

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

visant les titres de la société

NOVAGALI
P H A R M A

initiée par la société

Santen

présentée par



PROJET DE NOTE D'INFORMATION DE LA SOCIÉTÉ SANTEN PHARMACEUTICAL CO., LTD.

TERMES DE L'OFFRE

6,15 euros par action Novagali

4,03 euros par BSA 2014

2,75 euros par BSA 2019

Si, à la date du règlement-livraison de l'Offre, Santen détient, seul ou de concert, un nombre d'actions Novagali (y compris des actions reçues sur exercice de bons (y compris de BSA 2019)) représentant un pourcentage du capital social et des droits de vote de Novagali lui permettant de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions non apportées de Novagali en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), Santen versera un complément de prix de 0,10 euro par action Novagali apportée à l'Offre.

DUREE DE L'OFFRE

10 jours de négociation. Le calendrier de l'Offre sera fixé par l'Autorité des marchés financiers.



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'AMF le 9 novembre 2011, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF.

**L'OFFRE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION RESTENT SOUMIS A
L'EXAMEN DE L'AMF.**

AVIS IMPORTANT

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions de Novagali si les actions non présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Novagali.

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Santen (www.santen.com) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Santen Pharmaceutical, Co. Ltd.
9-19, Shimoshinjo 3-chome,
Higashiyodogawa-ku,
Osaka 533-8651
Japon

Goldman Sachs International
c/o Goldman Sachs Paris Inc. et Cie
2, rue de Thann
75017 Paris
France

BNP Paribas Securities Services
Corporate Trust Services
Services Actionnaires
Grands Moulins de Pantin
9, rue du Débarcadère
93500 Pantin
France

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront mises à disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre et selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIÈRES

1	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	5
1.1	Contexte de l'Offre.....	6
1.2	Motifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir.....	8
1.2.1	Motifs de l'Offre	8
1.2.2	Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir	10
1.3	Autres accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	13
2	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE.....	13
2.1	Nombre et nature des Titres visés par l'Offre.....	14
2.2	Termes de l'Offre	15
2.3	Ajustements des termes de l'Offre	15
2.3.1	Ajustement à la hausse des termes de l'Offre	15
2.3.2	Ajustement à la baisse des termes de l'Offre	15
2.4	Conditions de l'Offre.....	15
2.5	Traitement des attributaires d'Actions Gratuites et des porteurs de Bons	16
2.6	Procédure d'apport à l'Offre.....	16
2.6.1	Procédure d'apport des Actions à l'Offre.....	16
2.6.2	Procédure d'apport des BSA à l'Offre	17
2.6.3	Centralisation des ordres	17
2.7	Calendrier indicatif de l'Offre	17
2.8	Extension de la période d'Offre.....	17
2.9	Coût et financement de l'Offre	17
2.9.1	Coût de l'Offre	17
2.9.2	Financement de l'Offre	18
2.10	Rémunération des intermédiaires – Prise en charge des frais.....	18
2.11	Restrictions concernant l'Offre en dehors de France.....	18
2.12	Régime fiscal de l'Offre	18
2.12.1	Personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions caractérisant une activité professionnelle	19
2.12.2	Personnes morales assujetties en France à l'impôt sur les sociétés.....	20
2.12.3	Autres porteurs de Titres résidents fiscaux français	21
2.12.4	Non-résidents fiscaux de France	21
3	ELEMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE	22
3.1	Méthodes d'évaluation retenues	22
3.1.1	Données financières servant de base à l'évaluation	22

3.1.2	Acquisition d'une participation majoritaire par Santen.....	22
3.1.3	Analyse du cours de bourse.....	23
3.1.4	Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles probabilisés	24
3.1.5	Analyse des niveaux de prime relevés sur des transactions comparables	26
3.2	Méthodes d'évaluation écartées.....	28
3.2.1	Valeur comptable des capitaux propres.....	28
3.2.2	Actif net comptable	28
3.2.3	Méthode de l'actualisation des dividendes.....	28
3.2.4	Analyse de sociétés comparables	28
3.2.5	Analyse de transactions comparables.....	28
3.2.6	Objectif de cours des analystes	28
3.3	Synthèse des éléments d'appréciation de l'Offre par Action Novagali	29
3.4	Appréciation des prix et montants d'indemnisation offerts pour les Bons	29
3.4.1	Appréciation du prix offert pour les BSA 2019	29
3.4.2	Appréciation du prix offert pour les BSA 2014 et des montants d'indemnisation offerts pour les BCE 30	
4	AVIS DES ORGANES SOCIAUX DE L'INITIATEUR	32
5	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION	32
5.1	Pour l'Initiateur	32
5.2	Pour l'établissement présentateur	32

1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 233-1, alinéa 2°, et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Santen Pharmaceutical, Co. Ltd., une société anonyme de droit japonais dont le siège est situé 9-19, Shimoshinjo 3-chome, Higashiyodogawa-ku, Osaka 533-8651, Japon (l'« **Initiateur** » ou « **Santen** »), offre aux porteurs d'Actions et de BSA (tels que ces termes sont définis ci-après) émis par Novagali Pharma S.A., une société anonyme à directoire et conseil de surveillance, dont le siège social est situé 1, rue Pierre Fontaine, Bâtiment Genavenir, 91000 Evry, France, et enregistrée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés d'Evry sous le numéro 432 584 225 (ci-après, « **Novagali** » ou la « **Société** »), d'acquérir aux termes et conditions stipulés ci-après (l'« **Offre** ») :

- (a) toutes les actions émises par la Société ainsi que les actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des Bons (tels que définis ci-dessous) ou des Actions Gratuites (telles que définies à la Section 2.1) (les « **Actions** »), soit, à la connaissance de l'Initiateur et après prise en compte du nombre d'Actions qu'il détient déjà, un nombre maximum de 8.738.241 Actions¹, étant précisé que les Actions sont admises aux négociations sur le marché Eurolist (Compartiment C) de NYSE Euronext Paris S.A. (« **NYSE Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010915553 – NOVA ; et
- (b) tous les bons de souscription d'actions émis par la Société qui sont en circulation (les « **BSA** »), soit, à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 19.730 BSA, à savoir :
 - (i) les 700 bons de souscription d'actions expirant le 28 juin 2014 qui sont en circulation (les « **BSA 2014** ») ; et
 - (ii) les 19.030 bons de souscription d'actions expirant le 3 février 2019 qui sont en circulation (les « **BSA 2019** »).

Les Actions et les BSA sont ci-après désignés ensemble les « **Titres** ».

L'Offre ne porte pas sur les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise émis par la Société (tels que décrits ci-après, les « **BCE** »), qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article 163 bis G II du Code général des impôts :

- (i) les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise expirant le 26 mars 2012 qui sont en circulation (les « **BCE Mars 2012** ») ;
- (ii) les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise expirant le 29 mai 2012 qui sont en circulation (les « **BCE Mai 2012** ») ;
- (iii) les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise expirant le 14 juin 2012 qui sont en circulation (les « **BCE Juin 2012** ») ;
- (iv) les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise expirant le 27 mars 2014 qui sont en circulation (les « **BCE 2014** ») ;
- (v) les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise expirant le 26 mars 2015 qui sont en circulation (les « **BCE Mars 2015** ») ; et

¹ Nombre maximum d'Actions calculé sur une base totalement diluée (incluant les Actions émises, les Actions auto-détenues, les Actions Gratuites (telles que définies ci-dessous) et les Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des Bons (tels que définis ci-dessous)) mais excluant les 8.243.347 actions de Novagali détenues par Santen à la date des présentes. (Source : Novagali)

- (vi) les bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise expirant le 29 mai 2015 qui sont en circulation (les « **BCE Mai 2015** »).

Les BCE et les BSA sont ci-après désignés ensemble les « **Bons** ».

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le 9 novembre 2011, Goldman Sachs International a déposé, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, l'Offre et le présent projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Goldman Sachs International garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

1.1 Contexte de l'Offre

A l'issue d'une série d'échanges initiés par Santen au cours desquels les représentants de Santen et de Novagali ont discuté de l'éventualité d'un rapprochement et évalué l'intérêt stratégique et les modalités d'une telle opération et, à la suite de l'audit réalisé par Santen sur Novagali, Santen a communiqué, le 5 septembre 2011, une expression d'intérêt dénuée de toute force obligatoire, concernant l'acquisition hors marché d'un bloc d'actions représentant plus de 50% du capital et des droits de vote de Novagali suivie, conformément aux dispositions des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, d'une offre publique d'achat obligatoire visant les actions de Novagali détenues par les actionnaires minoritaires.

Dans le cadre des discussions relatives au projet d'acquisition, Santen a négocié les termes et conditions d'un contrat d'achat d'actions intitulé *Share Purchase Agreement* (le « **Contrat d'Achat d'Actions** ») aux termes duquel Santen achèterait hors marché (l'« **Acquisition Hors Marché** ») auprès des actionnaires suivants (les « **Actionnaires Cédants** ») un total de 8.243.347 Actions représentant 50,55% du capital social émis de Novagali au jour de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché :

Actionnaires Cédants	Nombre d'Actions Cédées	% du Capital Social²
Edmond de Rothschild Investment Partners (*)	2.543.875 Actions	15,60%
Auriga Partners (*)	2.229.784 Actions	13,67%
Idinvest Partners (*)	1.872.323 Actions	11,48%
CDC Innovation (*)	1.191.908 Actions	7,31%
M. Bernard Chauvin	344.917 Actions	2,11%
M. Alain Munoz	27.248 Actions	0,17%
M. Jérôme Martinez	26.212 Actions	0,16%
M. George Lasezkay	7.080 Actions	0,04%

(*) agissant en qualité de société de gestion de certains fonds

² Calculé sur la base du capital social de la Société émis au jour de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, soit après prise en compte des Actions reçues par Messieurs Alain Munoz et George Lasezkay à raison de l'exercice de BSA 2019. (Voir ci-dessous pour plus de détails.)

Le Contrat d'Achat d'Actions stipulait des conditions de prix similaires à celles de la présente Offre, soit un prix de 6,15 euros par Action payable au jour de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché et un complément de prix de 0,10 euro par Action qui sera payé aux Actionnaires Cédants si, à la date de règlement-livraison de la présente Offre (incluant toute extension), le nombre d'Actions non-détenues par Santen ne représente pas plus de 5% du capital social ou des droits de vote de Novagali.

Aux termes du Contrat d'Achat d'Actions, les Actionnaires Cédants ont pris un certain nombre d'engagements, au titre desquels (i) Edmond de Rothschild Investment Partners, Auriga Partners, Kurma Life Sciences Partners, M. Bernard Chauvin et M. Alain Munoz se sont engagés à démissionner de leur mandat de membre du conseil de surveillance de la Société, (ii) CDC Innovation s'est engagé à démissionner de son mandat de censeur au sein du conseil de surveillance de la Société, (iii) les Actionnaires Cédants membres du conseil de surveillance de la Société se sont engagés à voter en faveur de la nomination de MM. Jyrki Liljeroos, Naoya Karube et Kazuo Koshiji en qualité de nouveaux membres du conseil de surveillance de la Société à compter de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché et (iv) M. George Lasezkay s'est engagé à voter en faveur de la nomination de M. Yasuhiro Yotsumoto comme membre du Directoire de Novagali.

Aux termes du Contrat d'Achat d'Actions, Novagali s'est également engagé à ne pas apporter à l'Offre (y compris en cas d'extension de l'Offre) ses Actions auto-détenues.

Le 26 septembre 2011, Novagali a reçu de Bryan, Garnier and Co Limited une lettre aux termes de laquelle Bryan, Garnier and Co Limited renonçait, irrévocablement et sans condition, à se prévaloir du bénéfice des engagements de conservation souscrits par certains actionnaires de la Société dans l'hypothèse où une opération portant sur l'acquisition de plus de 50% du capital et des droits de vote de Novagali à un prix par action au moins égal à 6,15 euros par action serait réalisée avant le 31 décembre 2011.

Le 27 septembre 2011, le conseil d'administration de Santen a approuvé la signature du Contrat d'Achat d'Actions et le dépôt d'une offre publique obligatoire amicale visant les actions et les autres titres émis par Novagali et en a informé Novagali. Le même jour, le conseil de surveillance de Novagali s'est réuni et, après avoir obtenu l'avis favorable du comité des membres indépendants sur les termes et conditions de l'offre de Santen, a autorisé la signature du Contrat d'Achat d'Actions et a favorablement accueilli l'Offre. Lors de cette même réunion, le conseil de surveillance de Novagali a nommé le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, représenté par MM. Patrick Abensour et Jean-Louis Brun d'Arre, en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »). Plus tard dans la journée du 27 septembre 2011, Santen, Novagali et les Actionnaires Cédants ont signé le Contrat d'Achat d'Actions.

Le 28 septembre 2011, Santen, Novagali et les Actionnaires Cédants ont diffusé un communiqué de presse conjoint annonçant la signature du Contrat d'Achat d'Actions, ainsi que l'offre publique d'achat obligatoire en résultant conformément aux dispositions de l'article 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux stipulations du Contrat d'Achat d'Actions et à la décision du conseil de surveillance de la Société, le Directoire de la Société a autorisé l'accélération de la période d'exercice de deux tiers des 53.358 BSA 2019 en circulation, dont les conditions de performance étaient satisfaites au regard du Prix par Action (tel que défini ci-après) proposé par Santen. Ainsi, le 30 septembre 2011, MM. Alain Munoz et George Lasezkay ont exercé, respectivement, 27.248 BSA 2019 et 7.080 BSA 2019 (soit les deux tiers des BSA 2019 qu'ils détenaient) et ont reçu, respectivement, 27.248 Actions et 7.080 Actions de la Société.

Le 11 octobre 2011, lors de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, Santen a acquis la propriété de 8.243.347 Actions auprès des Actionnaires Cédants pour un prix total de 50.696.584,05 euros. A la même date, conformément aux stipulations du Contrat d'Achat d'Actions, Edmond de Rothschild

Investment Partners, Auriga Partners, Kurma Life Sciences Partners, CDC Innovation, M. Bernard Chauvin et M. Alain Munoz ont démissionné de leur mandat de membre du conseil de surveillance de la Société et le conseil de surveillance de Novagali a autorisé (i) la cooptation de MM. Jyrki Liljeroos, Naoya Karube et Kazuo Koshiji en qualité de nouveaux membres du conseil de surveillance de la Société, (ii) la nomination de M. Naoya Karube en qualité de vice-président du conseil de surveillance de la Société et (iii) la nomination de M. Yasuhiro Yotsumoto en qualité de membre du directoire de la Société.

Le 13 octobre 2011, Santen a envoyé à Novagali et à l'AMF les déclarations de franchissement de seuils requises par l'article L. 233-7 du Code de commerce et par l'article 11 des statuts de Novagali.

Le 30 octobre 2011, Santen a confirmé son accord pour que la Société rende cessibles les BSA 2019 et constate que la condition de performance prévue par le Plan BSA 2019 pour le troisième tiers des BSA 2019 est satisfaite à son niveau maximum ; chaque bénéficiaire ayant en conséquence le droit d'exercer le nombre maximum de BSA 2019 auquel il peut prétendre au titre du troisième tiers des BSA 2019.

C'est dans ce contexte, et conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF que, le 9 novembre 2011, Goldman Sachs International a déposé pour le compte de Santen une offre publique d'achat simplifiée portant sur les Titres de Novagali.

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.2.1 Motifs de l'Offre

Le rapprochement de Santen et de Novagali doit permettre la création d'un des leaders mondiaux dans le secteur de l'ophtalmologie. En particulier, en apportant à Santen (i) de nouveaux produits attractifs s'ajoutant à son portefeuille de produits commercialisés et en cours de développement, (ii) une présence mondiale accrue, (iii) des capacités novatrices et de pointe en matière de recherche et de développement et (iv) une équipe de direction diversifiée et expérimentée, ce rapprochement permettra à Santen de mieux servir les patients dans le monde et de créer de la valeur pour ses actionnaires, ce qui participera à la réalisation de sa stratégie à long-terme de devenir l'un des leaders sur le marché mondial des traitements ophtalmiques délivrés sur ordonnance d'ici l'an 2020.

1.2.1.1 *Amélioration de la capacité d'élaboration de nouveaux produits à l'aide des technologies de Novagali*

Grâce à l'acquisition de Novagali, Santen disposera d'un panel élargi de technologies constituant un avantage sur ses concurrents sur le marché mondial de l'ophtalmologie.

Santen est activement engagé dans la recherche pour compte propre et travaille également en partenariat avec des entreprises de pointe à cet effet. Santen fonctionne en réseau dans le cadre de sa recherche pour formuler de nouveaux produits, ce qui lui permet de bénéficier simultanément de son expérience et de ses technologies propres ainsi que de technologies de pointe développées par des partenaires afin de tirer profit de nouveaux composés à l'efficacité reconnue.

Novagali possède des plateformes technologiques couvertes par vingt-huit familles de brevets. La technologie Novasorb[®] est une plateforme d'émulsions cationiques fondée sur l'attraction électrostatique entre les cellules de la surface oculaire chargées négativement et les gouttelettes lipidiques de l'émulsion chargées positivement. Novasorb[®] permet ainsi d'améliorer la solubilité et l'absorption des principes médicamenteux lipophiles, d'augmenter leur biodisponibilité, tout en réduisant le nombre d'instillations afin d'améliorer l'efficacité et l'observance des traitements.

Eyeject[®] est une plateforme technologique permettant l'injection intra- et péri-oculaire de principes médicamenteux non solubles dans l'eau. Sans solvant organique, extrêmement fluides, les

formulations peuvent être administrées avec les aiguilles les plus fines et sans qu'aucune intervention chirurgicale soit nécessaire, ce qui permet d'améliorer la sécurité et le mode d'application.

En appliquant les technologies Novagali à ses composés en cours de développement et à ses produits existant, Santen prévoit de réaliser des synergies liées au développement de nouvelles formulations pour ses composés en cours de développement ainsi qu'à la prolongation de la durée de vie de ses produits existant.

1.2.1.2 Renforcement du portefeuille de produits en cours de développement avec l'intégration de Cyclokot® et des autres produits en cours de développement de Novagali

Grâce aux produits de Novagali à des stades avancés de développement clinique, tels que Cyclokot®, le plus avancé des produits en cours de développement par Novagali, Santen détiendra un portefeuille de produits en cours de développement de tout premier plan au sein de l'industrie ophtalmologique. Dans un contexte où Santen s'efforce de créer des traitements performants délivrés sur ordonnance afin de répondre aux besoins des patients dans le monde, l'acquisition de Novagali permettra d'accéder au marché des traitements du syndrome de l'œil sec dans ses formes sévères.

Alors que le nombre de personnes atteintes du syndrome de l'œil sec s'accroît dans le monde, les traitements efficaces de cette condition demeurent limités. Seuls quelques produits sont actuellement disponibles, tels que Hyalein et Diquas, et d'autres traitements sont en phase de développement, notamment chez Santen. En Europe en particulier, compte tenu du fait qu'aucun médicament délivré sur ordonnance n'est commercialisé et qu'environ un million de patients souffrant du syndrome de l'œil sec dans ses formes modérées à sévères n'est pas stabilisé par les traitements actuellement disponibles, Cyclokot® pourrait devenir le premier médicament délivré sur ordonnance à être disponible sur ce marché.

Vekacia® est un produit destiné au traitement d'une allergie sévère de l'enfant, la Keratoconjunctivite vernale, actuellement en phase III de développement clinique.

Outre Cyclokot® et Vekacia®, l'acquisition de Novagali permettra à Santen d'acquérir de nombreux produits au début de leur phase de développement et de s'assurer d'un flux continu de nouveaux produits en développement et de nouveaux produits commercialisés. Ceci devrait également permettre la croissance régulière de Santen au sein de l'industrie pharmaceutique.

Compte tenu du cycle de développement des produits pharmaceutiques, les principaux profits attendus de l'acquisition de Novagali pourraient, grâce au chiffre d'affaires généré par les ventes de Cationorm® et, s'ils reçoivent les autorisations administratives nécessaires, par les ventes de Cyclokot® et des autres produits en cours de développement, dépasser de manière significative la contribution relative que font apparaître les poids respectifs de chaque groupe en termes de capitalisation boursière à l'heure actuelle soit 2.626 millions d'euros pour Santen et 58 millions d'euros pour Novagali (dans les deux cas, au 27 septembre 2011).

1.2.1.3 Extension de la présence géographique mondiale de Santen, notamment en Europe

Avec 35,8% de part de marché, Santen est le leader sur le marché japonais des traitements ophtalmiques délivrés sur ordonnance. Avec l'intégration de Novagali en France, Santen va étendre sa présence mondiale (notamment en Europe) et augmenter le nombre de salariés du groupe Santen proche du chiffre symbolique de 3.000 salariés sur une base consolidée. Historiquement, Santen a cherché à se développer en Europe en augmentant régulièrement sa présence dans les pays européens développés et en multipliant ses plateformes de vente et de commercialisation dans les marchés émergents limitrophes en Europe de l'Est et en Russie.

Depuis 2008, Novagali commercialise Cationorm®, un produit pour le traitement des symptômes de l'œil sec, dans différents pays européens (France, Italie, Portugal), au Moyen Orient, en Afrique du

Nord et en Asie du Sud-est. A cette fin, Novagali a développé un réseau de distribution performant sur ces différents territoires.

Santen a l'intention d'étendre la commercialisation de Cationorm® dans des pays où la Société n'est pas présente et de faire de Novagali une de ses principales plateformes en Europe au côté de ses filiales européennes existantes (Santen Oy en Finlande, SantenPharma AB en Suède et Santen GmbH en Allemagne). Santen prévoit que l'expertise de Novagali en Europe facilitera la réalisation de l'un de ses objectifs stratégiques à moyen terme, à savoir « *avoir une croissance forte en renforçant ses plateformes de commercialisation en Asie et en Europe* ».

1.2.1.4 Une équipe de direction diversifiée et expérimentée

L'un des objectifs stratégiques de Santen dans son plan de gestion à moyen terme est de « *développer des talents et des capacités organisationnelles afin de promouvoir « la création et l'innovation » à un niveau mondial.* » Au vu des succès passés des salariés de Novagali, ce qui inclut le développement remarquable de Novagali depuis sa création, la commercialisation d'un premier produit en 2008 ainsi que l'introduction en bourse réussie en juillet 2010, Santen n'a pas de doute sur sa capacité à accueillir les salariés et l'équipe dirigeante de Novagali au sein de son groupe et à coopérer avec eux afin de réaliser cet objectif.

1.2.2 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

(a) Stratégie et politique industrielle

A l'issue de l'Offre, Santen entend maintenir Novagali en tant qu'entité autonome au sein du groupe Santen.

L'objectif de Santen est de faire bénéficier au groupe combiné des technologies de pointe et du portefeuille de produits commercialisés et en cours de développement de Novagali ainsi que de sa plateforme solide en Europe afin de faire du groupe un des leaders mondiaux dans le domaine de l'ophtalmologie. Le groupe issu du rapprochement poursuivra la stratégie de croissance d'ores et déjà engagée par Santen et Novagali dans leurs domaines respectifs, dans un esprit d'entière collaboration et en allouant les ressources managériales et financières entre les deux entités de la manière la plus appropriée afin d'améliorer les technologies et les produits dans l'intérêt des patients à travers le monde.

La stratégie sera établie en fonction des succès et des plans des deux groupes, en cherchant toujours à les développer, notamment en proposant des produits toujours plus innovants, toujours plus bénéfiques pour les patients et respectueux de l'environnement. Par ailleurs, il est prévu que Santen et Novagali s'ouvrent à de nouveaux marchés.

A l'issue de l'Offre, Santen n'envisage pas de devoir procéder à des restructurations significatives des deux groupes afin de s'assurer que les produits de pointe de Novagali, tels que Cyclokat® et Cationorm®, seront commercialisés avec succès. Par ailleurs, Santen a l'intention de mettre à la disposition de Novagali les ressources nécessaires au développement et à la commercialisation des produits phares de Novagali. Les deux sociétés envisagent également de collaborer en matière de recherche et développement et de commercialisation des produits en maximisant les bénéfices pouvant être retirés de cette collaboration.

Le nouveau groupe continuera d'appliquer les standards les plus exigeants en matière éthique, sociale et environnementale déjà en vigueur chez Santen et Novagali et de donner la priorité au développement durable dans un esprit d'amélioration constante.

(b) Composition des organes sociaux et de direction de Novagali

A l'issue de l'Offre, la composition du conseil de surveillance de Novagali sera revue afin de refléter la nouvelle structure de son actionnariat.

Tel que décrit plus en détail à la Section 1.1, au jour de réalisation de l'Acquisition Hors Marché, le 11 octobre 2011, conformément aux stipulations du Contrat d'Achat d'Actions, Edmond de Rothschild Investment Partners, Auriga Partners, Kurma Life Sciences Partners, CDC Innovation, M. Bernard Chauvin et M. Alain Munoz ont démissionné de leur mandat de membre du conseil de surveillance de la Société et le conseil de surveillance de Novagali a autorisé (i) la cooptation de MM. Jyrki Liljeroos, Naoya Karube et Kazuo Koshiji en qualité de nouveaux membres du conseil de surveillance de la Société, (ii) la nomination de M. Naoya Karube en qualité de vice-président du conseil de surveillance de la Société et (iii) la nomination de M. Yasuhiro Yotsumoto en qualité de membre du directoire de la Société.

En outre, l'organisation du Directoire de Novagali fera l'objet d'une revue détaillée par l'Initiateur à l'issue de l'Offre, afin que le meilleur processus de décision soit mis en place au niveau de Novagali dans le cadre plus global du processus décisionnel du groupe Santen.

(c) Orientations en matière d'emploi

Santen et Novagali placent les hommes et les femmes au cœur de leurs valeurs et de leur politique en matière de développement durable et partagent le même but de traiter leurs salariés de façon équitable et de leur offrir des conditions de travail conformes aux meilleurs standards, notamment en matière de santé et de sécurité.

L'objectif de Santen est de s'appuyer sur les équipes en place afin de poursuivre le développement de Novagali. Ainsi, Santen n'entend pas mettre en œuvre un plan de départs à court terme. En outre, l'Initiateur envisage de maintenir la localisation actuelle des centres opérationnels de la Société.

A la date de dépôt du présent projet de note d'information, l'Initiateur n'est pas en mesure d'exposer précisément l'étendue des réorganisations nécessaires du fait du rapprochement entre Novagali et le groupe Santen. A l'issue de l'Offre, l'Initiateur procédera à une analyse détaillée de l'organisation de la Société et des modalités de son intégration au sein du groupe Santen. A cet effet, une équipe *ad hoc* en charge de l'intégration sera constituée à l'issue de l'Offre avec pour mission d'émettre des recommandations destinées au groupe Santen, afin (i) d'examiner les différentes solutions envisageables pour intégrer les activités de Novagali à celles du groupe Santen tout en préservant les emplois, les actifs et le savoir-faire de Novagali et (ii) d'identifier les moyens et les solutions pour mener à bien cette intégration.

Santen a l'intention de respecter les engagements de Novagali dans le domaine des politiques sociales et de l'emploi et a également l'intention d'agir en cohérence avec la politique de ressources humaines actuellement en place chez Novagali ou, le cas échéant, de l'améliorer dans le cadre et les limites de la politique de ressources humaines en vigueur chez Santen. Par ailleurs, Santen étudie la mise en place des mécanismes d'incitation appropriés au bénéfice de salariés de Novagali qui bénéficieront de termes au moins aussi favorables que les termes des plans actuellement en vigueur chez Novagali.

En application des dispositions du deuxième alinéa de l'article L. 2323-26 du Code du travail, la direction de Novagali informera les salariés de Novagali de la présente Offre. Par ailleurs, au plus tard le troisième jour suivant la publication du présent projet de note d'information, l'Initiateur communiquera le présent projet de note d'information à la direction de Novagali afin qu'il soit transmis aux salariés de Novagali sans délai.

(d) Avantages de l'Offre pour l'Initiateur, la Société et leurs actionnaires

L'Offre confère aux détenteurs de Titres de Novagali l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate de leurs Titres à un prix très attractif. L'intégration de Novagali au sein d'une organisation plus large lui permettra de bénéficier d'une plateforme de développement plus étendue, en particulier en matière de recherche et développement, de marketing et de ventes ainsi que de fonctions centrales et d'infrastructure, et offrira à Novagali la possibilité de poursuivre le succès commercial de Cationorm® et de favoriser le lancement de ses produits les plus prometteurs. En acquérant Novagali, Santen améliorera son portefeuille de produits en cours de développement et ses capacités de formulation de nouveaux traitements grâce aux technologies et aux produits innovants de Novagali, renforcera sa plateforme mondiale et bénéficiera de l'expérience de l'équipe de direction de Novagali.

Le Prix par Action (tel que défini ci-dessous) fait ressortir des primes de 76,1%, 72,5% et 65,9% par rapport au prix moyen des actions de Novagali (moyenne pondérée par les volumes) pour les périodes d'un, de trois et de six mois précédant le 27 septembre 2011, dernier jour de négociation des Actions Novagali précédant l'annonce de l'Offre. Le Prix par Action tel qu'augmenté par le Complément de Prix (tels que définis ci-dessous) fait ressortir des primes de 79,0%, 75,3% et 68,6% par rapport au prix moyen des actions de Novagali (moyenne pondérée par les volumes) pour les périodes d'un, de trois et de six mois précédant le 27 septembre 2011.

(e) Réorganisation

A l'issue de l'Offre, et en fonction de son résultat, l'Initiateur examinera les différentes structures juridiques et financières qui peuvent être envisagées afin de faciliter et d'optimiser l'intégration opérationnelle et administrative de Novagali au sein du groupe Santen. Toutefois, Santen envisage de maintenir Novagali en tant qu'entité autonome au sein de son groupe et n'a pas l'intention de fusionner Novagali avec Santen ni avec aucune autre de ses filiales.

Une telle réorganisation sera menée dans le respect des lois et règlements applicables et afin d'assurer le développement et la rentabilité de Novagali.

(f) Synergies envisagées

Sur la base d'une analyse préliminaire, en cas d'acquisition de 100% de Novagali, Santen estime que l'intégration des deux groupes devrait générer des synergies. Ces synergies devraient résulter principalement de la mise à disposition de Novagali des moyens nécessaires pour étendre la commercialisation de Cationorm® et pour assurer le bon développement et la commercialisation de Cyclok® et des autres produits en cours de développement par Novagali. Ces synergies devraient également résulter de l'utilisation par Santen des ressources de Novagali en matière de recherche et développement ainsi que des technologies de Novagali, telles que les technologies Novasorb® et Eyeject® qui permettront d'améliorer le portefeuille de produits en cours de développement de Santen ainsi que la capacité de Santen à formuler de nouveaux traitements. Rapidement à compter du règlement-livraison de l'Offre, Santen transfèrera à Novagali les ressources nécessaires afin d'étendre la commercialisation de Cationorm® et d'améliorer ses capacités de développement de Cyclok® et des autres produits en cours de développement. Santen mettra également en place une collaboration en matière de recherche et développement avec Novagali et appliquera à ses produits commercialisés et à ses produits en cours de développement les technologies développées par Novagali dans les plus brefs délais. Toutefois, le calendrier ainsi que l'impact financier de ces projets ne sont pas encore déterminés.

Des synergies de chiffre d'affaires (également non quantifiées) sont en outre attendues de la diversification et de l'expansion géographique de la clientèle.

L'ensemble de ces synergies devrait permettre à Novagali d'assurer sa pérennité en bénéficiant du soutien opérationnel, financier et scientifique d'un acteur majeur du secteur pharmaceutique.

(g) Politique de distribution

Novagali n'a pas distribué de dividende au titre de l'exercice social clos le 31 décembre 2010 et ne dispose pas, sur la base de ses comptes sociaux pour l'exercice social clos le 31 décembre 2010, de réserves ou d'autres sommes distribuables. A l'avenir, la politique de distribution de dividendes de Novagali sera déterminée par Santen au regard de ses capacités de distribution et de ses besoins de financement pour la conduite de ses activités.

(h) Retrait obligatoire

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de Novagali si les Actions non présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 5% du capital social ou des droits de vote de Novagali.

(i) Retrait de la cote

L'Initiateur se réserve la possibilité, dans l'hypothèse où il ne pourrait pas, à l'issue de l'Offre, mettre en œuvre un retrait obligatoire en raison d'un nombre insuffisant d'Actions apportées à l'Offre, de demander à NYSE Euronext Paris la radiation des Actions du marché Eurolist. Il est rappelé que NYSE Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des Actions est fortement réduite à l'issue de l'Offre, de telle sorte que la radiation de la cote soit dans l'intérêt du marché et sous réserve des règles de marché de NYSE Euronext Paris.

1.3 Autres accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

A l'exception de ce qui est mentionné dans le présent projet de note d'information, en particulier en ce qui concerne le Contrat d'Achat d'Actions décrit à la Section 1.1, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

Le Contrat d'Achat d'Actions est soumis au droit français et tout litige, contestation ou contentieux se rapportant ou ayant trait au Contrat d'Achat d'Actions, à son interprétation ou à son exécution, est soumis à la compétence des tribunaux compétents du ressort de la cour d'appel de Paris.

2 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13 et 234-2 du règlement général de l'AMF, Goldman Sachs International, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 9 novembre 2011 le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Goldman Sachs International, en qualité d'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la note d'information.

La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront tenus à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, auprès de l'Initiateur,

de Goldman Sachs International et de BNP Paribas Securities Services. Ils seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Santen (www.santen.com).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et NYSE Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

2.1 Nombre et nature des Titres visés par l'Offre

Aux termes et conditions exposés ci-après, l'Offre porte sur la totalité des Titres existants ou à émettre de la Société, comprenant :

- (i) la totalité des Actions émises par la Société ;
- (ii) sans préjudice des paragraphes suivants, la totalité des Actions attribuées gratuitement aux employés de Novagali conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 à L. 225-197-5 du Code de commerce (les « **Actions Gratuites** »), soit un maximum de 474.800 Actions ; et
- (iii) sans préjudice des paragraphes suivants, la totalité des Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des Bons (étant précisé que l'Offre ne porte pas sur les BCE), soit un maximum de 197.928 Actions ;

et les BSA suivants :

- (iv) la totalité des BSA 2014 en circulation, soit un maximum de 700 BSA 2014 ; et
- (v) la totalité des BSA 2019 en circulation, soit un maximum de 19.030 BSA 2019.

A la connaissance de l'Initiateur, la Société a émis 16.308.860 Actions à la date de la présente note d'information.³ Ainsi, les Actions émises visées par l'Offre représentent un nombre maximum de 8.738.241 Actions au jour de la présente note d'information, y compris les Actions auto-détenues par la Société mais après déduction des 8.243.347 Actions détenues par l'Initiateur à la date des présentes.

Ainsi qu'il est précisé à la Section 1 ci-dessus, l'Offre ne porte pas sur les BCE qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article 163 *bis* G II du Code général des impôts.

A l'exception de ce qui précède, il n'existe à la connaissance de l'Initiateur aucun autre titre de capital ou autre instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

A la connaissance de l'Initiateur, sur la base du Prix par Action (augmenté, le cas échéant, du Complément de Prix (tel que ce terme est défini ci-dessous)), à l'exception des 19.030 BSA 2019 qui sont en circulation, aucun des Bons ne sont « dans la monnaie ». Par ailleurs, en dehors des cas où il existe une exception légale ou réglementaire (telle que le décès ou l'incapacité de l'attributaire), les attributaires d'Actions Gratuites ne pourront pas apporter leurs Actions à l'Offre. Santen adressera une proposition d'indemnisation contre renonciation aux attributaires d'Actions Gratuites et aux porteurs de Bons (Voir section 2.5 « Traitement des attributaires d'Actions Gratuites et des porteurs de Bons »). Enfin, aux termes du Contrat d'Achat d'Actions, Novagali s'est également engagé à ne pas apporter à l'Offre ses Actions auto-détenues (y compris en cas d'extension de l'Offre), soit 30.148 Actions au 27 septembre 2011.⁴

³ Source : Novagali

⁴ Source : Novagali.

A la date du présent projet de note d'information, l'Initiateur détient directement 8.243.347 Actions acquises dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché. A l'exception de ces 8.243.347 Actions acquises dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur n'a acquis ou vendu aucune Action ou autre titre de la Société au cours des douze derniers mois et, à la date des présentes, l'Initiateur ne détient aucun droit lui permettant d'acquérir des Actions ou des Titres de la Société. Par ailleurs, il est précisé que l'Initiateur agit seul et non de concert.

2.2 Termes de l'Offre

L'Initiateur offre aux actionnaires de Novagali et aux porteurs de BSA de leur verser une somme en numéraire de :

§ 6,15 euros pour chaque Action (le « **Prix par Action** ») ;

§ 4,03 euros pour chaque BSA 2014 ; et

§ 2,75 euros pour chaque BSA 2019.

2.3 Ajustements des termes de l'Offre

2.3.1 Ajustement à la hausse des termes de l'Offre

Si, à la date du règlement-livraison de l'Offre, l'Initiateur détient, seul ou de concert, un nombre d'Actions représentant un pourcentage du capital social et des droits de vote de la Société lui permettant de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire portant sur les Actions non apportées à l'Offre en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur versera un complément de prix de 0,10 euro par Action Novagali apportée à l'Offre (le « **Complément de Prix** »). Le Complément de Prix, s'il est dû, sera payé à la date du règlement-livraison de l'Offre.

2.3.2 Ajustement à la baisse des termes de l'Offre

Au 31 décembre 2010, date de clôture des derniers états financiers publiés par la Société, la Société ne disposait pas de sommes distribuables. Toutefois, dans l'hypothèse où, avant la date de règlement-livraison de l'Offre, en ce compris toute extension de l'Offre, la Société procéderait (i) à une distribution de dividendes, de réserves ou de primes qui seraient payés ou dus à ses actionnaires, ou (ii) à tout amortissement, réduction de capital ou rachat d'actions pour un prix par Action supérieur au Prix par Action (une « **Distribution** »), le Prix par Action sera réduit du montant de cette Distribution par Action.

Le Prix par Action sera également automatiquement ajusté afin de tenir compte de toute modification apportée par la Société à ses Actions par l'émission de nouvelles Actions Gratuites, la division ou le regroupement de ses Actions.

Toute modification du Prix par Action sera rendue publique conformément aux dispositions législatives et réglementaires applicables.

2.4 Conditions de l'Offre

Conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et sans préjudice des termes exposés à la Section 2.3.1 « Ajustement à la hausse des termes de l'Offre », l'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'Actions ou de BSA pour qu'elle ait une suite positive. L'Offre n'est pas non plus soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

2.5 Traitement des attributaires d'Actions Gratuites et des porteurs de Bons

L'Initiateur proposera aux attributaires d'Actions Gratuites n'ayant pas pu apporter leurs Actions Gratuites à l'Offre, dans la mesure où les périodes obligatoires d'acquisition ou de conservation n'ont pas expiré avant la clôture de l'Offre, de renoncer immédiatement et irrévocablement au bénéfice de leurs Actions Gratuites en échange du paiement d'une somme par Action Gratuite déterminée par référence au Prix par Action (incluant, le cas échéant, le Complément de Prix).

De la même manière, l'Initiateur proposera aux porteurs de Bons, qui sont toujours en circulation, de renoncer immédiatement et irrévocablement au bénéfice de leurs Bons en échange du paiement immédiat d'une somme par Bon (i) pour ce qui concerne les BSA, déterminée par référence au prix offert pour chaque catégorie de BSA au titre de la présente Offre ainsi qu'il est décrit à la Section 2.2 « Termes de l'Offre » ou (ii) déterminée par référence au montant suivant pour ce qui concerne chacune des catégories de BCE :

- § 0,42 euro pour chaque BCE Mars 2012 en circulation ;
- § 0,64 euro pour chaque BCE Mai 2012 en circulation ;
- § 1,95 euros pour chaque BCE Juin 2012 en circulation ;
- § 3,83 euros pour chaque BCE 2014 en circulation ;
- § 3,31 euros pour chaque BCE Mars 2015 en circulation ; et
- § 3,43 euros pour chaque BCE Mai 2015 en circulation.

La Section 3.4 « Appréciation des prix et montants d'indemnisation offerts pour les Bons » détaille la méthode de calcul de ces différents montants et comporte une appréciation y afférente.

2.6 Procédure d'apport à l'Offre

Les Titres apportés à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement et autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter tous Titres apportés qui ne répondraient pas à cette condition.

La propriété des Titres apportés sera transférée à l'Initiateur à la date de règlement-livraison de l'Offre (voir Section 2.7, ci-dessous, « Calendrier indicatif de l'Offre »). Tous les droits attachés aux Titres seront transférés à l'Initiateur à la date de règlement-livraison de l'Offre.

Il est précisé qu'aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'ouverture de l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison, qui interviendra conformément au calendrier qui sera fixé par NYSE Euronext Paris.

2.6.1 Procédure d'apport des Actions à l'Offre

Les actionnaires, dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaitent présenter leurs Actions à l'Offre, devront remettre à l'intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre d'apporter à l'Offre, conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par leur intermédiaire financier.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites en compte au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander leur conversion au nominatif administré dans un compte tenu par un intermédiaire financier (à moins que leur titulaire n'en ait demandé au préalable la conversion au porteur). Lors du règlement-livraison de l'Offre, NYSE Euronext Paris transférera à BNP Paribas

Securities Services, intermédiaire financier chargé du service des titres nominatifs de la Société, les Actions au nominatif en vue de leur conversion au porteur afin qu'elles puissent être transférées à l'Initiateur.

2.6.2 Procédure d'apport des BSA à l'Offre

Les détenteurs de BSA qui souhaitent présenter leurs BSA à l'Offre, devront notifier leur décision à BNP Paribas Securities Services, Corporate Trust Services, Services Actionnaires, Grands Moulins de Pantin, 9, rue du Débarcadère, 93500 Pantin, France, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, au moyen d'un ordre d'apport conforme au modèle qui leur aura été remis par BNP Paribas Securities Services.

2.6.3 Centralisation des ordres

Chaque intermédiaire financier et établissement teneur de compte de la Société devra, à la date indiquée dans l'avis publié par NYSE Euronext, transférer à NYSE Euronext Paris les Actions et les BSA pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apporter à l'Offre.

Après réception par NYSE Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, NYSE Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

2.7 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre. Le calendrier ci-dessous est communiqué uniquement à titre indicatif.

9 novembre 2011	Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF
9 novembre 2011	Dépôt du projet de note en réponse de Novagali auprès de l'AMF
29 novembre 2011	Déclaration de conformité de l'AMF
1 ^{er} décembre 2011	Ouverture de l'Offre
14 décembre 2011	Clôture de l'Offre
20 décembre 2011	Annonce du résultat définitif de l'Offre par l'AMF
28 décembre 2011	Règlement-livraison de l'Offre

2.8 Extension de la période d'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, les dates d'ouverture, de clôture et de publication des résultats de l'Offre seront publiées par l'AMF. Pendant la durée de l'Offre, l'AMF peut en reporter la date de clôture et est seule compétente à cet égard conformément à l'article 231-34 du règlement général de l'AMF.

2.9 Coût et financement de l'Offre

2.9.1 Coût de l'Offre

Dans l'hypothèse où tous les Titres existant à la date des présentes seraient apportés à l'Offre (y compris les Actions auto-détenues par Novagali), le montant maximum en numéraire devant être payé

par l'Initiateur (en ce compris le Complément de Prix mais hors commissions et frais annexes) s'élèverait à environ 50,5 millions d'euros au total.

Dans l'hypothèse où toutes les Actions, mais aucun BSA ni aucune des 30.148 Actions auto-détenues par Novagali au 27 septembre 2011,⁵ seraient apportées à l'Offre, le montant en numéraire devant être payé par l'Initiateur (en ce compris le Complément de Prix mais hors commissions et frais annexes) s'élèverait à environ 50,2 millions d'euros au total.

En outre, les frais supportés par l'Initiateur relatifs à l'Offre (incluant, entre autres, les honoraires des conseils externes financiers, juridiques et comptables ainsi que tous autres experts et consultants et les frais de communication et de publication) sont estimés à environ 4,5 millions d'euros (hors taxes).

2.9.2 Financement de l'Offre

L'Initiateur a l'intention de financer l'Offre au moyen de ses fonds propres. Au 30 septembre 2011, Santen disposait à son bilan d'environ 83,4 milliards de Yens (soit environ 809 millions d'euros) en trésorerie et équivalents de trésorerie.

2.10 Rémunération des intermédiaires – Prise en charge des frais

L'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA afférente payés par les porteurs d'Actions ayant apporté leurs Actions à l'Offre dans la limite de 0,3% du montant de l'ordre et de deux cents (200) euros par actionnaire (TVA incluse).

2.11 Restrictions concernant l'Offre en dehors de France

L'Offre est faite à tous les détenteurs de Titres en France. Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être diffusé dans un pays autre que la France.

La distribution de ce projet de note d'information et de tout document relatif à l'Offre et la participation à l'Offre peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certains pays. L'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, dans les pays où l'Offre fait l'objet de telles restrictions. La non-conformité avec ces restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

2.12 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable à l'Offre est celui décrit ci-après. L'attention des porteurs de Titres vendeurs est toutefois appelée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur et qu'il convient d'étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel.

Les bénéficiaires d'Actions Gratuites et porteurs de Bons seront informés séparément du régime fiscal et social applicable à l'indemnité qui leur est offerte en contrepartie de la renonciation à leurs Actions Gratuites et Bons.

⁵ Source : Novagali.

2.12.1 Personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions caractérisant une activité professionnelle

(a) Régime de droit commun

Conformément aux articles 150-0 A et suivants du Code Général des Impôts « **CGI** », les plus-values de cession de Titres (à l'exclusion (i) des Actions souscrites en exercice de BCEs et (ii) des Actions Gratuites dont la période d'acquisition est encore en cours) réalisées par les personnes physiques soumises aux dispositions de la présente section sont imposables à l'impôt sur le revenu dès le premier euro, quel que soit le montant des cessions réalisées par le foyer fiscal au cours de l'année.

Le taux global d'imposition s'établit actuellement à 32,5% tenant compte :

- § de l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 19% ;
- § de la contribution sociale généralisée de 8,2% (la « **CSG** ») ;
- § de la contribution pour le remboursement de la dette sociale de 0,5% (la « **CRDS** ») ;
- § du prélèvement social porté à 3,4% pour les plus-values réalisées à compter du 1^{er} janvier 2011 par l'article 10 de la loi de finances rectificative pour 2011 du 19 septembre 2011 ;
- § de la contribution additionnelle au prélèvement social de 0,3% ; et
- § de la contribution au financement du revenu de solidarité active de 1,1%.

Ces contributions et prélèvement ne sont pas déductibles de la base de l'impôt sur le revenu.

L'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des Actions apportées à l'Offre.

En application de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values de cession de valeurs mobilières, droits sociaux ou titres assimilés peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession et, éventuellement, des dix années suivantes, à condition que ces moins-values résultent d'opérations imposables.

L'article 150-0 D bis du CGI prévoit, sous certaines conditions, des mesures particulières d'imposition des plus-values et d'imputation des moins-values de cession d'Actions lorsque les Actions ont été détenues pendant plus de cinq ans. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer les règles qui leurs sont applicables.

Les titulaires de BSAs 2019 sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal pour évaluer les conséquences des modifications apportées aux conditions de cessibilité et d'exercabilité desdits BSAs.

(b) Régime spécial des Plans d'Épargne en Actions

Les personnes qui détiennent des Actions ou des BSAs cessibles de la Société dans le cadre d'un Plan d'Épargne en Actions (« **PEA** ») pourront participer à l'Offre.

Un PEA, sous certaines conditions, permet à son titulaire (i) pendant la durée du plan, d'être exonéré d'impôt sur le revenu et de contributions et prélèvement sociaux sur les plus-values de cession et les produits que procurent les placements effectués dans le cadre du plan, à condition notamment que ces sommes soient remployées dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du plan (si elle intervient plus

de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), d'être exonéré d'impôt sur le revenu sur le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan, ce gain restant toutefois soumis aux contributions et prélèvements sociaux visés au paragraphe (a) ci-dessus et dont le taux effectif varie selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du présent document, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

(c) Salariés et mandataires sociaux résidents fiscaux de France titulaires d'Actions issues de l'exercice de Bons de Souscription de Parts de Créateur d'Entreprise

Le gain net réalisé en cas d'apport à l'Offre des Actions de la Société souscrites en exercice de BCEs attribués conformément aux dispositions des articles 163 bis G du CGI et L. 228-91 et L. 228-92 du Code de commerce est soumis à l'impôt sur le revenu selon le régime des plus-values de cession de valeurs mobilières au taux de droit commun de 19% ou, si à la date de cession des Actions, le titulaire des BCEs exerce son activité dans la Société depuis moins de trois ans ou l'a exercée pendant moins de trois ans, au taux spécifique de 30%. Ce gain est également soumis aux contributions et prélèvements sociaux visés au paragraphe (a) ci-dessus (soit actuellement 13,5% au total).

(d) Actions détenues dans le cadre d'un Plan d'Epargne d'Entreprise

Sous réserve que le Plan d'Epargne d'Entreprise (« PEE ») se conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, les plus-values de cession d'Actions réalisées dans le cadre d'un PEE sont exonérées d'impôt sur le revenu à la condition que ces Actions revêtent la forme nominative et comportent la mention de leur origine.

En cas de succès de l'Offre, le régime fiscal et social applicable aux Actions souscrites dans le cadre du PEE mis en place par la Société ne devrait pas être remis en cause du fait de l'apport de ces Actions à l'Offre, étant précisé que le produit de cession devra être immédiatement réinvesti dans le PEE et que les avoirs des adhérents concernés demeureront bloqués pendant le délai d'indisponibilité restant à courir.

Les avoirs détenus dans le cadre d'un PEE dont le participant a demandé la délivrance, soit en cas de déblocage anticipé dans les conditions prévues par les dispositions législatives ou réglementaires applicables, soit au-delà des périodes d'indisponibilité, demeurent soumis aux prélèvements sociaux visés au paragraphe (a) ci-dessus.

2.12.2 Personnes morales assujetties en France à l'impôt sur les sociétés

(a) Régime de droit commun

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession des Titres dans le cadre de l'Offre devront en principe être comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33,1/3%) majoré de la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois. Les moins-values (autres que celles relevant du régime de l'article 219-I a quinquiés du CGI décrit ci-après) sont déductibles de ce même résultat.

Cependant, pour les sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7.630.000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, les plus-values nées de la cession des Titres sont imposées au taux de

15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme

Aux termes de l'article 219-I a quinquies du CGI, les plus-values nettes à long terme, réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par cet article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans, sont exonérées d'impôt sur les sociétés à l'exception d'une quote-part de frais et charges désormais égale à 10% du résultat net des plus-values de cession (article 4 de la loi de finances rectificative pour 2011 du 19 septembre 2011) prise en compte pour la détermination du résultat imposable au taux de droit commun et, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3%.

Les moins-values à long terme relevant du régime de l'article 219 I-a quinquies du CGI sont imputables sur les plus-values à long terme de même nature réalisées pendant le même exercice fiscal exclusivement.

Les BSAs n'entrent pas dans le champ d'application de l'article 219-I-a quinquies du CGI.

2.12.3 Autres porteurs de Titres résidents fiscaux français

Les personnes physiques et morales fiscalement domiciliées en France, autres que celles visées ci-dessus, devront s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

2.12.4 Non-résidents fiscaux de France

Il est rappelé que les porteurs de Titres non résidents fiscaux de France devront d'une manière générale s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier tant en France qu'à l'étranger, auprès de leur conseil fiscal habituel.

Sous réserve des dispositions des conventions internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions à titre onéreux d'Actions, autres que les Actions Gratuites et les Actions souscrites en exercice des BCEs, effectuées par des personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège est situé hors de la France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que (i) ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France, que (ii) le cédant n'ait pas détenu avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, directement ou indirectement, une participation représentant plus de 25% des droits dans les bénéfices sociaux de la Société à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession et que (iii) le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif tel que défini à l'article 238-0 A du CGI.

Sous réserve des dispositions des conventions internationales éventuellement applicables, en application de l'article 244 bis B du CGI, les plus-values de cession de droits sociaux émis par la Société sont imposées au taux forfaitaire de 50%, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, lorsqu'elles sont réalisées par des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués dans un Etat ou territoire non coopératif tel que défini à l'article 238-0 A du CGI.

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de BSAs de la Société par des personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège est situé hors de la France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France.

En application de l'article 182 A ter du CGI, et sous réserve des dispositions des conventions internationales éventuellement applicables, le gain net de cession des Actions souscrites en exercice de

BCEs réalisé par des personnes qui ne sont pas domiciliées en France au titre de l'année de cession est soumis à une retenue à la source s'il est de source française. Sauf option pour l'imposition selon les règles des traitements et salaires, et dès lors que les conditions pour bénéficier du régime de faveur des BCEs prévu à l'article 163 bis G du CGI sont remplies, la retenue à la source est prélevée au moment de la cession desdites Actions au taux de 19%, ou 30% si le titulaire des BCEs exerce son activité dans la Société depuis moins de trois ans ou l'a exercée pendant moins de trois ans à la date de cession des Actions.

Toutefois, le taux de la retenue à la source est porté à 50% lorsque ces gains sont réalisés par des personnes domiciliées dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI. Cette retenue à la source est libératoire de l'impôt sur le revenu. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Les titulaires de BSAs 2019 sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal pour évaluer les conséquences des modifications apportées aux conditions de cessibilité et d'exercabilité desdits BSAs.

3 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ont été établis par Goldman Sachs, en qualité d'établissement présentateur pour le compte de l'Initiateur, au moyen d'une approche multicritères reposant sur les méthodes usuelles de valorisation.

3.1 Méthodes d'évaluation retenues

3.1.1 Données financières servant de base à l'évaluation

Les principales hypothèses ayant servi de base à l'évaluation de Novagali sont les suivantes :

- § Sur la base d'informations communiquées par Novagali, le nombre d'Actions considérées s'élève à 16.308.860 au 11 octobre 2011 (soit à la date de réalisation de l'Acquisition Hors Marché), ce qui inclut les Actions en circulation et les Actions auto-détenues. L'Offre est fondée sur un nombre total de 16.981.588 Actions calculé sur une base totalement diluée.
- § Les données financières historiques proviennent des informations rendues publiques par Novagali et les données financières estimées proviennent du plan d'affaires préparé par Santen.
- § En appliquant la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles, il a été tenu compte des économies d'impôts potentielles liées aux reports fiscaux déficitaires.
- § Pour calculer la valeur des capitaux propres à partir de la valeur d'entreprise, il a été tenu compte d'une trésorerie nette de 8,4 millions d'euros au 30 septembre 2011 sur la base des informations communiquées par Novagali.

3.1.2 Acquisition d'une participation majoritaire par Santen

Le 27 septembre 2011, dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché (Voir Section 1.1 « Contexte de l'Offre »), Santen a acquis une participation de 50,55% dans le capital social de Novagali auprès de Edmond de Rothschild Investment Partners, Auriga Partners, IDInvest Partners, CDC Innovation, M. Bernard Chauvin, M. Jérôme Martinez, M. Alain Munoz et M. George Lasezkay au prix de 6,15 euros par Action, prix qui pourra être augmenté de 0,10 euro par Action, selon les conditions décrites à la Section 1.1.

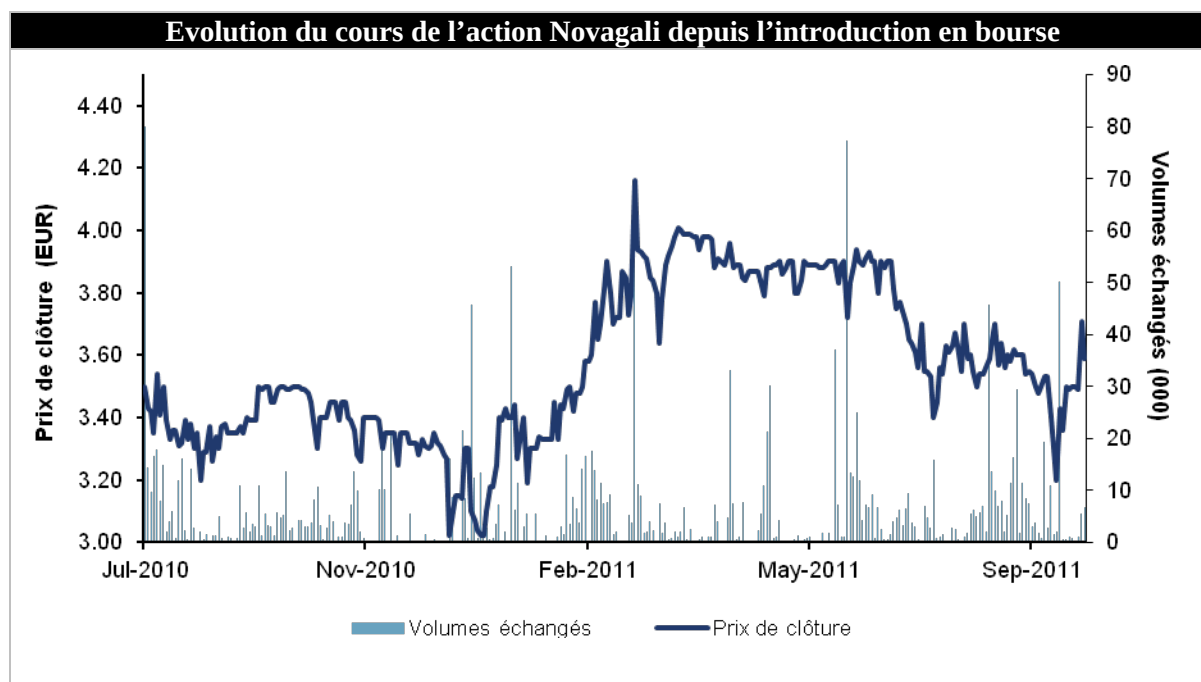
Le Prix par Action est identique à celui convenu dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché. Le prix convenu dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché est donc une référence pertinente pour apprécier le Prix par Action, pour les raisons suivantes :

- § Ce prix est le prix auquel les actionnaires majoritaires ont accepté de vendre leurs Actions.
- § Ce prix inclut une prime de contrôle payée par Santen aux actionnaires majoritaires dans la mesure où l'Acquisition Hors Marché a entraîné un changement de contrôle.
- § Edmond de Rothschild Investment Partners, Auriga Partners, IDInvest Partners et CDC Innovation sont des investisseurs sophistiqués ayant la capacité de procéder à une valorisation de la Société.
- § Les Actionnaires Cédants avaient tous une excellente connaissance de la Société et de ses perspectives en leur qualité de membre du conseil de surveillance ou du directoire de la Société.

3.1.3 Analyse du cours de bourse

Les Actions de Novagali sont admises aux négociations au compartiment C de NYSE Euronext Paris depuis le 22 juillet 2010. Le flottant de Novagali représente 22,18% du capital social de Novagali au 31 décembre 2010 et le volume total d'actions traitées durant les 12 mois précédant le 27 septembre 2011 correspond à environ 41,4% du flottant. Le prix d'introduction en bourse, soit 3,40 euros par Action, apparaît comme une référence pertinente dans la mesure où les perspectives de Novagali n'ont pas changé significativement depuis juillet 2010 : (i) Cyclokat® et Vekacia® sont toujours en phase III de tests cliniques, (ii) le développement de Catioprost® a progressé dans le cadre de la phase II et (iii) le portefeuille de droits de propriété intellectuelle de Novagali est resté globalement inchangé.

Le tableau ci-après présente la performance du cours de bourse de l'action Novagali depuis l'introduction en bourse de la Société le 22 juillet 2010.



Source: Bloomberg

Le Prix par Action offert extériorise les primes suivantes par rapport au cours de bourse et aux moyennes de cours pondérées par les volumes au 27 septembre 2011, soit la veille de l'annonce de l'Acquisition Hors Marché.

	Moyenne du cours de bourse pondérée par les volumes (€)	Prime/(décote) sur la base d'un prix de 6,15 € (%)	Prime/(décote) sur la base d'un prix de 6,25 € (%)
Dernier cours coté au 27 septembre 2011	€ 3,59	71,3%	74,1%
Moyenne sur 1 mois ⁽¹⁾	€ 3,49	76,1%	79,0%
Moyenne sur 3 mois ⁽¹⁾	€ 3,57	72,5%	75,3%
Moyenne sur 6 mois ⁽¹⁾	€ 3,71	65,9%	68,6%
Moyenne sur 12 mois ⁽¹⁾	€ 3,61	70,4%	73,1%
Plus haut sur 1 an	€ 4,16	47,8%	50,2%
Plus bas sur 1 an	€ 3,02	103,6%	107,0%
Prix d'introduction en bourse	€3,40	80,9%	83,8%

Source: Bloomberg.

1. Moyennes pondérées par les volumes échangés.

3.1.4 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles probabilisés

La méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles probabilisés est souvent considérée comme la méthode la plus pertinente pour valoriser les sociétés de biotechnologie. Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque de l'actif économique d'une entreprise à partir de la valeur actualisée des projections de flux futurs de trésorerie disponible générés par les produits de l'entreprise et ajustés de la probabilité de succès de chaque produit. La valeur des capitaux propres est déterminée en ajoutant la trésorerie nette à la valeur d'entreprise ainsi calculée.

La méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles probabilisés a été appliquée sur la base des hypothèses sous-jacentes suivantes.

Plan d'affaires

Le plan d'affaires préparé pour appliquer cette méthode a été préparé par Santen pour la période 2011-2030. Il reflète l'appréciation de Santen, à la date des présentes, des perspectives d'affaires futures et des opportunités de création de valeur par Novagali suite à son acquisition par Santen.

Afin de préparer ce plan d'affaires, Santen s'est appuyé sur les compétences d'une équipe interne pluridisciplinaire et s'est associé les services de consultants externes spécialisés en propriété intellectuelle et en questions réglementaires. Collectivement, cette équipe dispose d'une expérience significative en matière d'investissements dans l'industrie pharmaceutique, d'élaboration de projections financières et d'évaluation du potentiel commercial de produits en phase de développement.

Sur la base de cette analyse, Santen a préparé un plan d'affaires qui reflète certains partis pris qui, au final, devraient avoir, selon Santen, un effet positif significatif sur la valorisation de la Société. Ces principaux partis pris sont les suivants :

- § L'exclusion du plan d'affaires des produits considérés par Santen comme ayant une valeur actuelle négative ;
- § La prise en compte de l'assistance et du support offert à Novagali par Santen dans le domaine de la recherche et du développement afin de faciliter et d'accélérer le lancement des produits les plus prometteurs de Novagali ;
- § L'accès des produits de Novagali à la force de vente et de commercialisation de Santen ;

- § La mise à disposition par Santen à Novagali de ses infrastructures et entreprises afin d'optimiser les services généraux et la gestion administrative de Novagali.

Les autres principales hypothèses de ce plan d'affaires sont les suivantes :

- § La contribution des produits en phase de commercialisation ou en phase de développement dépend de la probabilité de succès des tests cliniques, de l'obtention des autorisations administratives nécessaires pour démarrer la commercialisation, des niveaux de prix et de remboursement, ainsi que de la date de lancement des produits sur les différents marchés géographiques. En particulier, Santen table sur une augmentation significative du chiffre d'affaires en 2014 liée au lancement de Cyclokat[®]. Le chiffre d'affaires devrait atteindre son point le plus haut en 2018 avant d'être affecté à la baisse par le lancement attendu de produits concurrents.
- § Les coûts d'exploitation et les variations du besoin en fonds de roulement ont été estimés en tenant compte du profil de développement attendu pour la Société.
- § Les provisions pour dépréciation et les amortissements devraient être non-significatifs en raison du montant limité des investissements.
- § Enfin, différents niveaux d'imposition ont été pris en compte pour l'Union Européenne, les Etats-Unis et le Japon. Les projections financières tiennent également compte de l'impact fiscal positif des reports fiscaux déficitaires ainsi que des crédits d'impôt recherche attribués par l'administration française.

D'une manière générale, Santen considère que le plan d'affaires mis en place pour l'analyse de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles probabilisés présente des avantages significatifs par rapport aux perspectives d'exploitation de l'entité Novagali prise isolément.

Taux d'actualisation

Les flux futurs de trésorerie disponibles pour la période 2011-2030 ont été actualisés au 30 septembre 2011 sur la base d'un taux d'actualisation de 9,88% estimé sur la base des éléments présentés ci-dessous :

- Taux sans risque : 2,69%⁶
- Prime de risque de marché : 5,42%⁷
- Béta endetté : 1,33⁸
- Ratio d'endettement net sur capitaux propres : 0%

Nous avons sélectionné un intervalle entre 9,0% et 11,0% pour les besoins de l'analyse de sensibilité.

⁶ Taux OAT à 10 ans au 27 septembre 2011. (Source : Bloomberg)

⁷ Prime de risque des marchés actions issue de la base de données Ibbotson Associate (International Equity Risk Premia Report 2011)

⁸ Sur la base du bêta historique Axioma (au 27 septembre 2011)

Valeur terminale

L'évaluation de la Société tient compte des flux futurs de trésorerie disponibles pour la période 2011-2030, mais n'inclut pas de valeur terminale.

Valeur de l'Action Novagali

La valeur des capitaux propres de Novagali est obtenue en ajoutant la trésorerie nette à la valeur d'entreprise. Sur la base d'un taux d'actualisation compris entre 9,0% et 11,0%, la valeur implicite de l'Action Novagali ressort dans un intervalle compris entre 5,86 euros et 7,20 euros.

Analyse de sensibilité		
Taux d'actualisation	9,0%	7,20
	9,5%	6,84
	10,0%	6,49
	10,5%	6,17
	11,0%	5,86

3.1.5 Analyse des niveaux de prime relevés sur des transactions comparables

L'analyse des niveaux de prime relevés sur des transactions comparables consiste à calculer, sur un échantillon de transactions comparables intervenues dans le même secteur ou dans la même zone géographique, les primes d'acquisition telles qu'elles ont été observées par rapport au cours de bourse précédant l'annonce de l'opération. A cette fin, nous avons sélectionné deux échantillons de transactions intervenues depuis 2008 : un échantillon de transactions internationales intervenues dans le secteur des biotechnologies et un échantillon de transactions intervenues en France.

Le tableau suivant synthétise les niveaux de prime observés par rapport au cours de bourse à l'époque de ces opérations. Les primes sont calculées sur la base du cours moyen pondéré par les volumes durant le mois précédant l'annonce ou les rumeurs relatives à cette opération.

Primes sur l'échantillon de transactions internationales dans le secteur des biotechnologies

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Capitalisation sur base cours avant annonce (m€) ⁹	Prime (%) sur cours de la veille	Prime (%) sur moyenne pondérée par les volumes sur 1 mois
07-Sept-2010	Bristol-Myers Squibb	ZymoGenetics	368	77,0%	104,5%
09-Mars-2010	Abbott Laboratories	Facet Biotech	152	206,1	179,4
22-Juil-2009	Bristol-Myers Squibb	Medarex	748	93,2	93,1
21-Mai-2009	Johnson & Johnson	Cougar Biotechnology	549	18,3	24,2
12-Janv-2009	Medicines	Targanta Therapeutics	16	96,1	114,6
18-Sept-2008	BTG	Protherics	136	92,0	109,2
25-Juil-2008	Sanofi Aventis	Acambis	212	65,2	66,6
15-Juil-2008	ViroPharma	Lev Pharmaceuticals	166	48,6	49,9
09-Juil-2008	Novartis	Speedel Holding	323	93,7	87,2
03-Juil-2008	Shire Pharmaceuticals	Jerini	192	71,2	106,7
05-Juin-2008	Ipsen	Tercica	147	104,1	109,6
28-Mai-2008	Bristol-Myers Squibb	Kosan Biosciences	45	229,3	223,0
22-Avril-2008	GlaxoSmithKline	Sirtris Pharmaceuticals	235	76,5	73,7
20-Fevr-2008	Pfizer	Encysive Pharmaceuticals	58	117,6	184,0

Plus haut	229,3%	223,0%
75% Percentile	102,1	113,4
Moyenne	99,2	109,0
Médiane	92,6	105,6
25% Percentile	72,5	77,1
Plus bas	18,3	24,2

Primes sur l'échantillon de transactions françaises

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Capitalisation sur base cours avant annonce (m€)	Prime (%) sur cours de la veille	Prime (%) sur moyenne pondérée par les volumes sur 1 mois
15-Juin-2011	Qiagen	Ipsogen	38	70,9%	71,9%
15-Juin-2010	Grontmij	Ginger	68	67,4	74,3
02-Déc-2008	Sierra Wireless	Wavecom	63	108,3	93,7
01-Août-2008	SunGard Investment Ventures	GL Trade	274	46,3	48,2
27-Juil-2008	Citloi	Ilog	135	37,0	50,2
10-Oct-2007	BT Group	Net2S	57	18,4	19,9

Plus haut	108,3%	93,7%
75% Percentile	70,0	73,7
Moyenne	58,0	59,7
Médiane	56,9	61,0
25% Percentile	39,3	48,7
Plus bas	18,4	19,9

Les intervalles de primes sélectionnées pour ces échantillons de transactions comparables ressortent à 77,1%–113,4% pour les transactions internationales intervenues dans le secteur des biotechnologies et à 48,7%–73,7% pour les transactions françaises.

Sur la base d'un cours moyen pondéré par les volumes s'élevant à 3,49 euros dans le mois précédant le 27 septembre 2011, cette analyse fait ressortir une valeur implicite par Action Novagali entre 6,18 euros et 7,45 euros d'une part et entre 5,19 euros et 6,06 euros d'autre part.

⁹ Les valeurs en devises ont été converties en euros sur la base des taux de change applicables le jour précédant l'annonce.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

3.2.1 Valeur comptable des capitaux propres

Nous estimons que la méthode tenant compte de la valeur comptable des capitaux propres n'est pas pertinente au cas d'espèce car il s'agit d'une mesure purement comptable qui ne constitue pas une mesure fiable de la valeur d'une société disposant d'importants actifs incorporels difficiles à valoriser. Cette méthode n'apparaît pas pertinente dans la mesure où elle ne tient pas compte des performances futures de la Société. A titre indicatif, au 30 juin 2011, la valeur comptable des capitaux propres de Novagali s'élevait à 11,1 millions d'euros, soit 0.68 euros par Action.

3.2.2 Actif net comptable

Nous estimons que cette méthode, bien qu'applicable à certains secteurs spécifiques (tels que les institutions financières et les sociétés foncières) ou à certains groupes devant être valorisés actif par actif plutôt que sur une base consolidée (sociétés holding), n'est pas pertinente au cas d'espèce dans la mesure où elle ne tient pas compte des performances opérationnelles et financières futures d'une société en continuité d'exploitation.

3.2.3 Méthode de l'actualisation des dividendes

La méthode d'actualisation des dividendes consiste à estimer la valeur des capitaux propres d'une société en actualisant la valeur des dividendes futurs en retenant un taux d'actualisation égal au taux de rendement exigé par les actionnaires. Nous estimons que cette méthode n'est pas applicable à Novagali dans la mesure où Novagali n'a jamais versé aucun dividende depuis son introduction en bourse et où Novagali n'envisage pas de verser de dividendes à court ou moyen terme.

3.2.4 Analyse de sociétés comparables

Novagali est la seule société française de biotechnologie spécialisée dans le développement de nouveaux traitements dans le domaine des thérapies ophtalmologiques grâce à ses techniques d'émulsions cationiques. Par conséquent, il n'existe pas de société directement comparable à Novagali.

3.2.5 Analyse de transactions comparables

Cette méthode consiste à comparer le Prix par Action offert au prix par action implicite déterminé à partir des multiples moyens observés sur un échantillon représentatif de transactions comparables. Nous estimons que cette méthode n'est pas applicable à Novagali en l'état actuel de son développement étant donné le chiffre d'affaires très réduit que Novagali réalise et que Novagali ne devrait atteindre une situation stable et représentative ainsi qu'une rentabilité à moyen terme qu'après le lancement et le développement commercial de ses principaux produits.

3.2.6 Objectif de cours des analystes

Il n'existe actuellement aucun objectif de cours pour Novagali. Cette méthode n'est donc pas applicable.

3.3 Synthèse des éléments d'appréciation de l'Offre par Action Novagali

Le Prix par Action offert se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus :

	Fourchette de prix (€)	Prime/(décote) sur la base d'un prix de 6,15 € (%)	Prime/(décote) sur la base d'un prix de 6,25 € (%)
Acquisition par Santen d'un bloc majoritaire	€ 6,15 (qui peut être augmenté à € 6,25)	0,0%	0,0%
Prix par Action			
Dernier cours coté au 27 septembre 2011	€ 3,59	71,3%	74,1%
Moyenne sur 1 mois ⁽¹⁾	€ 3,49	76,1%	79,0%
Moyenne sur 3 mois ⁽¹⁾	€ 3,57	72,5%	75,3%
Moyenne sur 6 mois ⁽¹⁾	€ 3,71	65,9%	68,6%
Moyenne sur 12 mois ⁽¹⁾	€ 3,61	70,4%	73,1%
Plus haut sur 1 an	€ 4,16	47,8%	50,2%
Plus bas sur 1 an	€ 3,02	103,6%	107,0%
Prix d'introduction en bourse	€3,40	80,9%	83,8%
Actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles probabilisés	€ 5,86 – € 7,20	4,9% – (14,6)%	6,7% – (13,2)%
Analyse des niveaux de prime relevés sur des opérations comparables ⁽²⁾ (secteur des biotechnologies)	€ 6,18 – €7,45	(0,5)% – (17,4)%	1,1% – (16,1)%
Analyse des niveaux de prime relevés sur des opérations comparables ⁽²⁾ (opérations françaises)	€ 5,19 – €6,06	18,5% – 1,5%	20,4% – 3,1%

Source: Bloomberg.

¹ Moyennes pondérées par les volumes échangés.

² Primes appliquées à la moyenne du cours de bourse pondérée par les volumes au cours du mois précédent le 27 septembre 2011.

Il convient de rappeler que le plan d'affaires utilisé pour les besoins de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles tient compte de perspectives de développement qui sont supérieures à celles de Novagali dans un scénario de développement autonome.

A l'inverse, les performances futures de Novagali dépendent principalement d'un produit en cours de développement (Cyclokat[®]) et, par conséquent, la valorisation de la Société à la date des présentes repose en grande partie sur les prévisions de succès de ce traitement. Dans l'hypothèse où ces prévisions de succès s'avèreraient significativement inférieures aux prévisions actuelles, Santen pourrait supporter des pertes importantes liées à l'acquisition de Novagali. En particulier, si Cyclokat[®] devait ne pas être commercialisé, Santen devrait passer en perte l'essentiel de son investissement dans Novagali.

3.4 Appréciation des prix et montants d'indemnisation offerts pour les Bons

3.4.1 Appréciation du prix offert pour les BSA 2019

Les termes de l'Offre visant les 19.030 BSA 2019 en circulation sont identiques aux termes de l'Offre visant les Actions sous-jacentes après déduction du prix d'exercice de 3,40 euros, comme si les porteurs des BSA 2019 décidaient d'exercer leurs BSA 2019 et d'apporter à l'Offre les Actions reçues lors de l'exercice au lieu de leurs BSA 2019. Par conséquent, l'appréciation des termes de l'Offre faite pour les BSA 2019 est identique à l'appréciation du Prix par Action offert pour les Actions. Les

porteurs de BSA 2019 apportant leurs BSA 2019 à l'Offre recevront 2,75 euros en toute hypothèse. En revanche, les porteurs de BSA 2019 qui exerceront leurs BSA 2019 et apporteront les Actions en résultant à l'Offre pourront réaliser un gain net de 2,75 euros sur la base du Prix par Action (6,15 euros – 3,40 euros) ou, si le Complément de Prix est dû aux porteurs d'Actions, un gain net de 2,85 euros (6,25 euros – 3,40 euros).

3.4.2 Appréciation du prix offert pour les BSA 2014 et des montants d'indemnisation offerts pour les BCE

Le tableau suivant présente les termes et conditions des BSA 2014 et des BCE en circulation au 27 septembre 2011, ainsi que le prix ou le montant d'indemnisation offert par Santen pour chacun d'eux.

	Nombre de BSA/BCE en circulation	Nombre d'actions à émettre	Expiration	Prix de souscription (en €)	Prix d'exercice (en €)	
						Prix offert (en €)
BSA 2014	700	1.400	28-juin-14	0,01	6,33	4,03
						Montant d'indemnisation (en €)
BCE Mars 2012	15.047	30.094	26-mars-12	0,00	8,80	0,42
BCE Mai 2012	11.397	22.794	29-mai-12	0,00	8,80	0,64
BCE Juin 2012	3.499	6.998	14-juin-12	0,00	6,33	1,95
BCE 2014	19.330	38.660	27-mars-14	0,00	6,33	3,83
BCE Mars 2015	27.595	55.190	26-mars-15	0,00	8,80	3,31
BCE Mai 2015	11.881	23.762	29-mai-15	0,00	8,80	3,43

Méthode d'évaluation retenue pour calculer le prix offert pour les BSA 2014 et les montants d'indemnisation offerts pour les BCE

Les montants offerts tels qu'ils figurent dans le tableau ci-dessus ont été calculés conformément aux instructions de Santen selon une méthode conforme à la pratique de marché. Les paramètres retenus sont les suivants :

- § Valorisation des Bons comme des options d'achat américaines « vanille » en ayant recours à la méthode Black & Scholes (disponible sur Bloomberg, fonction « OV », modèle « BS – discrete » options d'achat américaines « vanille ») ;
- § Un prix par action de référence de 6,15 euros (soit le Prix par Action) ;
- § Un taux d'intérêt fondé sur la courbe des taux EURO SWAP (disponible sur l'écran Bloomberg « I53 – Euro Swap Annuel » au 27 septembre 2011). Le taux d'intérêt retenu tient compte de la date d'expiration de chaque catégorie de Bons ;
- § Aucune distribution de dividende ne sera effectuée pendant la durée des Bons ; et

§ Une volatilité de 50%.

Appréciation de la méthode d'évaluation retenue pour calculer le prix offert pour les BSA 2014 et les montants d'indemnisation offerts pour les BCE

En dépit de ses limites théoriques inhérentes, la méthode Black & Scholes reste la méthode la plus couramment utilisée pour calculer le prix d'un instrument optionnel. En particulier, le modèle Bloomberg « BS – discrete » (fonction « OV ») retenu pour calculer le prix offert pour les BSA 2014 et les montants d'indemnisation offerts pour les BCE est un modèle indépendant développé par des spécialistes de marché et mondialement reconnu. L'approche Black & Scholes prévoit une formule de calcul fermée aux termes de laquelle la valeur d'une option peut être déterminée à partir d'un nombre fini de paramètres.

Le tableau suivant présente les résultats de la méthode d'évaluation Black & Scholes, sur la base d'une volatilité comprise entre 40% et 60% :

	Taux EURO Swap	Sur la base d'un prix de 6,15 euros		
		Volatilité		
		40%	50%	60%
Prix par BSA 2014	1,66%	3,27	4,03	4,75
Montant d'indemnisation par BCE Mars 2012	0,88%	0,21	0,42	0,69
Montant d'indemnisation par BCE Mai 2012	0,96%	0,34	0,64	0,99
Montant d'indemnisation par BCE Juin 2012	0,98%	1,54	1,95	2,36
Montant d'indemnisation par BCE 2014	1,63%	3,11	3,83	4,53
Montant d'indemnisation par BCE Mars 2015	1,78%	2,39	3,31	4,20
Montant d'indemnisation par BCE Mai 2015	1,81%	2,50	3,43	4,35

S'agissant de la volatilité comprise entre 40% et 60% utilisée pour le calcul selon la méthode Black & Scholes, les observations suivantes peuvent être faites :

§ L'introduction en bourse récente de Novagali en juillet 2010 n'offre qu'une période d'observation de la volatilité de l'action très limitée. Au cours de cette période réduite allant de la date de l'introduction en bourse à la date de l'Offre, la volatilité de l'action Novagali sur 1 an était comprise entre environ 31% et 33%, avec un niveau moyen de volatilité qui ressort à 32%.

§ Sur la base d'un panel de sociétés françaises de biotechnologies comparables (Nicox, Cellectis, Exonhit, Innate, Genfit et Neovacs), au cours des 5 dernières années, l'intervalle moyen de volatilité à 1 an varie entre environ 43% et 73%, avec une volatilité médiane à environ 50%.

Sur la base du Prix par Action, aucun des BSA 2014 ou des BCE n'est « dans la monnaie » dans la mesure où tous ces Bons ont un prix d'exercice supérieur au Prix par Action. Par conséquent, si les porteurs de ces Bons décidaient d'exercer leurs Bons et d'apporter à l'Offre les Actions reçues lors de l'exercice, ils subiraient une perte. Bien qu'ils n'aient pas de valeur intrinsèque, ces Bons conservent une valeur temporelle que Santen a déterminée pour l'offrir aux différents porteurs de Bons afin de les inciter à renoncer à leurs droits (Voir Section 2.5 « Traitement des attributaires d'Actions Gratuites et des porteurs de Bons »).

4 AVIS DES ORGANES SOCIAUX DE L'INITIATEUR

Le dépôt de l'Offre auprès de l'AMF et la mise en œuvre de l'Offre ont été approuvés par le conseil d'administration de Santen le 27 septembre 2011.

5 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

5.1 Pour l'Initiateur

« A notre 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. »

Santen Pharmaceutical, Co. Ltd.

Par : M. Akira Kurokawa, Président Directeur Général

5.2 Pour l'établissement présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Goldman Sachs International, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Goldman Sachs International