de Stallergenes selon Ares a été élaboré de façon totalement distincte de celui du management de Stallergenes à partir d'une analyse détaillée des perspectives du marché des traitements sous-cutanés et sublinguaux, d'une part, et des données historiques de Stallergenes, d'autre part ; il se déroule sur la prochaine décennie.

La modélisation du *business plan* de l'Initiateur est bâtie en fonction des quatre enjeux suivants (incluant, contrairement aux prévisions du management de Stallergenes, une extension de l'implantation aux Etats-Unis) :

- les comprimés sublinguaux constituant l'essentiel de la valeur estimée ;
- le potentiel de cannibalisation des comprimés oraux sur les traitements sous-cutanés et sublinguaux existants sur le marché européen ;
- le potentiel du marché américain ;
- l'importance des barrières à l'entrée pour les nouveaux concurrents, liées à la complexité des processus d'approbation des autorités sanitaires nationales.

Les hypothèses structurantes en matière d'activité sont les suivantes sur le marché européen :

- un potentiel de cannibalisation du marché variable d'un pays à l'autre, principalement en fonction des pratiques nationales actuelles en matière d'immunothérapie allergénique,
- des modalités de lancement des produits également très variables par pays.

Pour le marché japonais, les allergies étant essentiellement liées au cèdre du Japon, Ares a considéré qu'il ne s'agissait pas d'un marché à fort potentiel de développement et qu'il présentait, de plus, un risque réglementaire significatif. L'impact du lancement des produits Actair et Japanese Cedar a été probabilisé d'ici à 2016.

S'agissant enfin des Etats-Unis, Ares estime que le marché de l'immunothérapie allergénique présente un stade de développement moins avancé qu'en Europe, alors que 50% de la population américaine serait concernée par les allergies. Le principal frein sur ce marché serait donc davantage constitué par son mode de fonctionnement, avec, notamment, des allergologues préparant eux-mêmes les traitements et des politiques privilégiant largement les produits sous-cutanés via un

meilleur taux de remboursement. Dès lors, la part du comprimé sublingual a été estimée à une fraction relativement faible du marché des traitements par immunothérapie allergénique (partagé avec le concurrent ALK-Abello) ; la commercialisation des comprimés d'ici à 2015 a été probabilisée.

Les autres hypothèses du plan d'affaires (coûts directs des ventes, frais généraux, frais de recherche et développement notamment) ont été estimées à partir des données historiques de Stallergenes.

L'Initiateur vise ainsi à conforter voire accélérer les avancées de Stallergenes sur le marché européen et développer le comprimé aux USA ; il faut cependant sur le marché américain⁴⁷ :

- obtenir l'approbation de la FDA ; la difficulté d'enregistrer Oralair aux Etats-Unis et la difficulté à trouver un partenaire fiable ou à distribuer le comprimé soi-même pourraient créer un désavantage compétitif vis-à-vis d'ALK-Abello en plus des difficultés ou retard éventuels sur d'autres éléments du pipeline⁴⁸ ;
- déterminer la stratégie marketing adéquate et le bon positionnement vis-à-vis des prescripteurs qui mettent en formulation et prescrivent leurs produits.

3.3 Approche de valorisation intrinsèque fondée sur la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

3.3.1 Rappel des principes de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des *cash-flows* libres futurs⁴⁹, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et externes).

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du *cash-flow* libre durable au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme (méthode dite de Gordon Shapiro). Le taux d'actualisation s'appliquant pour la

⁴⁷ Source : Oddo Midcap, 18 novembre 2010.

⁴⁸ Source : Standard & Poor's, 29 octobre 2010.

⁴⁹ Excédent brut d'exploitation ou EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization*) équivalent au résultat d'exploitation (EBIT) avant charges calculées, retraité de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

capitalisation des *cash-flows* libres correspond au coût moyen pondéré du capital (*Weighted Average Cost of Capital* ou «WACC ») combinant, s'il y a lieu, le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles le cas échéant la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

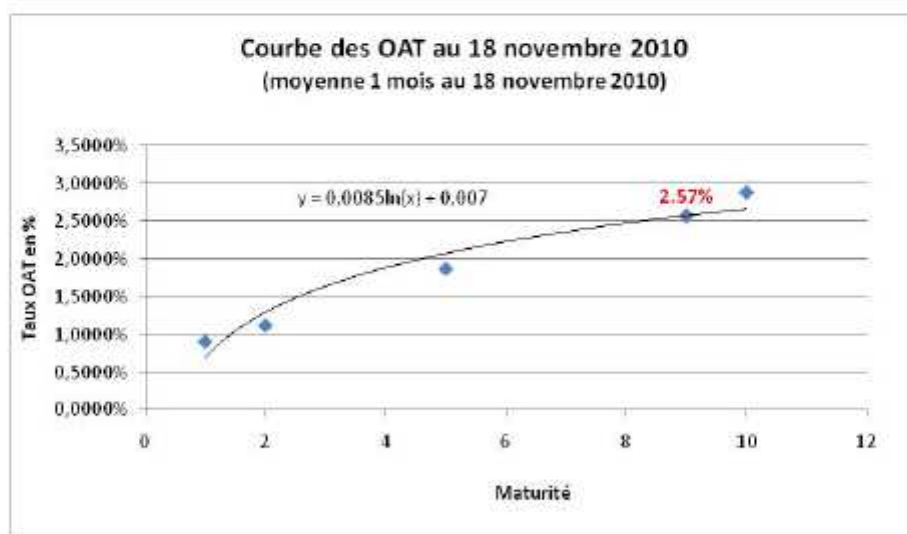
3.3.2 Taux d'actualisation

Nous avons retenu un Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) équivalent au coût des fonds propres, Stallergenes étant en effet en situation nette de trésorerie positive.

Le coût des fonds propres a été estimé directement à partir de la formule du MEDAF dont les composantes sont détaillées ci-après :

3.3.2.1. Taux sans risque

Pour chacune des maturités des bons du trésor français⁵⁰, nous avons calculé le taux OAT moyen sur un mois à la date du 18 novembre 2010 afin d'estimer la courbe des taux à cette date :



Par application de la régression logarithmique ainsi définie, le taux sans risque à 9 ans, représentatif de la durée du cycle considéré dans le *business plan* présenté par le management de Stallergenes à compter de 2011 jusqu'en 2019, est estimé à 2,57%.

⁵⁰ Source : www.banque-france.fr

La maturité de 10 ans (2011 à 2020) du plan d'affaires établi par Ares nous conduirait à le modéliser, sur la composante du taux sans risque, en fonction des OAT 10 ans, dont le taux actuariel ressort à 2,87% d'après les dernières adjudications⁵¹.

3.3.2.2. Prime de risque du marché

La prime de risque moyenne des principales valeurs françaises échangées (CAC 40) a été estimée à 6,825%⁵²; on soulignera la difficulté d'apprécier la prime de marché dans une période de crise qui tend à perdurer, ainsi que la sensibilité de la valorisation à ce paramètre.

3.3.2.3. Beta

Nous avons recherché pour chacune des sociétés comparables, sur une période de 5 ans, le beta « endetté » de l'action par rapport à son indice de référence, afin de tempérer les aléas boursiers.

Le beta sectoriel médian « désendetté », calculé à partir de l'échantillon de sociétés comparables (§ 3.4) présentant un degré de liquidité certain, est estimé à 0,62 :

Société	Beta endetté 5 ans	Pays	Taux IS	Gearing 2009	Beta désendetté
ALK-ABELLO	0,76	Danemark	25,0%	0,0%	0,76
Allergy Therapeutics plc	0,51	Angleterre	28,0%	184,9%	0,22
Astrazeneca	0,69	Angleterre	28,0%	0,0%	0,69
GSK	0,56	Angleterre	28,0%	94,4%	0,34
Novartis	0,80	Suisse	20,0%	0,0%	0,80
Sanofi	0,76	France	34,4%	8,0%	0,72
Johnson & Johnson	0,83	Etats-Unis	35,0%	25,3%	0,71
Pfizer	0,53	Etats-Unis	35,0%	19,0%	0,47
Baxter	0,55	Etats-Unis	35,0%	0,0%	0,55
Bayer	0,77	Allemagne	30,0%	54,1%	0,56
Moyenne					0,58
Médiane					0,62

source : Infiniti, 18/11/2010

Le calcul de « désendettement » du beta sectoriel médian a été effectué en considérant comme nul le ratio endettement net/ fonds propres ou *gearing* lorsque la société dispose d'une situation de trésorerie nette positive.

Stallergenes étant dans cette situation de trésorerie nette positive, nous concluons donc, par application directe de la médiane des betas « désendettés » sur l'échantillon, que le beta « réendetté » de la société est égal à 0,62.

⁵¹ Source : Agence France Trésor, dernières adjudications – Novembre 2010.

⁵² Moyenne des données Natixis Securities (6,50%) en date du 18 novembre 2010 calculée sur le CAC 40 et Fairness Finance (7,15%) en date du 17 novembre 2010 calculée sur le CAC 40 hors banques, assurances et sociétés immobilières du fait de la probabilité élevée de modification de leur *business model* (soit un échantillon de 34 sociétés).

La maturité de 10 ans (2011 à 2020) du plan d'affaires établi par Ares nous conduirait à le modéliser, sur la composante du taux sans risque, en fonction des OAT 10 ans, dont le taux actuariel ressort à 2,87% d'après les dernières adjudications⁵¹.

3.3.2.2. Prime de risque du marché

La prime de risque moyenne des principales valeurs françaises échangées (CAC 40) a été estimée à 6,825%⁵²; on soulignera la difficulté d'apprécier la prime de marché dans une période de crise qui tend à perdurer, ainsi que la sensibilité de la valorisation à ce paramètre.

3.3.2.3. Beta

Nous avons recherché pour chacune des sociétés comparables, sur une période de 5 ans, le beta « endetté » de l'action par rapport à son indice de référence, afin de tempérer les aléas boursiers.

Le beta sectoriel médian « désendetté », calculé à partir de l'échantillon de sociétés comparables (§ 3.4) présentant un degré de liquidité certain, est estimé à 0,62 :

Société	Beta endetté 5 ans	Pays	Taux IS	Gearing 2009	Beta désendetté
ALK-ABELLO	0,76	Danemark	25,0%	0,0%	0,76
Allergy Therapeutics plc	0,51	Angleterre	28,0%	184,9%	0,22
Astrazeneca	0,69	Angleterre	28,0%	0,0%	0,69
GSK	0,56	Angleterre	28,0%	94,4%	0,34
Novartis	0,80	Suisse	20,0%	0,0%	0,80
Sanofi	0,76	France	34,4%	8,0%	0,72
Johnson & Johnson	0,83	Etats-Unis	35,0%	25,3%	0,71
Pfizer	0,53	Etats-Unis	35,0%	19,0%	0,47
Baxter	0,55	Etats-Unis	35,0%	0,0%	0,55
Bayer	0,77	Allemagne	30,0%	54,1%	0,56
Moyenne					0,58
Médiane					0,62

source : Infiniti, 18/11/2010

Le calcul de « désendettement » du beta sectoriel médian a été effectué en considérant comme nul le ratio endettement net/ fonds propres ou *gearing* lorsque la société dispose d'une situation de trésorerie nette positive.

Stallergenes étant dans cette situation de trésorerie nette positive, nous concluons donc, par application directe de la médiane des betas « désendettés » sur l'échantillon, que le beta « réendetté » de la société est égal à 0,62.

⁵¹ Source : Agence France Trésor, dernières adjudications – Novembre 2010.

⁵² Moyenne des données Natixis Securities (6,50%) en date du 18 novembre 2010 calculée sur le CAC 40 et Fairness Finance (7,15%) en date du 17 novembre 2010 calculée sur le CAC 40 hors banques, assurances et sociétés immobilières du fait de la probabilité élevée de modification de leur *business model* (soit un échantillon de 34 sociétés).

3.3.2.4. Prime de risque spécifique

Nous avons retenu, pour définir le beta de l'activité, une prime de risque spécifique de trois cents points de base⁵³ traduisant une taille de Stallergenes inférieure à celle des autres sociétés comparables retenues dans le panel⁵⁴ et une moindre liquidité.

Nous avons en outre jugé nécessaire, pour l'actualisation des prévisions présentées par le management de Stallergenes⁵⁵, de majorer cette prime de risque de cent points de base afin de tenir compte de plusieurs facteurs qui, bien que difficilement quantifiables, nous semblent significatifs dans l'appréciation du risque inhérent à l'environnement et au modèle économique de Stallergenes :

- l'Autorisation de Mise en Marché obtenue en France par le principal concurrent de Stallergenes, ALK-Abello, pour la commercialisation de son comprimé Grazax (§ 3.2.2.1) ; cette information nous apparaît importante, dans la mesure où Stallergenes pourrait potentiellement voir sa position fragilisée sur son marché national, qui représente le deuxième marché au plan mondial pour l'immunothérapie allergénique,
- l'importance des enjeux réglementaires, à la fois en France et à l'étranger.

3.3.2.5. Synthèse

Le coût des fonds propres, et par conséquent le CMPC, qui résultent de la combinaison des différents paramètres décrits ci-dessus s'élèvent, d'après nos estimations, à 10,80%⁵⁶ pour l'actualisation des projections du management de Stallergenes et à 10,10% pour l'actualisation de celles établies par Ares :

	Stallergenes	Ares
Taux sans risque	2,57%	2,87%
Prime de risque du marché actions	6,83%	6,83%
Beta désendetté	0,62	0,62
Prime de taille et d'illiquidité	3%	3%
Prime spécifique Stallergènes	1%	
Coût des fonds propres	10,80%	10,10%
CMPC	10,80%	10,10%

⁵³ Déterminé à partir d'une étude longitudinale du différentiel de rendement entre « small caps » et « large caps » (*Risk and Return of Fama/French LIS Indexes over 81 Years (Jan. 1928 to Déc. 2008)*).

⁵⁴ Ainsi que l'étroitesse de la gamme de produits et du marché par rapport aux comparables.

⁵⁵ Nous comprenons, à l'issue de nos contacts avec l'Initiateur et l'établissement présentateur, qu'Ares a davantage intégré les facteurs de risques dans ses prévisions.

⁵⁶ Ce taux est en définitive assez proche du taux d'actualisation utilisé par le management dans ses tests d'impairment couvrant l'intégralité du périmètre consolidé (§ 2.7.2.3) ; il est toutefois légèrement supérieur, étant observé que les délais de déploiement d'Actair ont sensiblement évolué depuis fin 2009.

3.3.2.4. Prime de risque spécifique

Nous avons retenu, pour définir le beta de l'activité, une prime de risque spécifique de trois cents points de base⁵³ traduisant une taille de Stallergenes inférieure à celle des autres sociétés comparables retenues dans le panel⁵⁴ et une moindre liquidité.

Nous avons en outre jugé nécessaire, pour l'actualisation des prévisions présentées par le management de Stallergenes⁵⁵, de majorer cette prime de risque de cent points de base afin de tenir compte de plusieurs facteurs qui, bien que difficilement quantifiables, nous semblent significatifs dans l'appréciation du risque inhérent à l'environnement et au modèle économique de Stallergenes :

- l'Autorisation de Mise en Marché obtenue en France par le principal concurrent de Stallergenes, ALK-Abello, pour la commercialisation de son comprimé Grazax (§ 3.2.2.1) ; cette information nous apparaît importante, dans la mesure où Stallergenes pourrait potentiellement voir sa position fragilisée sur son marché national, qui représente le deuxième marché au plan mondial pour l'immunothérapie allergénique,
- l'importance des enjeux réglementaires, à la fois en France et à l'étranger.

3.3.2.5. Synthèse

Le coût des fonds propres, et par conséquent le CMPC, qui résultent de la combinaison des différents paramètres décrits ci-dessus s'élèvent, d'après nos estimations, à 10,80%⁵⁶ pour l'actualisation des projections du management de Stallergenes et à 10,10% pour l'actualisation de celles établies par Ares :

	Stallergenes	Ares
Taux sans risque	2,57%	2,87%
Prime de risque du marché actions	6,83%	6,83%
Beta désendetté	0,62	0,62
Prime de taille et d'illiquidité	3%	3%
Prime spécifique Stallergènes	1%	
Coût des fonds propres	10,80%	10,10%
CMPC	10,80%	10,10%

⁵³ Déterminé à partir d'une étude longitudinale du différentiel de rendement entre « small caps » et « large caps » (*Risk and Return of Fama/French LIS Indexes over 81 Years (Jan. 1928 to Déc. 2008)*).

⁵⁴ Ainsi que l'étroitesse de la gamme de produits et du marché par rapport aux comparables.

⁵⁵ Nous comprenons, à l'issue de nos contacts avec l'Initiateur et l'établissement présentateur, qu'Ares a davantage intégré les facteurs de risques dans ses prévisions.

⁵⁶ Ce taux est en définitive assez proche du taux d'actualisation utilisé par le management dans ses tests d'impairment couvrant l'intégralité du périmètre consolidé (§ 2.7.2.3) ; il est toutefois légèrement supérieur, étant observé que les délais de déploiement d'Actair ont sensiblement évolué depuis fin 2009.

3.3.3. Plan d'affaires du management de Stallergenes

3.3.3.1. Prévisions Europe

Le *business plan* des activités européennes élaboré par le management de Stallergenes s'étend sur la période 2010-2019 ; nous en avons actualisé les flux au 1^{er} janvier 2011. La durée de la période explicite s'étend donc sur 9 années. Nous n'avons procédé à aucun retraitement du *business plan* européen, à l'exception, sur les indications de nos interlocuteurs, de :

- la neutralisation de 10 M€ au titre du programme de rachat d'actions qui y était prévu, mais qui ne sera finalement pas mis en place en 2010,
- l'ajout de 10 M€ d'investissements sur les années 2012 (5 M€) et 2013 (5 M€) provenant d'un schéma directeur de la production et des laboratoires actuellement en cours.

Nous avons par conséquent augmenté à la fois la situation de trésorerie de 10 M€, et les montants d'investissements à concurrence de 5 M€ pour chacune des années 2012 et 2013.

3.3.3.2. Prévisions Japon et Etats-Unis

(i) Japon

Nous avons procédé à l'intégration du *business plan* lié à l'implantation de Stallergenes au Japon dans le *business plan* européen, afin d'obtenir une vision globale des activités dans la configuration actuelle du groupe. L'horizon temporel du *business plan* japonais s'étend toutefois sur une durée dépassant la prochaine décennie (jusqu'en 2026), les premières retombées d'exploitation n'étant pas attendues avant 2016 (§ 3.2.2.2). Nous avons par conséquent agrégé les flux de trésorerie disponibles des *business plans* européens et japonais à partir de 2012.

Pour mémoire, l'*upfront fee* obtenu dans le cadre du contrat de partenariat conclu avec Shionogi a été encaissé par Stallergenes le 6 octobre 2010 ; positionné dans le *business plan* européen, cet encaissement est comptabilisé en revenu au compte de résultat selon une fréquence mensuelle de 1 M€, sur une durée de 24 mois. La différence entre le montant encaissé (24 M€) et le montant constaté en revenu figure en variation de BFR.

(ii) Etats-Unis

Compte tenu des spécificités du marché américain où les allergologues ont adopté la voie sous-cutanée (§ 2.1.2), et en l'état actuel des données s'y rapportant, la société n'est pas en mesure de valoriser ce marché ; le management de Stallergenes nous a indiqué qu'il l'estimait entre 2 et 3 fois le Japon au vu de la démographie et des autres éléments de comparaison. Nous retiendrons cet ordre de grandeur, sans pour autant l'ériger en critère d'évaluation.

3.3.3.3. Valeur terminale

Nous avons distingué deux valeurs terminales, propres aux *business plans* européen et japonais :

- En effet l'horizon temporel du *business plan* européen ayant pour échéance l'année 2019, nous avons déterminé un flux de trésorerie normatif sur la base du résultat opérationnel fiscalisé anticipé pour 2019, la variation de BFR étant réputée nulle en année terminale, et les dotations nettes de reprises aux amortissements/dépréciations se neutralisant avec les montants d'investissements. La valeur terminale du *business plan* européen correspond par conséquent au flux normatif décrit ci-dessus, inflaté d'un taux de croissance à l'infini fixé à 2%, en ligne avec le consensus d'analystes, puis actualisé sur 9 années.
- La valeur terminale attachée aux activités japonaises de Stallergenes a été établie sur la base d'un flux de trésorerie normatif égal au flux de trésorerie de la dernière année du *business plan*, soit l'année 2026. Le taux de croissance à l'infini des activités japonaises de Stallergenes a été maintenu à 2%⁸⁷ en contrepartie d'une décote de 20% sur les flux de la période explicite (en raison des perspectives d'évolution démographique et de la baisse attendue des prix) ; le flux normatif ainsi calculé a ensuite été actualisé sur 16 années.

3.3.3.4. Endettement net

L'endettement net que nous avons déduit de la valeur d'entreprise pour aboutir à la valeur finale des capitaux propres est celui anticipé par le management de Stallergenes à fin 2010, soit - 35,6 M€, desquels nous avons retranché les 10 M€

⁸⁷ Cette estimation nous a été confirmée par le management de Stallergenes.

correspondant au programme de rachat d'actions annulé en 2010 (§ 3.3.3.1), soit une trésorerie nette positive de 45,7 M€ :

Cash-flow Stallergènes à fin 2010	46,4
Levées d'options	1,8
Dividendes	-7,3
Autres mouvements financiers	-0,2
<i>Cash-flow net 2010 (A)</i>	<i>40,8</i>
<i>Trésorerie nette à fin 2009 (B)</i>	<i>4,9</i>
Trésorerie nette au 31 décembre 2010 (A)+(B)	45,7

Ce volant de trésorerie n'est en définitive pas significativement différent de l'endettement net au 31 octobre 2010 :

Location financement immobilier	-9,0
Crédit syndiqué	0,0
Concours bancaires courants	-1,4
<i>Total emprunts (A)</i>	<i>-10,3</i>
Equivalents de trésorerie	56,2
Trésorerie	0,0
<i>Trésorerie et équivalents (B)</i>	<i>56,2</i>
Trésorerie nette au 31 octobre 2010 (A)+(B)	45,9

3.3.3.5. Synthèse de la valeur

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action Stallergènes aux différents paramètres retenus (taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini) conduit aux résultats suivants, à partir du scénario « *P&R Actair delay* » présenté par le management (§ 3.2.2.1) :

Vunitaire en €	1%	1,50%	2%	2,50%	3,00%
9,00%	60,9	63,2	65,8	68,8	72,3
9,50%	56,7	58,7	60,9	63,4	66,3
10,00%	53,0	54,7	56,6	58,7	61,1
10,50%	49,7	51,2	52,8	54,5	56,6
10,80%	47,9	49,2	50,7	52,3	54,1
11,00%	46,8	48,0	49,4	50,9	52,6

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette réduite de valeurs unitaires comprises entre 48,0 € et 58,7 € avec une valeur centrale de 50,7 €. Nous rappelons ici que ces valeurs excluent toute stratégie d'implantation future de Stallergenes aux Etats-Unis.

La place du Japon dans cette valorisation par action est de l'ordre de 5,5 € en valeur centrale.

Nous présentons également ci-dessous l'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action Stallergenes au couple taux d'actualisation / taux de croissance à l'infini, sur la base du scénario de repli « *Low case* » (§ 3.2.2.1) :

Vunitaire	1%	1,50%	2%	2,50%	3,00%
9,00%	51,9	53,8	56,0	58,5	61,4
9,50%	48,3	50,0	51,8	53,9	56,3
10,00%	45,2	46,6	48,2	49,9	51,9
10,50%	42,4	43,6	44,9	46,4	48,1
10,80%	40,9	42,0	43,2	44,5	46,1
11,00%	39,9	40,9	42,1	43,3	44,8

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette réduite de valeurs unitaires comprises entre 40,9 € et 49,9 € avec une valeur centrale de 43,2 €, tout en rappelant que ces valeurs excluent toute stratégie d'implantation future de Stallergenes aux Etats-Unis.

3.3.4. Recoupement avec le plan d'affaires de l'Initiateur

Nous avons actualisé selon les mêmes principes les flux de trésorerie et la valeur terminale à fin 2020 issus du plan d'affaires d'Ares⁵⁸, en ayant recours à un taux d'actualisation légèrement inférieur (§ 3.3.2.5).

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action Stallergenes aux différents paramètres que nous avons retenus (taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini) conduit aux résultats suivants :

⁵⁸ Nous rappelons à ce stade que ce *business plan* n'a pas été présenté au management de Stallergenes (§ 3.2.1) ; nous l'avons par ailleurs modélisé selon la méthode DCF en mobilisant nos propres paramètres d'évaluation.

Vunitaire	1%	1,50%	2%	2,50%	3,00%
8,00%	67,1	70,3	73,9	78,2	83,4
9,00%	57,6	59,8	62,3	65,1	68,4
10,00%	50,3	51,9	53,6	55,6	57,8
10,10%	49,7	51,2	52,8	54,8	56,9
11,00%	44,5	45,6	46,9	48,3	49,9
12,00%	39,8	40,7	41,6	42,7	43,8

La valeur centrale de l'action est donc supérieure de seulement 2 € à celle obtenue à partir de la modélisation du plan d'affaires du management (§ 3.3.3.5), alors même que le périmètre diffère par l'inclusion dans les prévisions d'Ares d'un déploiement à terme des activités outre-Atlantique, ce qui n'est pas envisagé par la direction de la Société dans son plan d'affaires.

Sur la base des informations qui nous ont été transmises concernant la contribution aux *cash-flows* des Etats-Unis, nous valorisons ce « détournement » du volet américain dans le *business plan* d'Ares, à paramètres d'évaluation constants, aux alentours de 8 € :

Vunitaire	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
8,00%	11,0	11,6	12,4	13,3	14,4
9,00%	9,1	9,5	10,1	10,6	11,3
10,00%	7,6	8,0	8,3	8,7	9,2
10,10%	7,5	7,8	8,2	8,6	9,0
11,00%	6,5	6,7	7,0	7,3	7,6
12,00%	5,6	5,8	6,0	6,2	6,4

A la date du présent rapport, nous constatons qu'Ares et le management de Stallergenes n'ont pas achevé le travail d'ajustement de la stratégie du groupe et corrélativement de fixation du *business plan*.

3.4. Approche fondée sur les comparables boursiers

3.4.1. Etendue et composition de l'échantillon

Nous avons constitué l'échantillon de sociétés cotées comparables à partir des analyses sectorielles ⁸⁹ et des notes de brokers que nous avons consultées :

⁸⁹ Dont Exane BNP Paribas : « Pharmaceuticals » (22 Septembre 2010).

Comparables	Pays	Marché de cotation	Capitalisation boursière au 18/11/2010 (M€)
Johnson & Johnson	Etats-Unis	Nyse New York	127 553
Pfizer	Etats-Unis	Nyse New York	97 226
Novartis	Suisse	Nyse New York SIX Zurich	94 241
GlaxoSmithKline	Angleterre	Nyse New York London Stock Exchange	76 112
Sanofi Aventis	France	Nyse New York Nyse Euronext Paris	64 890
Astrazeneca	Angleterre	Nasdaq OMX Stockholm Nasdaq New York London Stock Exchange	50 747
Bayer	Allemagne	Dax Francfort London Stock Exchange	45 813
Baxter	Etats-Unis	Nyse New York London Stock Exchange	21 696
ALK-ABELLO	Danemark	Nasdaq OMX Copenhagen	433
Allergy Therapeutics	Angleterre	AIM Londres	35

Le descriptif détaillé des comparables précités (précisions sur l'activité et données clés) figure en annexe 7⁶⁰.

L'immunothérapie allergénique est un marché sur lequel sont présents un nombre restreint d'acteurs ; les *pure players* ne sont qu'au nombre de trois : ALK-Abello, Allergy Therapeutics et Stallergenes :

- Nous précisons à ce stade que la comparaison entre les sociétés ALK-Abello et Stallergenes ne peut être opérée à périmètre strictement identique, dans la mesure où la première, contrairement à la seconde, a déjà signé un accord de distribution et développement avec un laboratoire aux Etats-Unis, tout en restant en attente d'une autorisation de commercialisation (§ 2.2) ; pour autant, la valeur de ce partenariat, qui a suscité un ressaut du titre lorsqu'il a été conclu en 2007, n'est plus vraiment perceptible dans le cours actuel d'ALK,

⁶⁰ Des informations complémentaires (volatilités des comparables) sont fournies en annexe 8.

- Conscients des biais de comparaison que constituent la petite capitalisation boursière d'Allergy Therapeutics et la faible liquidité de son titre au regard de celle de Stallergenes, ainsi que le fait qu'Allergy Therapeutics ne développe pas de traitements oraux, nous nous sommes attachés à élargir l'échantillon des sociétés comparables aux groupes pharmaceutiques globaux, dont les titres présentent un degré certain de liquidité, et qui opèrent *de facto* sur le marché pharmaceutique européen. Ces groupes présentent l'avantage de disposer de positions dominantes sur leur marché et donc de bénéficier de revenus d'une certaine récurrence, ce qui en fait selon nous des sociétés comparables compatibles avec les besoins de notre étude, bien que Stallergenes ne soit pas concerné par les problématiques de taux de croissance liées à l'avènement des génériques auxquelles ces « big pharma » sont confrontés.

A titre informatif, nous avons écarté les sociétés suivantes de notre panel, pour des raisons ayant trait aux marchés sur lesquels elles évoluent ou parce que, indépendamment de leurs modèles économiques, les divergences avec le métier de Stallergenes nous apparaissent trop importantes :

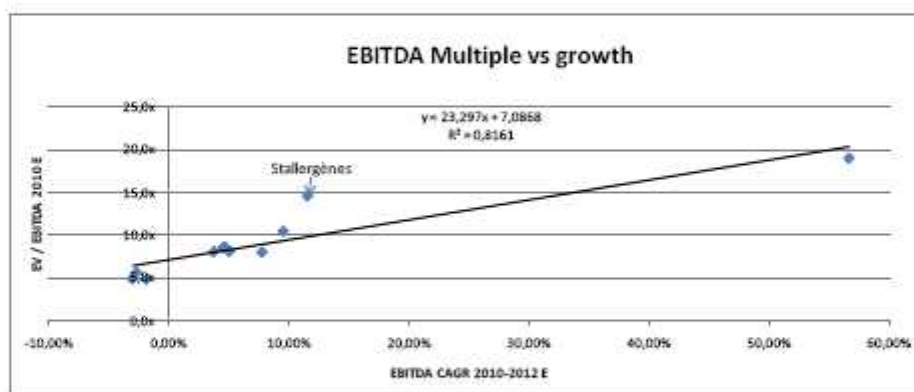
Comparables	Pays	Marché de cotation	Capitalisation boursière au 18/11/2010 (M€)
Novo Nordisk A/S	Danemark	Nasdaq OMX Copenhagen	37 731
		London Stock Exchange	
Biogen Idec	Etats-Unis	Nasdaq New York	11 324
Shire Plc.	Etats-Unis	London Stock Exchange	10 026
		Nasdaq New York	
Actelion	Suisse	SEX Zurich	4 858
UCB SA	Belgique	Nyse Euronext Bruxelles	4 788
Merck Kgaa	Allemagne	Dax Francfort	3 733
Biomerieux Inc	France	Nyse Euronext Paris	2 778
King Pharmaceuticals Inc	Etats-Unis	Nyse New York	2 605
Grifols	Espagne	Barcelona Stock Exchange	2 076
Ipsen	France	Nyse Euronext Paris	2 016
Boiron SA	France	Nyse Euronext Paris	558
		Dax Francfort	
Biotest	Allemagne	London Stock Exchange	289
Dynavax	Etats-Unis	Nasdaq New York	162
Cytos Biotechnology	Suisse	SEX Zurich	53
Formix Biosciences	Pays-Bas	Nyse Euronext Amsterdam	18

3.4.2. Valorisation induite par les multiples boursiers

Les multiples de valeurs d'entreprise des sociétés comparables⁶¹, exprimés en fonction du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et l'EBIT pour les années 2011 et 2012 sont présentés ci-dessous, étant observé que :

- la trésorerie nette est prise en compte pour un montant de 45,7 M€ correspondant à l'atterrissage au 31 décembre 2010 (§ 3.3.3.4),
- les agrégats auxquels les multiples s'appliquent sont ceux de la version du *business plan* « P&R Actair delay » (§ 3.3.3.5).

Nous avons constaté, sur l'échantillon de sociétés cotées comparables que nous avons retenu, une corrélation entre la valeur d'entreprise par le multiple d'EBITDA anticipé pour 2010 et le taux de croissance annuel cumulé entre 2010 et 2012 ; cette fonction croissante se rationalise comme suit :



Le coefficient R2 ressort ici à 0,82 et peut par conséquent être considéré comme significatif : la valeur d'entreprise s'avère être une fonction croissante du niveau d'EBITDA dans le secteur pharmaceutique au sens large, dans lequel Stallergenes évolue. En l'espèce l'approche analogique la plus cohérente consiste donc à valoriser Stallergenes en fonction des multiples d'EBITDA. Nous avons jugé par conséquent plus pertinent d'associer la valeur d'entreprise de Stallergenes à l'EBITDA, reflétant l'exploitation hors éléments liés aux amortissements et provisions. Ceci conduit à une valeur unitaire de l'action comprise :

- entre 29,8 € (2012) et 31,8 € (2011) en considérant l'ensemble de l'échantillon :

⁶¹ Prévisions 2011 et 2012 au 18 novembre 2010.

Société	Pays	Capitalisation Boursière (M€)	Dettes Nettes (M€)	Valeur d'Entreprise (M€)	Multiples de valorisation					
					Chiffre d'affaires		EBITDA		EBIT	
					2011e	2012e	2011e	2012e	2011e	2012e
Johnson & Johnson	Etats-Unis	127,6	-3,4	124,2	2,6	2,5	7,9	7,4	9,3	8,8
Pfizer	Etats-Unis	97,2	15,9	113,1	2,3	2,5	4,9	5,3	5,7	6,2
Novartis	Suisse	94,2	-2,4	91,8	2,2	2,2	7,2	7,1	8,0	8,0
GlaxoSmithKline	Angleterre	76,1	10,5	86,6	2,6	2,6	6,9	6,5	8,1	7,6
Sanofi Aventis	France	64,9	3,9	68,7	2,3	2,3	5,7	6,0	6,4	7,0
Astrazeneca	Angleterre	50,7	-0,2	50,5	2,1	2,2	4,8	5,1	5,4	6,0
Bayer	Allemagne	45,8	10,2	56,0	1,6	1,5	7,4	6,9	11,2	10,2
Baxter	Etats-Unis	21,7	1,0	22,6	2,3	2,1	7,9	7,3	9,6	8,7
ALK-ABELLO	Danemark	0,4	0,0	0,4	1,3	1,2	8,3	7,4	12,9	10,5
Allergy Therapeutics	Angleterre	0,0	0,0	0,0	0,8	0,7	10,0	5,0	16,1	6,4
Moyenne					2,0	2,0	7,1	6,4	9,3	7,9
Agrégats Stallergenes (M€)					226,2	241,4	54	55,8	42,9	43,2
Valeur d'entreprise Stallergenes (M€)					455,3	476,8	383,4	366,1	307,7	343,0
Dettes Nettes Stallergenes (M€)					-45,7	-45,7	-45,7	-45,7	-45,7	-45,7
Capitaux Propres Stallergenes (M€)					501,0	522,5	429,1	401,8	443,4	388,7
Nombre d'actions Stallergenes					13 478	13 478	13 478	13 478	13 478	13 478
Valeur unitaire action Stallergenes (€)					37,2	38,8	31,5	29,8	32,9	28,8

- entre 33,9 € (2012) et 36,6 € (2011) en restreignant la comparaison à ALK-Abello :

Société	Pays	Capitalisation Boursière (M€)	Dettes Nettes (M€)	Valeur d'Entreprise (M€)	Multiples de valorisation					
					Chiffre d'affaires		EBITDA		EBIT	
					2011e	2012e	2011e	2012e	2011e	2012e
ALK-ABELLO	Danemark	0,4	0,0	0,4	1,3	1,2	8,3	7,4	12,9	10,5
Agrégats Stallergenes (M€)					226,2	241,4	54	55,8	42,9	43,2
Valeur d'entreprise Stallergenes (M€)					294,1	296,9	448,2	411,8	553,4	453,6
Dettes Nettes Stallergenes (M€)					-45,7	-45,7	-45,7	-45,7	-45,7	-45,7
Capitaux Propres Stallergenes (M€)					339,8	342,6	493,9	457,5	599,1	499,3
Nombre d'actions Stallergenes					13 478	13 478	13 478	13 478	13 478	13 478
Valeur unitaire action Stallergenes (€)					25,2	25,4	36,6	33,9	44,5	37,0

3.4.3. Approche alternative par les autres versions du plan d'affaires et les agrégats prévisionnels du consensus d'analystes

A titre indicatif, et en raison de l'absence de valeur associée au Japon dans les flux de 2011 et 2012 du fait de l'horizon temporel différé à 2016 sur cette branche d'activité (§ 3.3.3.2), nous avons tenté d'encadrer la valeur analogique par les prévisions 2011 et 2012 du plan d'affaires « P&R Actair delay » (§ 3.4.2) au travers :

- du second scénario du management « *Low case* »,
- du *business plan* de Stallergenes établi par Ares,
- ainsi que du consensus d'analystes.

Les valeurs unitaires par action obtenues sur les agrégats d'EBITDA 2011 et 2012 ne dépassent pas 41-42 € :

en €	Valeur unitaire action STG Echantillon Ledouble					
	Sales		EBITDA		EBIT	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
BP Low case	37,2	36,5	31,9	23,9	24,6	21,5
BP ARES	37,5	39,6	33,4	42,2	37,8	47,0
BP consensus brokers	39,1	43,5	38,4	40,9	41,6	42,6
BP P&R Actair Delay	37,2	38,8	31,9	29,8	32,9	28,9

3.4.4. *Rapprochement avec les multiples extériorisés par l'Offre*

En synthèse de ce chapitre consacré à la valorisation par les comparables boursiers, nous présentons ci-après les multiples de l'Offre par référence aux agrégats 2009 à 2012 de Stallergenes.

La valeur d'entreprise de Stallergenes induite par le prix unitaire de 59 € proposé par Ares ressort à 841 M€ selon le calcul suivant effectué à la date du 31 octobre 2010 :

Valorisation implicite 31/10/10	
Valeur par action (€)	59
Nombre d'actions diluées	13 478 129
Valeur des Fonds Propres (M€)	795
Dette Nette (M€)	-46
Valeur d'entreprise (M€)	841

Nous avons rapporté cette valeur d'entreprise aux agrégats de Stallergenes, respectivement de chiffres d'affaires, EBITDA et EBIT aux dates suivantes⁶², et en avons déduit les multiples extériorisés par l'Offre :

	31/12/2009	30/06/2010 LTM	31/12/2010E	31/12/2011E	31/12/2012E
CA (M€)	192,8	205,8	214,4	226,2	241,4
EBITDA (M€)	39,7	51,2	54,7	54,0	55,8
EBIT (M€)	32,2	42,2	46,0	42,9	43,2
* EV / CA	4,4	4,1	3,9	3,7	3,5
* EV / EBITDA	21,2	16,4	15,4	15,6	15,1
* EV / EBIT	26,1	19,9	18,3	19,6	19,5

⁶² 2011 et 2012 sur la base du *business plan* « P&R Actair delay ».

Les multiples de valorisation induits par l'opération initiée par Ares apparaissent très supérieurs aux multiples de valorisation constatés sur notre échantillon de sociétés comparables cotées (§ 3.4.2).

3.4.5. Synthèse

La méthode des comparables boursiers conduit à des valorisations sensiblement inférieures au prix d'Offre. Ce constat résiste à la comparaison entre Stallergenes et son challenger le plus direct ALK-Abello, qui est implanté depuis 2007 aux Etats-Unis.

3.5. Méthode des transactions comparables

La méthode consiste, dans le principe, à évaluer Stallergenes à partir de multiples/ratios de valorisation issus de transactions impliquant des sociétés comparables, et incluant *de facto* une prime de contrôle.

Cette approche est soumise à de nombreuses hypothèses quant à la fiabilité de l'information disponible ainsi qu'à la stabilité et à la représentativité à long terme des performances opérationnelles des cibles (méthode historique et non prospective). Dès lors, nous considérons qu'il s'agit d'un critère moins pertinent dans la hiérarchie des méthodes de valorisation retenues.

3.5.1. Transactions externes

Nous n'avons pas relevé de transactions récentes concernant les acteurs du marché de l'immunothérapie allergénique, à l'exception du rachat en juillet 2010 par ALK-Abello de la division allergie de Fornix Biosciences (Artu), opération que nous considérons comme non représentative en raison du contexte dans lequel elle s'est déroulée et du devenir incertain des produits d'Artu, voués à l'époque à un remboursement à brève échéance.

Bien que nous considérions comme peu élevé le degré de pertinence de la méthode de valorisation par les transactions comparables, nous avons, à titre purement informatif, recensé les transactions impliquant des acteurs des secteurs pharmaceutique et médical, de septembre 2009 à octobre 2010 ; les multiples de valorisation par l'EBITDA qui s'en dégagent, transposés aux prévisions 2011, après prise en compte de la trésorerie nette à fin 2010, sont restitués ci-après. Il en résulte une valeur unitaire de l'action Stallergenes à 44,4 € :

Cible	Acquéreur(s)	Activité de la cible	Date annonce	LTM EBITDA Multiple
King Pharmaceuticals	Pfizer	Pharmacie spécialisée, pharmacie animale	octobre-10	8,0x
Biovail	Valeant	Neurologie, dermatologie, infections	juin-10	8,9x
Pasteur Cerba	PAI Partners	Analyse médicale	mai-10	10,0x
Sebia	Cinven	Diagnostic in vitro du cancer	mars-10	12,5x
Swedish Orphan	Biovitrum	Produits pharmaceutiques sur les indications de niches	novembre-09	15,9x
Solvay	Abbott	Pharmacie, chimie	septembre-09	8,6x
Sepracor	Dainippon Sumitomo	Pharmacie spécialisée	septembre-09	7,7x
		Moyenne		10,2
		Médiane		8,9
		EBITDA 2011 Stallergenes (en M€)		54,0
		Dettes nettes au 31/12/2010 (en M€)		-45,7
		Nombre d'actions		13 479 129
		Valeur unitaire impliquée STG sur le multiple d'EBITDA moyen (en €)		44,4

Nous rappelons à toutes fins utiles que les multiples induits par les transactions comparables recèlent des primes de contrôle ; toutefois l'EBITDA 2011 de Stallergenes auquel ils s'appliquent n'intègre pas le potentiel de génération de revenus au Japon, différé jusqu'en 2016.

3.5.2. Transactions internes

La transaction la plus récente réalisée par Stallergenes au sein du groupe est le rachat du distributeur suisse Trimedal le 17 février 2009 ; elle ne peut toutefois être valablement exploitée, dans la mesure où le multiple d'acquisition, du fait de l'activité de la cible en l'occurrence réduite à la distribution, ne capte pas l'intégralité de la valeur attachée à la pluralité des activités de l'ensemble Stallergenes.

3.6. Référence au cours de bourse

3.6.1. Historique des cours de bourse

Stallergenes a été introduite à la bourse de Paris en juillet 1998 ; ses actions sont admises aux négociations sur le marché Nyse Euronext Paris compartiment B sous le ticker GENP et le code ISIN FR0010192906.

Nous avons présenté ci-après l'évolution du cours de bourse du titre Stallergenes sur une période de deux ans précédant l'Offre d'Ares du 28 octobre 2010 :



L'analyse de l'évolution historique du cours de bourse de Stallergenes montre une forte corrélation du titre avec l'indice de référence (SBF 250) sur les 12 mois précédant l'annonce au 28 octobre 2010. Les volumes quotidiens moyens échangés sur cette période sont de 18 350 titres, sur un flottant de 6 652 635 actions, soit 0,28% du flottant.

Le tableau suivant présente les volatilités annualisées constatées sur le titre Stallergenes à la date du 28 octobre 2010 :

Période (mois)	Volatilité annualisée	Cours moyen pondéré (EUR)
1	28,17%	63,05
3	21,21%	61,01
6	24,07%	57,89
12	20,75%	58,50
24	25,47%	51,60

La volatilité du titre, qui est à mettre en regard de sa faible liquidité, s'est accentuée sur le mois précédant l'annonce de l'Offre ; ce pic de volatilité peut être relié aux différents articles⁶³, interviews et rumeurs de marché sur la sortie prochaine de Wendel du capital de Stallergenes.

A titre de comparaison, l'autre *pure player* du marché de l'immunothérapie allergénique, ALK-Abello, présente les volatilités annualisées suivantes au 28 octobre 2010 :

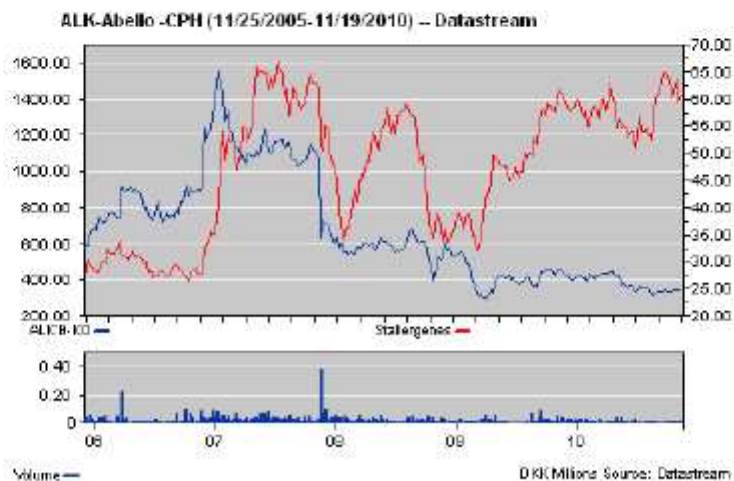
⁶³ Cf. notamment « La Tribune », 21 septembre 2010.

Période (mois)	Volatilité annualisée	Cours moyen pondéré (DKK)
1	13,23%	341,37
3	26,12%	333,22
6	25,71%	361,07
12	22,73%	400,69
24	32,10%	410,63

Le titre ALK-Abello apparaît donc plus volatil que Stallergenes sur les deux années précédant l'annonce d'Ares, excepté sur le dernier mois de cotation, pour les raisons invoquées plus haut.

L'évolution parallèle des cours de bourse de ces deux sociétés sur les cinq dernières années met en évidence deux cycles boursiers :

- de fin 2005 à début 2008 : les cours de bourse d'ALK-Abello et Stallergenes connaissent une croissance continue jusqu'au début de l'année 2007, où le partenariat avec Schering-Plough (absorbé par Merck en 2009) a été signé par ALK-Abello pour la distribution de Grazax aux Etats-Unis. Les deux cours de bourse ont ensuite chuté jusqu'en janvier 2008 pour retrouver leurs niveaux de fin 2005 (600 DKK pour ALK-Abello et environ 30 € pour Stallergenes),
- de début 2008 jusqu'à aujourd'hui : le cours de Stallergenes a doublé, alors que celui d'ALK-Abello a été divisé par deux environ, les analystes qui suivent ALK-Abello considérant que le potentiel de croissance de la société est désormais intégré dans le cours de bourse.



Les observations sur le cours d'ALK-Abello rejoignent le constat formulé au terme de la valorisation de Stallergenes par les comparables boursiers (§ 3.6.1), selon lequel la valeur du marché américain s'est progressivement diluée dans la capitalisation boursière de cette société, au point que le cours est retombé à un niveau inférieur à celui observé antérieurement à la conclusion du partenariat outre-Atlantique.

Nous avons également analysé ci-dessous les moyennes des cours du titre Stallergenes pondérés par les volumes échangés sur courte et moyenne périodes⁶⁴ :

au 28/10/2010, en €	Cours de clôture			
	Cours Moyen Pondéré	Prime / Décote	Cours moyen non pondéré	Prime / Décote
Spot	64,50	-8,5%	64,50	-8,5%
1 mois	63,05	-6,4%	63,45	-7,0%
3 mois	61,01	-3,3%	59,95	-1,6%
6 mois	57,89	1,9%	57,15	3,2%
12 mois	58,50	0,8%	58,03	1,7%
24 mois	51,60	14,3%	51,22	15,2%

3.6.2. Synthèse

Considérant le prix d'Offre proposé par Ares Life Sciences de 59 € par action Stallergenes, les décotes par rapport aux cours de bourse moyens pondérés par les volumes en date du 28 octobre 2010 sont comprises entre 3,3% et 8,5% sur les trois mois précédant l'annonce. Une prime est en revanche constatée au vu des cours de bourse moyens pondérés par les volumes sur une période antérieure de 6 à 12 mois au dépôt de l'Offre ; cette prime est comprise entre 0,8% et 1,9%.

En tout état de cause, le cours avant annonce reflétait une bonne partie d'un « upside » potentiel aux USA (non officialisé à ce jour) et au Japon (partenariat conclu en septembre 2010) et l'anticipation de la sortie de Wendel ; il n'intégrait pas certaines nouvelles moins favorables rendues publiques depuis lors.

A l'instar d'ALK-Abello, une décreue du cours n'est pas à exclure passé l'effet spéculatif lié aux rumeurs précédemment évoquées, sur l'élargissement des activités du groupe au-delà de l'espace européen. L'annonce a eu à court terme un effet négatif sur le cours de bourse : depuis le 28 octobre dernier et en dépit de l'évolution relativement erratique des volumes, le cours tend à décroître (de plus de 6% par rapport au spot à l'annonce).

⁶⁴ Plus de la moitié des volumes ont été traités en dessous du prix d'offre au cours des douze mois précédant l'annonce.

3.7. Objectifs de cours

La prise en compte des objectifs de cours nous paraît incontournable, en raison du suivi du titre Stallergenes par un nombre important d'analystes.

Depuis 2 ans⁶⁵, les objectifs de cours des brokers ont franchi deux paliers, l'un en septembre 2009, l'autre en septembre 2010, correspondant aux bons résultats et aux essais positifs des produits. Le récent partenariat avec le Japon a également tiré les anticipations de cours vers le haut.

Certains analystes⁶⁶ anticipent des performances financières supérieures aux attentes du marché et n'excluent pas des opérations de croissance externes en vue d'acquérir de nouvelles parts de marché, dans le mouvement de concentration du secteur en Europe.

Les anticipations portent notamment sur la conclusion d'un partenariat aux Etats-Unis. Les observateurs incluent en règle générale le potentiel du partenariat déjà signé au Japon et celui prévu dès 2011 aux Etats-Unis⁶⁷ dans leur valorisation de la société. Le marché a donc d'ores et déjà anticipé les retombées de ces deux partenariats, dont l'un, outre-Atlantique, n'est que potentiel à ce stade, et l'autre, au Japon, ne sera effectif au plus tôt qu'à compter de 2016.

De l'analyse que nous avons menée ci-dessous sur les notes de brokers *ante* et *post* annonce, dont certaines, en sus des objectifs de cours, affichent une valeur du titre en « somme des parties » (Europe, Japon, Etats-Unis), et en négligeant les divergences méthodologiques entre nos travaux de valorisation et ceux des analystes, d'une part, ainsi que les différences de prévisions d'activité et de paramètres d'évaluation⁶⁸, d'autre part, il ressort les constats suivants :

- la période antérieure à l'annonce valorise l'implantation possible aux Etats-Unis à l'identique de celle postérieure à l'annonce (environ 13 € par action),
- la valorisation du Japon est constante et globalement en ligne avec celle de Stallergenes (5 € à 6 € par action),
- la somme des parties minorée de la quote-part afférente aux Etats-Unis reste toujours supérieure au prix d'Offre avant et après l'annonce,
- les objectifs de cours⁶⁹ décotés de la contribution des USA à la somme des parties rejoindraient approximativement le prix d'Offre à 59-60 € après

⁶⁵ A compter d'octobre 2008 (marquant le début de la crise boursière).

⁶⁶ Cf. Gilbert Dupont 18 novembre 2010.

⁶⁷ Cf. Aurel BGC 29 octobre 2010.

⁶⁸ Taux d'actualisation et de croissance.

⁶⁹ Les objectifs de cours restent inférieurs à la somme des parties.

l'annonce, étant toutefois précisé que les dernières informations dont nous disposons à la date de la présente attestation et qui viennent impacter négativement les perspectives de la Société⁷⁰ ne sont pas encore totalement prises en compte dans les prévisions des analystes (dont les plus récentes datent du 18 novembre 2010),

- l'enjeu réside donc principalement sur l'« option » américaine que nous ne sommes pas en mesure de chiffrer et qui relève d'une décision stratégique non encore tranchée entre l'Initiateur et le management de la Cible.

Broker	Date	Objectif	SOP	Europe	Japon	US
Gilbert Dupont	07/09/2010	78,3				
Société Générale	07/09/2010	70,0				
Aurel-BCG	07/09/2010	68,0				
Kepler	08/09/2010	77,0	90,6	70,2	6,8	13,6
Exane	22/09/2010	82,0	87,0	73,0	5,0	9,0
Cheuvreux	15/10/2010	82,0				
Société Générale	15/10/2010	71,0	71,0	55,0	5,0	11,0
Exane	15/10/2010	82,0				
Gilbert Dupont	15/10/2010	80,7				
CM-CIC	15/10/2010	78,0				
Kepler	15/10/2010	77,0	90,6	70,2	6,8	13,6
Piper Jaffray	15/10/2010	74,0				
Standard & Poor's	15/10/2010	70,0				
Arkeon Finance	15/10/2010	70,0				
Oddo & Cie	15/10/2010	68,0				
Moyenne avant offre dernières annonces		75,2	84,8	67,1	5,9	11,8
Médiane avant offre (dernières annonces)		77,0	88,8	70,2	5,9	12,3
Gilbert Dupont	28/10/2010	80,7	80,7	60,7	5,0	15,0
Standard & Poor's	29/10/2010	70,0				
Société Générale	29/10/2010	71,0	71,0	55,0	5,0	11,0
Aurel-BG	29/10/2010	68,0				
CM-CIC	29/10/2010	78,0	78,0	57,0	5,0	16,0
Cheuvreux	29/10/2010	82,0				
Kepler	05/11/2010	72,0				
Société Générale	11/11/2010	71,0	71,0	55,0	5,0	11,0
Kepler	18/11/2010	72,0				
Aurel-BG	18/11/2010	68,0				
Exane	18/11/2010	82,0				10,0
Gilbert Dupont	18/11/2010	80,7	80,7	60,7	5,0	15,0
Oddo Mid Cap	18/11/2010	62,0				
Moyenne après offre		73,6	76,3	57,7	5,0	13,0
Médiane après offre		72,0	78,0	57,0	5,0	13,0

⁷⁰ Lancement du Grazax par ALK en France ; retard du déploiement en Allemagne.

3.8. Catalogue des propositions antérieures faites au Cédant et référence à la transaction entre l'Initiateur et le Cédant

Nous avons procédé avec l'accord du Cédant à une revue des principales manifestations d'intérêt et du processus de cession dont la participation Stallergenes a fait l'objet.

Il apparaît de nos discussions avec le Cédant, et de la revue des divers documents auxquels nous avons eu accès, que :

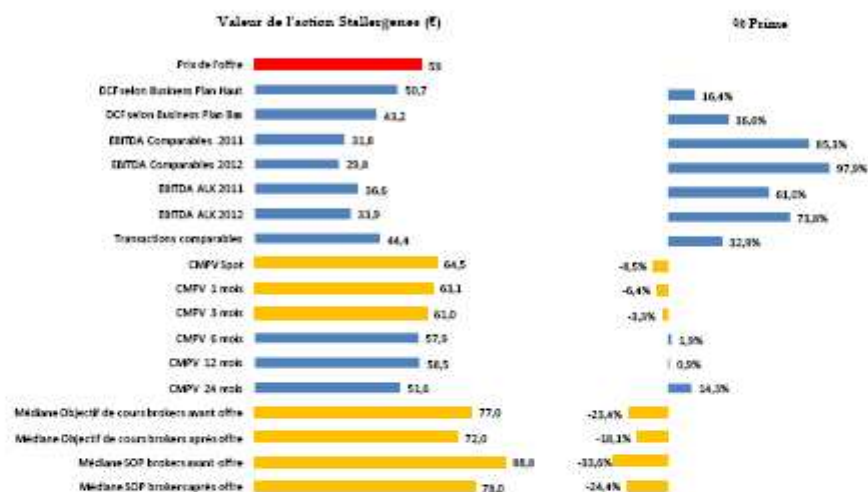
- Stallergenes avait fait l'objet de démarches de gré à gré (en 2007) et d'un processus de cession organisé (en 2008), au cours duquel près de 40 acquéreurs potentiels (industriels ou financiers) avaient été sollicités, sans que ces processus aboutissent,
- Wendel, qui était au capital de Stallergenes depuis 17 ans, n'avait pas caché son intention de trouver pour Stallergenes un nouvel actionnaire de référence pour l'accompagner dans sa stratégie de développement (notamment aux Etats-Unis) et faire face aux nouveaux défis réglementaires,
- depuis le début de l'année 2010, Wendel avait d'ailleurs été approché spontanément par plusieurs acquéreurs potentiels (industriels ou financiers), et approfondi plusieurs pistes alternatives,
- le choix d'Ares, société d'investissement spécialisée dans le secteur de la santé dont la proposition a été mise en concurrence, a résulté de la qualité du projet industriel, du prix proposé (59 € par action), et de la structure de l'Offre (acquisition de la totalité de la participation, absence de conditionnalité et de garantie de passif),
- Wendel est pleinement satisfait du prix proposé (59 € par action sans garantie ni complément de prix), qui apparaît comme un point d'équilibre, trouvé à l'issue d'un processus compétitif et intégrant les risques industriels, et faisant ressortir des multiples de valorisation de Stallergenes⁷¹ et un retour sur investissement pour Wendel⁷² très attractifs.

⁷¹ Environ 15 fois l'excédent brut d'exploitation, 18 fois le résultat d'exploitation (§ 3.4.4), et 28 fois le résultat net.

⁷² Plus-value de 300 M€ (§ 1.3.3), multiple d'investissement de 35, et taux de rendement interne de 40% (source : Wendel).

3.9. Synthèse de nos travaux

Les valeurs que nous avons obtenues à l'issue de notre évaluation multicritères dégagent les primes et décotes résumées dans le tableau ci-dessous, en comparaison du prix d'Offre de 59,0 € par action, correspondant à la transaction préalable conclue entre Wendel et Ares :



La pertinence des résultats de la méthode des comparables boursiers et transactionnels doit être relativisée par l'application des multiples à des agrégats n'intégrant pas encore les revenus du Japon (différés à 2016).

Les résultats du DCF à partir des deux versions du *business plan* du management « *P&R Actair delay* » et « *Low Case* » conduisent, en valeurs centrales, à une fourchette de 43,2 € à 50,7 € hors Etats-Unis, à rapprocher de 52,8 € selon Ares dont 8,2 € affectés aux USA, ce qui valorise le socle actuel (Europe et Japon) à environ 44,6 €, convergeant vers l'hypothèse la plus prudente selon le management de Stallergenes (retard sur Actair combiné aux baisses de prix) à 43,2 €.

A supposer que ce scénario soit à retenir, le marché n'en est visiblement pas averti ; en effet, les analystes persistent à intégrer dans leurs objectifs de cours :

- dans la somme des parties, l'hypothèse d'une implantation aux Etats-Unis à environ 13 € par action,
- valorisant ainsi le présent périmètre, par différence avec l'objectif de cours, à au moins 59-60 €, proche du prix d'Offre et du cours actuel (ajusté

temporairement par l'Offre), et par différence avec la somme des parties à un niveau encore supérieur, de l'ordre de 65 €.

Le tableau ci-après résume les fourchettes de valeur du titre Stallergenes sur le périmètre actuel et étendu outre-Atlantique. La contribution des Etats-Unis de source Stallergenes repose sur des indications exclusivement verbales de la part du management et n'est pas étayée par un modèle d'évaluation ; elle est présentée ci-après aux seules fins de rétablir une comparaison avec les données de source « Ares » et « Analystes », qui englobent les Etats-Unis. Dans le bas de l'intervalle de valeurs ainsi obtenu, l'évaluation d'ensemble serait comprise entre 52,8 € (Ares) et 54,2 € (Stallergenes), contre 72 € (Analystes) par action :

Source	Europe + Japon	Etats-Unis	Total
Ares	44,6 €	8,2 €	52,8 €
Stallergenes	43,2 € à 50,7 €	11,0 € à 16,5 € ⁷³	54,2 € à 67,2 €
Analystes	59 € à 65 €	13,0 €	72 € à 78 €

Nous nous sommes attachés à cerner les sources de risque quant à la création de valeur anticipée par la direction de Stallergenes, afin de les intégrer au mieux dans la modélisation des prévisions qui nous ont été soumises, en particulier l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie.

Le prix d'Offre de 59 € s'analyse en définitive comme un prix non imposé aux actionnaires minoritaires (en l'espèce libres d'apporter ou non à l'Offre, et non contraints par la perspective d'un retrait obligatoire), et en ligne avec la transaction préalable intervenue entre le Cédant et l'Initiateur (ce dernier ayant déclaré ne pas souhaiter monter en puissance au capital de la Cible⁷⁴) :

- nous n'avons à cet égard identifié aucun élément de nature à en altérer l'objectivité, les parties nous ayant confirmé la transparence du processus transactionnel, que nous nous sommes par ailleurs efforcés de vérifier *ex post* en interrogeant chacune d'elles séparément,
- nous rappelons que l'Offre émane d'un fonds d'investissement qui, bien qu'intervenant dans le monde de la santé, n'est pas en mesure de faire profiter des synergies qu'un industriel aurait pu retirer de l'acquisition ; contrairement

⁷³ Fourchette de (2 * 5,5 € = 11,0 €) à (3 * 5,5 € = 16,5 €), étant rappelé que l'évaluation de 5,5 € par action correspond à la valeur du Japon (§ 3.3.3.2 et § 3.3.3.5).

⁷⁴ L'acquisition de 46% du capital de Stallergenes représente pour Ares plus de la moitié de ses investissements globaux (359 M€ sur un total de 659 M€ d'après les informations dont nous disposons).

aux attentes des analystes et observateurs, aucune contre-offre d'un « big pharma⁷⁵ » n'est venue pour le moment contrecarrer celle d'Ares.

Nous n'avons pas obtenu d'information particulière sur les moyens que pourrait apporter Ares à Stallergenes pour l'accompagner dans ses objectifs de développement, notamment en termes de financement d'acquisitions.

4. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation de Deutsche Bank et avons discuté avec leurs auteurs des calculs effectués et des conclusions qui s'en dégagent.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles l'établissement présentateur a eu recours ; les résultats respectifs sont résumés ci-après :

	Deutsche Bank	Ledouble SA
DCF	48,2 € - 57,1 €	43,2 € - 50,7 €
Comparables boursiers	37,4 € - 41,2 €	29,8 € - 36,6 €
Comparables transactionnels	48,8 € - 50,4 €	44,4 €
Cours de bourse spot	62,7 €	64,5 €
Cours de bourse 1 à 12 mois	56,7 € - 59,7 €	57,9 € à 63,1 €
Objectifs de cours	73,6 €	72 € à 77 €
Somme des parties		78 € à 88 €

Nous précisons en liminaire que l'établissement présentateur s'est référé, tant pour le DCF que pour les comparables, à une trésorerie nette de 39,3 M€ correspondant approximativement à l'atterrissage à fin 2010 (§ 3.3.3.4), sous déduction d'un impôt de 6,6 M€ afférent à la taxation de l'« up-front » perçu au titre du Japon (§ 3.2.2.2). Au vu de la construction du *business plan* d'Ares, cet ajustement nous semble justifié pour le DCF tel que modélisé par Deutsche Bank, mais ne trouverait pas à s'appliquer selon nous aux comparables ; ces derniers, toutes choses égales par ailleurs, afficheraient donc des résultats minorés à concurrence d'environ 0,5 € par action.

⁷⁵ Tels qu'AstraZeneca et GlaxoSmithKline (GSK) au Royaume-Uni, Novartis en Suisse, et Sanofi Aventis en France.

Nos principales observations portent sur les points suivants :

Méthode de valorisation	Deutsche Bank	Ledouble SA
DCF	Taux d'actualisation de 10,50%	Taux d'actualisation de 10,80%
	Business plan établi par l'initiateur intégrant la pénétration par Stallergenes des marchés japonais et américain	Business plan établi par le management de Stallergenes sur les zones européenne et japonaise, avec un scénario haut et un scénario bas
Comparables boursiers	Horizon temporel jusqu'en 2020 pour les 3 zones géographiques	Horizon temporel jusqu'en 2019 pour l'Europe, et 2026 pour le Japon
	Application des multiples de valorisation sur des agrégats issus d'un consensus d'analystes financiers qui suivent la valeur Stallergenes	Application des multiples de valorisation sur des agrégats issus du business plan fourni par le management de Stallergenes
	Utilisation des multiples d'EBE (EBITDA) médians	Utilisation des multiples d'EBITDA moyens
	Panel de sociétés comparables cotées comprenant le concurrent direct de Stallergenes, ALK-Abello, élargi aux sociétés disposant d'un portefeuille de produits biopharmaceutiques matures et en stade de développement avancé, d'une capitalisation boursière comparable et dotées d'une forte exposition aux marchés européens	Panel de sociétés comparables cotées comprenant le concurrent direct de Stallergenes, ALK-Abello, et l'autre pure player du marché de l'immunothérapie allergénique, Allergy Therapeutics, élargi aux laboratoires pharmaceutiques globaux présents sur les marchés sur lesquels Stallergenes envisage de s'implanter à l'avenir (Japon et Amérique du nord notamment)
Comparables transactionnels	Utilisation d'agrégats médians	Utilisation d'agrégats moyens
Cours de bourse	Panel de transactions comparables comprenant des transactions intervenues de 2006 à 2010	Panel de transactions comparables à partir de septembre 2009
	Historique sur 1 an à partir du 20 septembre 2010	Historique sur 2 ans à partir du 28 octobre 2010

4.1 DCF

Les taux d'actualisation utilisés divergent en raison principalement :

- d'un beta désendetté calculé sur des comparables différents, étant précisé par ailleurs que Deutsche Bank présente des betas prospectifs (nous nous référons pour notre part à des betas historiques),
- de l'application par nous-mêmes d'une prime de taille et d'illiquidité et d'une prime spécifique liée aux incertitudes entourant l'activité de Stallergenes à l'horizon de la fin du *business plan* élaboré par le management, le plan d'affaires établi par Ares apparaissant dans l'ensemble plus conservateur⁷⁶ :

⁷⁶ Le plan d'affaires d'Ares modélise notamment l'effet conjugué :

- du lancement en France par ALK-Abello du Grazax,
- du retard d'approbation d'Actair en Allemagne,
- ainsi que d'un infléchissement de la croissance des ventes en 2011.

	Deutsche Bank	Ledouble SA
Taux sans risque	3,20%	2,57%
Prime de risque du marché actions	7,10%	6,83%
Beta désendetté	1	0,62
Prime de taille et d'illiquidité		3%
Prime spécifique Stallergènes		1%
Coût des fonds propres	10,30%	10,80%
CMPC	10,30%	10,80%

Les valorisations unitaires de Deutsche Bank sont comprises entre 48,2 € et 57,1 € d'après le *business plan* d'Ares, au terme d'une analyse de sensibilité faisant varier :

- le taux d'actualisation de 0,5% autour de 10,3 % (de 9,8% à 10,8%),
- et le taux de croissance à l'infini de 0,25% autour de 2% (de 1,75% à 2,25%).

Nos travaux reposant sur les deux scénarios du *business plan* du management conduisent à une fourchette de 43,2 € à 50,7 € (§ 3.3.3.5).

4.2. Comparables boursiers

Les différences relevées dans l'application de la méthode des multiples des sociétés comparables relèvent du choix de l'échantillon et de la nature des agrégats, ainsi que des bases de données.

Si nous devions établir une comparaison restreinte à l'EBITDA 2011⁷⁷, nous retiendrions que Deutsche Bank valorise l'action Stallergènes à 39,6 € selon les multiples d'EBE médians anticipés par un consensus d'analystes financiers pour l'année 2011 ; pour notre part, l'évaluation selon les multiples d'EBITDA moyens anticipés par le management pour 2011 dans le scénario haut de son plan d'affaires reste inférieure, à :

- 31,8 € sur l'ensemble du panel,
- 36,6 € par comparaison avec ALK (§ 3.4.2).

4.3. Comparables transactionnels

Les transactions que nous avons retenues figurent dans le panel de Deutsche Bank⁷⁸ ; cependant nous en avons exclu celles intervenues de 2006 à février 2009, afin de tenir compte de l'environnement nouveau depuis la crise financière enclenchée fin 2008,

⁷⁷ En considérant l'année 2010 complètement écoulée et le consensus sur 2012 comparativement moins fiable que sur 2011.

⁷⁸ A l'exception de Pasteur Cerba / PAI Partners.

qui a influé sur les multiples d'acquisition, et tenter de nous rapprocher des acteurs les plus directement liés au marché de l'immunothérapie allergénique.

Le multiple de valorisation médian des cibles retenu par Deutsche Bank ressort à 12,5 fois l'EBE des 12 derniers mois, alors que nous avons retenu le multiple moyen de 10,2 fois l'EBITDA des 12 derniers mois.

Les valeurs unitaires de l'action Stallergenes obtenues au travers de l'échantillon ressortent à 50,4 € pour Deutsche Bank⁷⁹ et à 44,4 € pour notre part (§ 3.5.1).

4.4. Cours de bourse

L'établissement présentateur considère comme pivot le 20 septembre 2010 dans sa valorisation du titre Stallergenes par le cours de bourse, correspondant à la date à laquelle le cours est réputé impacté par les rumeurs de cession⁸⁰.

Nous avons privilégié la date du 28 octobre 2010, à laquelle a été faite l'annonce de l'Offre ferme d'Ares pour l'acquisition des titres Stallergenes auprès de Wendel.

En conséquence, les échelles mobiles de moyennes de cours de 1 mois à 12 mois s'en trouvent décalées selon qu'on se réfère au cours spot au 20 septembre 2010 (Deutsche Bank) ou au 28 octobre 2010 (Ledouble SA). Toutefois, les valorisations unitaires obtenues via les moyennes longue période sur 12 mois diffèrent assez peu : 57,9 € versus 58,50 € (§ 3.6.1). Le constat reste globalement le même : le prix d'Offre extériorise une décote sur la valeur boursière dès lors que cette dernière est appréhendée sur une moyenne période.

4.5. Objectifs de cours

Les cours cibles cités à titre seulement indicatif par Deutsche Bank résultent d'une moyenne (73,6 €) d'objectifs fixés par des analystes ayant publié un objectif de cours entre la parution des résultats du troisième trimestre 2010 (mi-octobre) et le 23 novembre).

Nous avons procédé à un recensement des cours cibles à compter de début septembre jusqu'au 18 novembre, en distinguant les périodes antérieure et postérieure à l'annonce et en présentant la fourchette de nos observations sur des valeurs médianes de 72 € à 77 €, inférieures à la somme des parties de 78 € à 88 € (§ 3.7).

⁷⁹ Le bas de la fourchette à 48,7 € se rapporte au multiple de chiffre d'affaires que nous avons écarté.

⁸⁰ Cf. publication le 21 septembre 2010 d'un article faisant état d'une possible sortie de Wendel du capital de Stallergenes dans le quotidien *La Tribune* (§ 3.6.1).

5. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux, nous constatons que l'appréciation du prix d'offre est délicate pour les raisons suivantes :

1. Dans la phase actuelle de transition, l'Initiateur et le management de la Cible n'ont pas encore achevé de définir la stratégie à mener dans le cadre d'une gouvernance unique, ce qui explique sans doute les divergences qui subsistent dans l'appréciation de la valeur des activités actuelles de Stallergenes.
2. Le projet d'implantation aux Etats-Unis en est à ses débuts et n'a pas été modélisé dans les plans d'affaires qui nous ont été présentés par le management de Stallergenes⁸¹. Nous ne sommes donc pas en mesure d'apprécier la valeur potentielle de l'implantation américaine, ne disposant pas d'un plan de développement⁸².
3. L'historique des recherches de partenaires effectuées par Wendel montre qu'elles se sont concrétisées au prix maximum de 59 € par action, au terme d'un processus long et relativement ouvert.
4. Les anticipations du marché sur le titre Stallergenes, telles que reflétées par les objectifs de cours se situent, encore aujourd'hui, au-delà de 70 € par action⁸³.
5. Il convient enfin de souligner :
 - d'une part, que les actionnaires sont libres de leur choix, sachant que la société restera cotée et que le flottant devrait rester significatif,
 - d'autre part, que l'offre, émanant d'un investisseur financier, n'inclut pas les éventuelles synergies ou la prime stratégique qu'un acquéreur industriel serait susceptible de proposer.

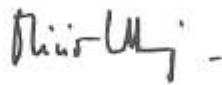
⁸¹ Les ordres de grandeur dont le management nous a fait part en termes de valorisation des Etats-Unis par rapport au Japon restent purement estimatifs.

⁸² Nous ne pouvons donc recourir à aucun modèle de valorisation, de type option réelle notamment.

⁸³ Nonobstant les informations relatives à la concurrence (prochain lancement par ALK du Grazax en France) ainsi qu'au retard du déploiement des produits (Actair) en Allemagne.

Dans les circonstances qui viennent d'être rappelées, nous constatons que le prix d'offre de 59 € se situe à l'intérieur de la fourchette intégrant l'estimation du projet américain par le management et correspond à celui de la transaction de contrôle, réalisée à l'issue d'un processus structuré de cession. Nous sommes donc d'avis que le prix d'offre est équitable pour l'actionnaire qui souhaite bénéficier de la liquidité qui lui est offerte.

Fait à Paris, le 10 décembre 2010.



Olivier CRETTE



Dominique LEDOUBLE

ANNEXES

• Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA	Annexe 1
• Calendrier de l'étude	Annexe 2
• Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA	Annexe 3
• Principales sources d'information exploitées	Annexe 4
• Composition de l'équipe Ledouble SA	Annexe 5
• Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA	Annexe 6
• Profil détaillé des sociétés comparables retenues	Annexe 7
• Volatilité des sociétés comparables	Annexe 8

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble SA

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches documentaires
- analyse du marché et du positionnement concurrentiel de la Cible
- étude de l'Opération et de son cadre juridique
- examen du contexte de la transaction entre le Cédant et l'Initiateur
- revue du catalogue de manifestations d'intérêt et d'offres antérieures (2007 à 2010)
- exploitation de l'analyse des termes de l'Offre par les parties en présence
- étude de l'évolution historique du titre
- rencontre avec la Direction financière et le conseil juridique de la Cible, ainsi que des représentants (i) de l'Initiateur et de ses conseils, (ii) du Cédant et de ses conseils et (iii) de l'établissement présentateur
- visite du site de production

2. Travaux de valorisation

- revue des résultats historiques, de la structure financière et de la vie sociale de la Cible au travers des décisions d'assemblées, des rapports de gestion et des délibérations du conseil d'administration (2008 à 2010)
- examen des plans d'affaires établis par (i) le management de la Cible et (ii) l'Initiateur ainsi que des paramètres d'activité ; détermination des paramètres financiers respectifs, mise en œuvre de tests de sensibilité
- recherche de notes de brokers et de consensus d'analystes antérieurs et postérieurs à l'annonce de l'Opération,
- constitution d'un premier panel de « comparables » boursiers et transactionnels et recentrage de cet échantillon en fonction notamment des informations recueillies auprès du management et de l'établissement présentateur
- confrontation des multiples issus de nos bases de données et des dernières notes d'analystes
- approches d'évaluation multicritère (DCF, comparables boursiers, transactions comparables, analyse du cours et des objectifs de cours)

3. Rapport d'expertise

- réunions et entretiens téléphoniques (annexe 3)
- rédaction d'une lettre de mission et de propositions de lettres d'affirmation destinées au management de la Cible, de l'Initiateur et du Cédant
- rédaction de l'attestation d'équité
- administration et supervision de la mission

4. Rémunération de l'expert

Conformément à la lettre de mission, le montant des honoraires perçus par Ledouble SA dans le cadre de la présente mission s'établit à 100.000 € (hors taxes et frais de mission)

Annexe 2 : Calendrier de l'étude

- 8 novembre au 14 novembre 2010
 - Rencontres préalables avec le management de Stallergenes
 - Prise de connaissance et analyse de l'Opération
 - Lecture des communiqués de presse
 - Analyse du marché ainsi que du positionnement et de la stratégie de développement de Stallergenes
 - Désignation de l'expert par le Conseil d'administration de Stallergenes et présentation d'une lettre de mission
 - Exploitation des informations publiques disponibles
 - Examen de l'évolution du cours de bourse de Stallergenes
 - Analyse historique comptable et financière de Stallergenes
 - Rencontres avec le management de Stallergenes ainsi que des représentants d'Ares et de Wendel et leurs conseils respectifs
 - Revue des accords et de la structure de l'acquisition de la participation Stallergenes par Ares
 - Analyse du plan d'affaires en relation avec le management de Stallergenes
 - Demandes d'informations
- 15 novembre au 21 novembre 2010
 - Rencontres avec des représentants d'Ares et de ses conseils financiers
 - Analyse du plan d'affaires élaboré par Ares en présence de représentants de l'Initiateur et de ses conseils financiers
 - Exploitation des informations recueillies et mise en œuvre d'approches d'évaluation multicritères
 - Contacts avec l'établissement présentateur
 - Demandes d'informations complémentaires
 - Rédaction du projet de rapport d'expertise indépendante

- 22 novembre au 28 novembre 2010
 - Exploitation des éléments de valorisation de l'établissement présentateur et poursuite des travaux d'évaluation
 - Point d'étape avec le management de Stallergenes et visite du site industriel d'Antony
 - Levée des points en suspens
 - Actualisation des travaux en fonction des dernières informations disponibles
- 29 novembre au 5 décembre 2010
 - Analyse du projet de note d'informations d'Ares
 - Finalisation de la rédaction et diffusion du projet de rapport d'expertise indépendante
- 6 décembre au 12 décembre 2010
 - Finalisation et diffusion du texte des lettres d'affirmation
 - Présentation des conclusions de l'expert indépendant au Conseil d'administration de Stallergenes
 - Analyse du projet de note d'informations en réponse de Stallergenes
 - Finalisation du rapport d'expertise indépendante
 - Signature des lettres d'affirmation
- 13 décembre 2010

Diffusion du rapport d'expertise indépendante en vue du Conseil d'administration de Stallergenes entérinant l'Offre et de son insertion dans le projet de note d'informations en réponse à l'AMF

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble SA

Stallergenes

Christian Thiry	Directeur administratif et financier
Charlotte Rougié	Contrôleur financier groupe
Jean-Michel Rouault	Contrôleur de gestion industriel

Ares

Patrick Lee	<i>Partner</i>
Robert Watson	<i>Partner</i>

Wendel

David Darmon	Directeur Associé
Patrick Bendahan	Directeur d'investissement
Sébastien Willerval	Chargé des affaires juridiques

Deutsche Bank

Emmanuel Hasbanian	<i>Managing Director</i>
François Engel	<i>Director</i>
Nicolas Le-Ray	<i>Associate</i>
Antoine Thevenot	<i>Analyst</i>
Simon Elliot	<i>Vice President</i>

Moelis & Company UK

Benoît Renon	<i>Managing Director</i>
Swati Jayadevan	<i>Vice President</i>
Benjamin Taylor	<i>Analyst</i>

Hoche Société d'Avocats

Laurent Bensaïd	Avocat associé
-----------------	----------------

Skadden

Pierre Servan-Shreiber

Avocat, membre du Conseil de l'Ordre

Stéphane Heliot

Avocat

Gaillard Partners

Vincent Gaillard

Sullivan & Cromwell

Dominique Bompont

Avocat, Partner

Sonia Larsen

Avocat

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Accords conclus entre les parties en présence

Executed Offer Letter en date du 28 octobre 2010

Share Purchase Agreement en date du 10 novembre 2010

Projets de notes d'informations présentées à l'AMF

Projets de note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre publique d'achat portant sur les actions de la société Stallergenes initiée par Ares Life Sciences I Sarl présentée par Deutsche Bank

Projets de note d'informations en réponse

Documentation de l'Initiateur

Project Sigma – Business plan presentation en date du 17 novembre 2010

Project Sigma – Addendum I en date du 26 novembre 2010

Project Sigma – Addendum II en date du 29 novembre 2010

Documentation juridique de la Cible

Dossier Infogreffe⁸⁴ au 12 novembre 2010

Procès-verbaux des conseils d'administration (2008 à 2010)

Procès-verbaux des assemblées générales (2008 à 2010)

Procès-verbaux des réunions du comité d'entreprise du 20 septembre, 3 novembre et 10 novembre 2010

Documents issus de la *data room* :

Synthèse des contrats de distribution

Convention d'assistance Wendel et avenants

Synthèse des protocoles Actair et JC signés avec Shionogi

Highlights of proposed agreement with Shionogi for JC product

Highlights of proposed agreement with Shionogi for Actair product

List of the Stallergenes clinical trials

Investigator Brochure - Tablet of Grass Pollen Allergen Extract

⁸⁴ Statuts et extrait Kbis, rapport annuel 2009, état des inscriptions au greffe du Tribunal de commerce (privilèges et nantissements), certificat de redressement judiciaire.

Documentation financière de la Cible

Management meeting October 6th, 2010

Presentation Business Plan October 25th

Operating business plan :

- *Modélisations "Low case", "Price cut" et "High case" en date du 29 octobre 2010*
- *Modélisation "P&R Actair delay" en date du 26 novembre 2010*

Operating Business Plan 05-09 pour impairment

Impairment tests

Comparaison réel / budget pour les exercices 2008, 2009 et 2010

Documentation comptable de la Cible

Documents de référence et rapports financiers semestriels de 2002 à 2009

Reporting au 31 octobre 2010

Autre documentation fournie par la Cible

Etude Datamonitor « Pipeline and commercial insight : Allergic rhinitis »

Etude Goldman Sachs « Potential in allergy vaccines : Emerging alpha opportunities »

Documentation de Wendel

Etudes « Pharmaceuticals » (22 septembre 2010) et « Crucell / Intercell » (22 septembre 2009) - Exane BNP Paribas

Trends in Risks Associated With New Drug Development : Success Rates for Investigational Drugs (mars 2010) - Clinical pharmacology & Therapeutics

Travaux de l'établissement présentateur

Project Sigma – Valuation workshop – 17 November 2010

Project Sigma – Valuation workshop – 22 November 2010

Project Sigma – Valuation workshop – December 2010

Bases de données et documentation sectorielle

Thomson One Banker⁸⁵

Infinancials⁸⁶

⁸⁵ Notes de brokers, données financières.

⁸⁶ Données financières.

Informations en ligne

<http://www.stallergenes.fr>

<http://www.areslifesciences.com>

<http://amf-france.org>

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble SA

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des deux dernières années figurent en annexe 6. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Dominique LEDOUBLE (61 ans)

- HEC, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en droit
- Président de Ledouble SA
- Président de l'APEI
- A fondé Ledouble SA (anciennement CDL) en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro-Reydel
- Conduit régulièrement des missions d'expertise ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM

Olivier Cretté (46 ans)

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, DEA en sciences de gestion
- Associé
- Membre de l'APEI
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et des missions d'évaluation
- Chargé d'enseignement au CNAM et à l'IAE de Paris

Agnès Piniot (44 ans)

- MSTCF Université de Paris - Dauphine, expert-comptable et commissaire aux comptes
- Associée (revue indépendante)
- Intervient dans de nombreuses missions d'évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion
- Membre de l'APEI et de la commission Evaluation de la CNCC
- Membre de la Commission nationale des impôts

Laure Coutelle (39 ans)

- Diplômée d'Audencia et titulaire du Certificat d'aptitude aux fonctions de commissaire aux comptes
- Directeur de mission
- Intervient dans des missions de commissariat aux apports et à la fusion et des attestations d'équité

Nicolas Poupet (27 ans)

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Dauphine et Master II Finance à l'IAE de Paris
- Expert-comptable stagiaire
- Intervient dans des missions de commissariat aux apports et à la fusion et des attestations d'équité

Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA

Année	Société concernée	Etablissement présentateur
2010	Initiative & Finance Investissement	Rothschild & Cie Banque
2010	Sperian Protection	Lazard et Deutsche Bank
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logements	Société Générale et CA LYON
2009	L'Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi*	SGCIB
2009	Homair Vacances	Arkeon Finance
2008	Keyrus*	CA LYON
2008	Réponse	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate
2007	HF COMPANY*	Europe Offering
2007	TOUAX*	Société Générale
2007	XRT	BNP Paribas
2007	AuFeminin.com	BNP Paribas
2007	Cross Micropole	Oddo Corporate
2007	Lucia	BNP Paribas
2007	Buffalo grill	Rothschild et IXIS CB
2007	APEM	Société Générale
2006	Eurofins Scientific*	Europe Offering
2006	Airox	Société Générale
2006	Alain Afflelou	Lazard
2006	Camaïeu	Calyon
2006	Deveaux	BNP Paribas
2006	Elior	HSBC
2006	Société Foncière Lyonnaise	Calyon/UBS/Goldman Sachs
2006	Team Partners Group	Natexis Bleichroeder

*Options (BSAR / BSAAR)

Annexe 7 : Profil détaillé des sociétés comparables retenues

ALK-Abello A/S								
<i>Activité</i>								
ALK-Abelló est un laboratoire danois de recherche et développement spécialisé dans les traitements d'immunothérapie spécifique (ou désensibilisation), leader mondial avec Stallergenes et présent dans 25 pays. ALK-Abelló met à disposition du corps médical et des patients allergiques des produits destinés au diagnostic et au traitement de la rhino-conjonctivite et de l'asthme allergiques. Il propose un traitement qui provoque une réponse immunitaire protectrice ainsi qu'une prévention prolongée des symptômes, sous forme d'injections sous-cutanées ou de gouttes sublinguales et bientôt de comprimés pratiques pour le traitement à domicile. ALK-Abelló a récemment lancé le Grazax®, premier comprimé antiallergique à dissolution sublingual qui traite non seulement les symptômes de l'allergie aux graminées, mais aussi sa cause fondamentale. Il fonctionne comme un vaccin en provoquant une réponse immunitaire protectrice, qui réduit et arrête potentiellement la réponse allergique au pollen de graminées.								
<i>Chiffres clés du compte de résultat</i>								
Compte de résultat								
Million €	2007		2008		2009		31/03/2010	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	3m	%
Chiffre d'affaires	222,00	8,8%	240,00	8,1%	260,00	8,3%	74,85	N/C
EBIT DA	40,00	1076,0%	28,00	-30,0%	35,00	25,0%	18,24	N/C
EBIT	29,00	-491,9%	16,00	-44,8%	24,00	50,0%	15,29	N/C
Frais de R&D	43,30		43,90	1,4%	46,80	6,6%	11,67	N/C
Résultat Net	19,00	-495,8%	13,00	-31,6%	16,00	23,1%	10,06	N/C
<i>Source : site de la compagnie</i>								
<i>Source Banque de France</i> taux de change au 15 novembre 2010 1 euro = 7,45470 DKK								

Allergy Therapeutics Plc

Activité

Allergy Therapeutics Plc, basée en Angleterre, est une entreprise pharmaceutique spécialisée dans le traitement et la prévention des allergies.

L'entreprise est engagée dans le développement, la fabrication, la commercialisation et la vente d'une gamme de produits pharmaceutiques tels que des vaccins, conçus pour le traitement immunologique des maladies allergiques.

Son portefeuille de produits est composé de vaccins injectables et de médicaments à prendre par voie orale.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat									
Million €	2007		2008		2009		30/06/2010		
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	6m	%	
Chiffre d'affaires	30	9,0%	37	20,9%	44	21,6%	48	7,9%	
EBIT DA	- 30		17	-42,8%	4	-74,1%	3	240,0%	
EBIT	- 32	298,7%	18	-41,9%	7	-60,1%	2	-128,3%	
Frais de R&D	- 30	166,1%	19	-35,6%	6	-67,7%	3	-58,1%	
Résultat Net	- 27	274,0%	24	-12,5%	14	-42,3%	1	-105,1%	

Source : site de la compagnie

Source Banque de France

taux de change au 15 novembre 2010

1 Euro = 0,85100 £

AstraZeneca PLC

Activité

AstraZeneca est un groupe pharmaceutique d'origine suédo-britannique dont les activités principales sont la recherche, le développement, la fabrication et la commercialisation de produits pharmaceutiques, et l'approvisionnement des services associés, dans sept domaines thérapeutiques majeurs : l'anesthésiologie, la cardiologie, l'inféctiologie, la gastro-entérologie, l'oncologie, la neurologie et la pneumologie.

AstraZeneca commercialise notamment Oxeze® Turbuhaler®, un traitement indiqué en tant qu'agent antiasthmatique polyvalent, simplifiant le traitement des patients rapidement et en toute sécurité. Il ne masque pas les symptômes de l'asthme, mais maîtrise l'affection et réduit la fréquence des crises subséquentes.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Milliard €	2007		2008		2009		30/09/2010	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	9m	%
Chiffre d'affaires	21,72	11,7%	23,22	6,9%	24,10	3,8%	18,11	3,3%
EBIT DA	7,31		8,64	18,2%	10,01	15,9%	7,73	-0,1%
EBIT	5,95		6,72	12,9%	8,48	26,2%	6,67	-1,5%
Frais de R&D	- 3,79		- 3,80	0,3%	- 3,24	-14,7%	- 2,49	9,7%
Résultat Net	4,13		4,50	9,0%	5,54	23,1%	4,74	8,0%

Source : site de la compagnie

Source Banque de France

taux de change au 15 novembre 2010

1 euro = 1,3612 USD

Baxter International Inc.

Activité

Groupe pharmaceutique américain, Baxter International Inc. est l'un des leaders mondiaux des industries du médicament et des technologies médicales qui développe, fabrique et commercialise une ligne de produits, systèmes et services diversifiés qui permettent aux professionnels de la santé et à leurs patients de traiter divers troubles médicaux tels que l'hémophilie, les troubles immunitaires, le cancer, les maladies infectieuses, les maladies rénales, les traumatismes, et les autres maladies chroniques et aiguës.

Baxter travaille en partenariat avec, d'une part, l'Institut National Américain des Allergies et Maladies Infectieuses (National Institute of Allergy and Infectious Diseases, NIAID) et Fisher BioServices Inc., et, d'autre part, avec le département de santé américain et DVC LLC, une compagnie du groupe Computer Sciences Corporation Company, afin de développer des vaccins vero-cellulaires pandémiques et saisonniers contre la grippe H5N1. Les deux collaborations sont le résultat de contrats du Gouvernement Fédéral américain.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat								
Million €	2007		2008		2009		30/09/2010	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	9m	%
Chiffre d'affaires	8 274,3	8,5%	9 071	9,6%	9 229	1,7%	9 418	N/C
EBIT DA	2 071,0	16,7%	2 347	13,3%	2 582	10,0%	N/C	N/C
EBIT	1 592,7	17,8%	1 884	18,3%	2 114	12,2%	N/C	N/C
Frais de R&D	- 558,3	23,8%	- 638	14,2%	- 674	5,6%	N/C	N/C
Résultat Net	1 264,3	23,2%	1 488	17,7%	1 627,2	9,4%	N/C	N/C

Source : site de la compagnie

Source Banque de France

taux de change au 15 novembre 2010

1 euro = 1,3612 USD

Bayer AG

Activité

Bayer AG est un groupe chimique et pharmaceutique allemand, positionné à l'international sur les secteurs de la santé, de l'agrochimie et des matériaux hautes performances. Les activités du groupe sont divisées en trois segments : soins de santé, agrochimie, polymères et produits chimiques.

S'agissant des soins de santé, Bayer est impliqué dans la recherche, le développement et la fabrication de produits de santé familiale, d'auto surveillance et de soins du diabète et de santé animale.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Million €	2007		2008		2009		30/09/2010	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	9m	%
Chiffre d'affaires	32 385	11,8%	32 918	1,6%	31 168	-5,3%	26 076	11,9%
EBIT DA	5 866	25,5%	6 266	6,8%	5 815	-7,2%	4 855	3,4%
EBIT	3 154	14,2%	3 544	12,4%	3 006	-15,2%	2 758	4,5%
Frais de R&D	-2 578	12,2%	-2 653	2,9%	-2 746	3,5%	-2 240	11,3%
Résultat Net	4 711	179,9%	1 719	-63,5%	1 359	-20,9%	1 498	24,2%

Source : site de la compagnie

GlaxoSmithKline plc

Activité

Le groupe GlaxoSmithKline est l'un des leaders de la recherche dans le secteur de l'industrie pharmaceutique et des soins de santé. Cette entreprise britannico-américaine est engagée dans la création, la découverte, le développement, la fabrication ainsi que l'aspect marketing des produits pharmaceutiques, notamment des vaccins, des médicaments en vente sans ordonnance et des produits de consommation liés à la santé.

Ses produits pharmaceutiques majeurs comprennent des médicaments dans les zones thérapeutiques, tels que respiratoires, antiviraux, systèmes nerveux centraux, cardiovasculaires et urogénitaux, métaboliques, anti bactériens, cancérologiques, vomitifs, dermatologiques et vaccinaux.

Le groupe est organisé en deux branches d'activité : le laboratoire, présent dans une large gamme de domaines thérapeutiques (la neurologie, la pneumologie, le diabète, l'infection par le VIH,...), la vaccinologie, et la santé grand public (notamment santé bucco-dentaire et médicaments d'automédication).

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Milliard €	2007		2008		2009	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%
Chiffre d'affaires	26,70	-2,0%	28,70	7,5%	33,40	16,4%
EBIT DA						
EBIT	8,90	-3,0%	8,40	-5,6%	9,90	17,9%
Frais de R&D	- 3,90	-4,0%	- 4,30	10,3%	- 4,80	11,6%
Résultat Net	6,20	-4,0%	5,50	-11,3%	6,70	21,8%

Source : site de la compagnie

Source Banque de France :

taux de change au 15 novembre 2010

1 euro = 0,85100 £

1 euro = 1,3612 USD

Johnson & Johnson

Activité

Johnson & Johnson est engagé dans la recherche, le développement, la fabrication et la vente d'une large gamme de produits pharmaceutiques, matériel médical, produits d'hygiène, de santé et de cosmétiques et dans les prestations de services associés. L'entreprise est organisée en trois secteurs d'activité : la consommation, les dispositifs pharmaceutiques et médicaux et les diagnostics.

Cette entreprise américaine possède de nombreuses marques célèbres de médicaments et de fournitures de premier secours.

En mai 2010, des produits de Johnson & Johnson traitant les allergies, consommés par les enfants, ont été rappelés à cause de problèmes détectés avec le contrôle qualité et des usines sont fermées.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Milliard €	2007		2008		2009		30/09/2010	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	9m	%
Chiffre d'affaires	44,90	N/C	46,80	4,2%	45,50	-2,8%	46,00	N/C
EBIT DA	13,20	13,1%	14,00	6,1%	14,30	2,1%	N/C	N/C
EBIT	9,90	-7,3%	12,70	28,3%	11,90	-6,3%	13,10	N/C
Frais de R&D	- 5,64	N/C	- 5,57	-1,2%	- 5,13	-7,9%	N/C	N/C
Résultat Net	7,80	-4,1%	9,50	21,6%	9,00	-5,3%	N/C	N/C

Source : site de la compagnie

Source Banque de France

taux de change au 15 novembre 2010

1 euro = 1,3612 USD

Novartis AG

Activité

Novartis AG est un groupe pharmaceutique suisse, parmi les leaders mondiaux du secteur. Dédié à la santé, il intervient sur les secteurs des médicaments, de la santé des consommateurs, des génériques, des soins oculaires et de la santé animale.

Fin 2005, Novartis met sur les marchés européens un médicament capable de contrôler efficacement l'asthme de patients qui, malgré un traitement de fond maximal, continuent à présenter des symptômes fréquents et des exacerbations sévères. Sous le nom de Xolair®, ce nouveau traitement injectable doté d'un mécanisme d'action unique, est capable de contrôler efficacement l'asthme allergique persistant sévère. Il répond ainsi au besoin des patients dont l'asthme n'est souvent pas maîtrisable avec les traitements actuels. Xolair est indiqué en traitement additionnel pour améliorer le contrôle de l'asthme.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Milliard €	2007		2008		2009	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%
Chiffre d'affaires	27,97	5,5%	30,46	8,9%	35,52	16,6%
EBIT DA	7,08	N/C	8,55	20,7%	9,02	5,6%
EBIT	4,98	N/C	6,59	32,2%	7,33	11,4%
Frais de R&D	- 4,72	N/C	- 5,30	12,2%	- 5,51	3,9%
Résultat Net	4,80	N/C	6,00	24,8%	6,21	3,6%

Source : site de la compagnie

Source Banque de France

taux de change au 15 novembre 2010

1 euro = 1,3612 USD

Pfizer Inc.

Activité

Pfizer Inc est une entreprise biopharmaceutique américaine, leader mondial dans son secteur. Elle intervient dans la recherche, le développement, la fabrication et la commercialisation des médicaments sur ordonnance pour les hommes et les animaux, dans le monde entier. Elle utilise la science et ses ressources mondiales pour améliorer la santé et le bien-être à chaque étape de la vie.

Pfizer et UCB font la co-promotion de Zyrtec aux Etats-Unis qui est la seule prescription orale antihistaminique/décongestionnant, combinaison de médicaments approuvés pour traiter à la fois toute l'année et durant les saisons, des allergies d'intérieur et d'extérieur ainsi que la congestion nasale.

Zyrtec (cétirizine HCl) et Zyrtec-D 12 heures sont commercialisés, à travers le monde, par la société belge UCB SA et sous licence par Pfizer aux Etats-Unis et au Canada.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat

Million €	2007		2008		2009		30/09/2010	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	9m	%
Chiffre d'affaires	33 783	-0,3%	33 698	-0,3%	34 892	3,5%	36 910	N/C
EBIT DA	13 194	N/C	13 187	-0,1%	14 500	10,0%	17 800	N/C
EBIT	7 100	N/C	7 500	5,6%	8 900	18,7%	N/C	N/C
Frais de R&D	- 6 000	N/C	- 5 800	-3,3%	- 5 700	-1,7%	- 4 850	N/C
Résultat Net	5 983	N/C	5 954	-0,5%	6 344	6,6%	3 943	N/C

Source : site de la compagnie

Source Banque de France taux de change au 15 novembre 2010 1 euro = 1,3612 USD
--

Sanofi-Aventis

Activité

Sanofi-Aventis est un groupe pharmaceutique français présent sur les 5 continents. Les principales activités de Sanofi sont les produits pharmaceutiques et des vaccins pour les hommes. Sanofi est aussi présente dans les produits de santé pour animaux.

S'agissant de l'activité pharmaceutique, le groupe est concentré sur sept axes principaux : cardiovasculaire, thrombose, système nerveux central, oncologie, maladies métaboliques, médecine interne et vaccins. Il est présent sur les cinq continents.

En septembre 2006, UCB et Sanofi-Aventis ont conclu un accord pour le lancement et la co-promotion de Xyral® aux États-Unis. Ils possèdent une longue expérience du traitement des allergies et se sont engagés à faire progresser le traitement des patients allergiques et à apporter une réponse aux besoins encore non satisfaits des personnes souffrant d'allergies chroniques. Xyral®, antihistaminique prescrit sur ordonnance, se présente sous la forme de comprimés, pour le soulagement des symptômes associés aux rhinites allergiques saisonnières et annuelles, et pour le traitement des manifestations cutanées non compliquées de l'urticaire idiopathique chronique.

Chiffres clés du compte de résultat

Compte de résultat								
Milliard €	2007		2008		2009		30/06/2010	
Durée	12m	%	12m	%	12m	%	6m	%
Chiffre d'affaires	28,05	N/C	27,57	-1,7%	29,31	6,3%	15,17	4,3%
EBIT DA	6,11	N/C	6,46	5,7%	7,82	21,1%	4,31	2,1%
EBIT	5,91	N/C	4,39	-25,7%	6,37	44,9%	4,01	22,1%
Frais de R&D	- 4,54	N/C	- 4,58	0,8%	- 4,58	0,2%	- 2,19	-3,1%
Résultat Net	5,68	N/C	4,29	-24,5%	5,69	32,6%	3,57	24,4%

Source : site de la compagnie

Annexe 8 : Volatilité des sociétés comparables

Nous avons recalculé les volatilités annualisées des titres de sociétés comparables pour lesquelles l'information est disponible (cf. sites institutionnels des sociétés concernées et sites de la bourse sur lesquelles elles sont cotées) sur une période de 1 à 24 mois au 28 octobre 2010.

Les résultats sont présentés ci-après :

Novartis (Nyse New York)		
Période (mois)	Volatilité annualisée	Cours moyen pondéré (USD)
1	13,17%	58,60
3	13,64%	55,47
6	17,03%	52,24
12	15,81%	52,77
24	22,22%	48,57

Sanofi (Nyse Paris)		
Période (mois)	Volatilité annualisée	Cours moyen pondéré (EUR)
1	14,02%	49,54
3	14,26%	47,87
6	19,98%	48,39
12	17,88%	50,76
24	21,67%	47,94

Pfizer (Nyse New York)		
Période (mois)	Volatilité annualisée	Cours moyen pondéré (USD)
1	14,02%	49,54
3	14,26%	47,87
6	19,98%	48,39
12	17,88%	50,76
24	31,59%	46,72

GSK (London Stock Exchange)		
Période (mois)	Volatilité annualisée	Cours moyen pondéré (GBP)
1	15,50%	1282,99
3	14,56%	1244,65
6	16,67%	1200,32
12	15,12%	1229,13
24	19,23%	1169,1

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

A l'exception des accords décrits ci-dessous, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

6.1 Contrat d'Acquisition

Par courrier en date du 16 novembre 2010, l'AMF a été destinataire de clauses d'une convention visée à l'article L.233-11 du code de commerce concernant les actions de Stallergenes.

Le Groupe Wendel d'une part, et la société Ares Life Sciences I S.A.R.L. d'autre part, ont conclu, le 10 novembre 2010, le Contrat d'Acquisition portant sur l'acquisition par cette dernière de 6.081.496 actions Stallergenes, représentant environ 45,81% du capital de cette société, détenues indirectement par Wendel.

Aux termes de ce contrat, Ares Life Sciences I SARL a souscrit un engagement d'inaliénabilité du Bloc de Contrôle pour une période de douze mois courant à compter du 16 novembre 2010 (soit la date de réalisation définitive de la cession dudit Bloc de Contrôle).

En outre, le contrat fixe le prix de cession des 6.081.496 actions Stallergenes détenues par le Groupe Wendel à 59 € par action et ne prévoit aucun complément de prix au bénéfice du Groupe Wendel à raison des acquisitions de titres Stallergenes qui seraient faites ultérieurement par Ares Life Sciences I S.A.R.L.

6.2 Mécanisme de liquidité offert aux bénéficiaires des options de souscription d'actions et des actions gratuites

Il est rappelé que la Société a mis en place plusieurs programmes de souscription d'options d'actions et d'actions gratuites au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de la Société.

L'Initiateur n'ayant pas l'intention de procéder à une Offre de retrait et/ou à un retrait obligatoire et de solliciter la radiation des actions de la cote, aucun mécanisme de liquidité n'est prévu à ce jour. Si toutefois les actions de la Société venaient à être retirées de la cote ou si le marché des actions de la Société n'était pas suffisamment liquide, l'Initiateur mettrait en place, dans les meilleurs délais, un mécanisme approprié visant à assurer la liquidité des titres issus de l'exercice des options ou des attributions consenties.

7 INFORMATION DES SALARIES

Le Comité d'entreprise a été réuni les 3 et 10 novembre 2010, à la suite de l'annonce du projet de cession du Bloc de Contrôle en application des articles L.2323-6 et L.2323-19 du Code du travail.

Le 10 novembre 2010, le Comité d'entreprise a rendu à la majorité (4 voix pour et 2 voix contre) un avis favorable sur ledit projet. Conformément à l'article L.2323-23 du Code du travail, une réunion du Comité d'entreprise est prévue le 16 décembre 2010 afin que ce dernier prenne connaissance de la note d'information de l'Initiateur.

8. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

8.1 Structure et répartition du capital de Stallergenes

Au 30 novembre 2010, le capital social est fixé à treize millions deux cent soixante seize mille et quatre cent vingt cinq euros (13.276.425 €) divisé en 13 276 425 actions de un euro (1 €) de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie. Le nombre total des droits de vote d'établit à 13.257.934. La répartition du capital social de Stallergenes est la suivante :

Actionnaires	% des droits de votes	% du capital	Nombres d'actions détenues
Ares Life Sciences I S.A.R.L.	45,87%	45,81%	6.081.496
Administrateurs et dirigeants	1,39%	1,38%	183.792
Personnel (PEE)	2,48%	2,48%	329.155
Flottant	50,26%	50,19%	6.663.491
Total des actions ayant le droit de vote [A]			13.257.934
Actions auto-détenues sans droit de vote [B]	–	0,14%	18.491
Total des actions composant le capital social [A] + [B]			13.276.425
Total des actions pouvant être créées (options ou actions gratuites) [C]			465.131
Total des actions avec droit de vote composant le capital potentiel [A] + [C]			13.723.065

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portés à la connaissance de Stallergenes

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions Stallergenes.

Aucune convention n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce, à l'exception du Contrat d'Acquisition.

8.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Stallergenes dont elle a connaissance

Au cours de l'exercice 2010, la Société n'a été avisée d'aucun franchissement de seuil légal de détention de ses droits de vote, à l'exception des déclarations de franchissement de seuil effectuées par le Groupe Wendel et l'Initiateur à la suite de la cession du Bloc de Contrôle.

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

Néant.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel, à l'exception de ce qui concerne le fonds commun de placement d'entreprise dédié « Stallergenes actionnariat » dont le Conseil de surveillance exerce les droits de vote attachés aux titres inscrits à l'actif du FCPE et décide de l'apport des titres aux offres publiques. A l'issue de sa réunion du 13 janvier 2011, ledit Conseil de surveillance du FCPE Stallergenes prendra une décision s'agissant de l'apport des titres en sa possession à l'Offre.

8.6 Accords entre actionnaires dont Stallergenes a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société, à l'exception du Contrat d'Acquisition.

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et aux modifications des statuts de la Société

8.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration.

Lors de la réunion du 10 novembre 2010, le Conseil d'administration de la Société a pris acte des lettres de démission qui lui ont été remises par Messieurs David Darmon, Dirk-Jan Van Ommeren, Arnaud Fayet et par la Compagnie Financière de la Trinité dont le représentant permanent au Conseil est Monsieur Jean-Marc Janodet.

La démission desdits administrateurs était soumise à la condition suspensive de la réalisation effective de la cession du Bloc de Contrôle.

En conséquence de ces démissions, le Conseil d'administration avait prévu de procéder à la cooptation des administrateurs suivants : Madame Paola Ricci, Messieurs. Christian Chavy, Patrick Lee et Jacques Theurillat, proposés par Ares Life Sciences I S.A.R.L. Cette cooptation était soumise à la condition suspensive non rétroactive de la réalisation effective de la cession du Bloc de Contrôle et de la démission effective des administrateurs mentionnés ci-avant.

Dans la mesure où le règlement livraison de la cession du Bloc de Contrôle est intervenu le 16 novembre, ces cooptations sont devenues définitives à cette date.

Ces administrateurs exerceront leurs fonctions pour le temps qui reste à courir au mandat de leurs prédécesseurs, soit jusqu'à l'issue de l'Assemblée générale qui se réunira en 2014 pour statuer sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2013. Cette cooptation devra être ratifiée par la prochaine Assemblée générale de la Société.

En conséquence des démissions précitées la composition du Comité d'Audit et celle du Comité des Nominations et des Rémunérations a été modifiée.

8.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modifications des statuts.

8.8 Pouvoirs du conseil d'administration et du directeur général, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration disposait au 30 novembre 2010 des délégations suivantes :

Autorisations en vigueur				
Nature de l'autorisation	Date de l'AG	Durée (date d'expiration)	Montant maximum autorisé	Utilisation au 30 novembre 2010
Emission d'actions ou de valeurs donnant accès au capital avec D.P.S.	29 mai 2009	26 mois (28 juillet 2011)	Augmentation de capital : 2,5 M€ Emission de créances : 5,0 M€	Néant
Emission d'actions ou de valeurs donnant accès au capital sans D.P.S.	29 mai 2009	26 mois (28 juillet 2011)	Augmentation de capital : 2,0 M€ Emission de créances : 4,0 M€	Néant
Emission d'actions ou de valeurs donnant accès au capital en cas de demande excédentaire	29 mai 2009	26 mois (28 juillet 2011)	15% de l'émission initiale	Néant
Incorporation de réserves	29 mai 2009	26 mois (28 juillet 2011)	Montant global maximum des réserves, bénéfices, primes et/ou autres sommes dont la capitalisation est admise	Néant
Apport en nature	29 mai 2009	26 mois (28 juillet 2011)	10% du capital social	Néant
Placement privé réservé à des investisseurs qualifiés	29 mai 2009	26 mois (28 juillet 2011)	15% du capital social	Néant
Emission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservée aux salariés adhérents d'un PEE	29 mai 2009	26 mois (28 juillet 2011)	0,5% du capital social	Néant
Options de souscription d'actions	28 mai 2010	38 mois (26 juillet 2013)	60.000 options	41.000
Attributions gratuites	29 mai 2009	38 mois (28 juillet 2012)	25.000 actions	25.000
Attributions gratuites	28 mai 2010	38 mois (26 juillet 2013)	15.000 actions	Néant
Autorisation de rachat d'actions	29 mai 2009	18 mois (28 novembre 2010)	10% du capital social	Néant
Autorisation de rachat d'actions	28 mai 2010	38 mois (26 juillet 2013)	10% du capital social	Néant
Annulation d'actions	29 mai 2009	26 mois (28 juillet 2011)	10% par période de 24 mois	Néant

8.9 Accords, contrats, protocoles entre la Société, les administrateurs ou les dirigeants

8.9.1 Actions et autres valeurs mobilières détenues par les administrateurs et les dirigeants

Le présent tableau indique le nombre d'actions, d'options de souscription ou d'achat d'actions et d'actions gratuites détenues au 30 novembre 2010 par les mandataires sociaux :

Mandataire social	Nombre d'actions	Nombre d'options de souscription d'achat	Nombre d'actions attribuées gratuitement
Albert Saporta	63.658	92.342	-
Louis Champion	101.576	24.433	-
Michel Dubois	18.542	-	-

Au 30 novembre 2010, aucun administrateur ne détient, à titre personnel, de participation dans une des sociétés filiales de Stallergenes.

8.9.2 Rémunération et avantages des dirigeants et administrateurs

Au cours de l'exercice 2009, le montant global des rémunérations brutes perçues par les membres du Conseil d'administration de la Société s'est élevé à € 883.000.

i. Administrateurs

La Société a versé au 31 décembre 2009, 90.000 jetons de présence aux membres non mandataires sociaux du Conseil d'administration. Les jetons de présence sont répartis pour moitié au prorata des présences aux séances du Conseil d'administration. Les membres du Comité d'Audit et du Comité des Nominations disposent d'une rémunération fixe supplémentaire à ce titre.

Les règles d'allocation des jetons de présence sont décrites en page 86 du document de référence de la Société déposé le 30 avril 2010 auprès de l'AMF (le « **Document de Référence** »).

ii. Dirigeants

- Président Directeur Général

La rémunération fixe de Monsieur Albert Saporta, tous mandat, jetons de présence et avantages en nature compris, au titre de l'année 2009 est de 359.000 euros et la part variable, versée en 2010 au titre de l'année 2009, est de 167.000 euros.

- Administrateur, Directeur Général salarié

La rémunération et les avantages perçus par Monsieur Louis Champion sont détaillés en pages 63 et suivantes du Document de Référence.

- Administrateur, Conseiller Stratégique salarié à temps partiel

La rémunération et les avantages perçus par Monsieur Michel Dubois sont détaillés en pages 63 et suivantes du Document de Référence.

8.10 Accords conclus par Stallergenes qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Stallergenes, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par Stallergenes pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une Offre

Lors de la réunion du 15 octobre 2010 et dans le cadre de la mise en conformité de la Société avec les recommandations AFEF-MEDEF, le Conseil d'administration a décidé, sur recommandation du Comité des rémunérations, d'accorder à Monsieur Albert Saporta une indemnité conventionnelle de départ ou de rupture.

Cette indemnité a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 21 octobre 2010.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document relatif aux informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Par ailleurs, figurent ci-après des éléments de mise à jour d'information que la Société souhaite porter à la connaissance du public à la date de la présente note d'information en réponse :

Oralair®

Les résultats de la quatrième année de l'étude clinique long terme de phase III ((VO53.06) d'Oralair®, comprimé d'immunothérapie allergénique sublinguale dans la rhino-conjonctivite aux pollens de graminées, démontrent que l'efficacité d'Oralair est maintenue un an après l'arrêt du traitement. Ces résultats permettront le dépôt d'une demande d'extension de l'indication à l'effet long terme en procédure européenne de reconnaissance mutuelle (MRP). Conformément aux recommandations d'un comité d'experts indépendants (Data Safety Monitoring Board), l'étude clinique se poursuivra en 2011, afin d'évaluer l'effet de rémanence à l'issue de deux années sans traitement.

Actair®

Après concertation avec le PEI (agence allemande de réglementation des produits biologiques), Stallergenes confirme que le dossier de demande d'autorisation de commercialisation d'Actair®, comprimé d'immunothérapie allergénique sublinguale dans la rhinite allergique aux acariens, sera déposé en Allemagne au premier trimestre de l'année 2011. Ce dossier, qui sera complété des résultats de l'étude pédiatrique de phase III connus au cours du 1^{er} semestre 2011, pourrait permettre l'obtention de l'autorisation de commercialisation en Allemagne fin 2012 et dans les autres pays européens fin 2013.

Perspectives pour 2010 et 2011

Le niveau d'activité à la fin du mois de novembre 2010 permet de confirmer l'objectif d'une croissance supérieure à 10% sur l'ensemble de l'année, ainsi que d'une forte progression des résultats en raison d'une stabilisation de l'effort de R&D sur l'année et des revenus perçus suite à la conclusion de l'accord de partenariat au Japon avec Shionogi & Co., Ltd.

Stallergenes anticipe toutefois un ralentissement de la croissance en 2011 en raison de la faiblesse de la saison pollinique 2010 des graminées et des arbres, de la prise en compte en année pleine du rabais réglementaire de -10% en Allemagne applicable depuis le mois d'août dernier, et de l'augmentation de la pression concurrentielle en France. La conjonction de ces facteurs conduit à envisager pour l'année 2011 un taux de croissance de l'activité compris entre 5 et 7%. La bonne

gestion de l'effort de R&D dans le cadre du partenariat avec le Japon devrait néanmoins permettre le maintien du taux de marge opérationnelle à un niveau proche de 20%.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

« A ma connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Monsieur Albert SAPORTA
Président Directeur Général