

NOTE D'INFORMATION

établie par Novagali Pharma



conseillée par Rothschild



EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE INITIÉE PAR



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 11-552 en date du 29 novembre 2011 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Novagali Pharma et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-18-1-I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport de Messieurs Patrick Abensour et Jean-Louis Brun d'Arre du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Novagali Pharma (www.novagali.com) et est mise gratuitement à disposition du public au siège de Novagali Pharma, 1 rue Pierre Fontaine, Bâtiment Genavenir IV, 91000 Évry.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Novagali Pharma seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée et selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1. PRESENTATION DE L'OFFRE.....	4
1.1 Description de l'Offre.....	4
1.1.1. Nombres et natures des Titres visés par l'Offre	5
1.1.2. Prix pour les Titres offert par l'Initiateur.....	6
1.1.3. Ajustement à la hausse des termes de l'Offre	6
1.1.4. Déroulement de l'Offre.....	6
1.1.5. Procédure d'apport à l'Offre.....	7
1.1.6. Conditions de l'Offre	7
1.1.7. Restrictions concernant l'Offre en dehors de France.....	8
1.2 Contexte de l'Offre.....	8
1.3 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur.....	10
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	10
3. RAPPORT DE L'EXPERT	13
4. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	56
4.1 Contrat d'Achat d'Actions.....	56
4.2 Traitement des attributaires d'Actions Gratuites et des porteurs de Bons.....	57
5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	58
5.1 Structure du capital.....	58
5.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions ou clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition des Actions	59
5.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions.....	59
5.2.2 Accords entre actionnaires dont la Société à connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote	59
5.2.3 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.....	59
5.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1 ^{er} janvier 2011	60
5.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	62
5.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	62
5.6 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	62

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	63
5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire	63
5.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts	63
5.8 Pouvoirs du Directoire en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	63
5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance 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 publique	65
6. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	65
7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPOSE	65

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Description 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** »), a déposé le 9 novembre 2011 un projet d'offre publique d'achat simplifiée proposant 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 dans les conditions décrites 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) (les « **Actions** »), soit, à la connaissance de la Société et après prise en compte du nombre d'Actions que l'Initiateur détient déjà, un nombre maximum de 8.263.441 Actions,¹ 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 la Société, un maximum de 19.730 BSA, à savoir :
 - a. les 700 bons de souscription d'actions expirant le 28 juin 2014 qui sont en circulation (les « **BSA 2014** ») ; et
 - b. 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 et les Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des Bons (tels que définis ci-dessous)), mais excluant (i) les 8.243.347 actions de Novagali détenues par Santen à la date des présentes et (ii) les 474.800 Actions Gratuites (telles que définies à la Section 1.1.1).

- (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** ».

1.1.1. Nombres et natures 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 ; et
- (ii) 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 :

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

Les Actions visées par l'Offre représentent, à la connaissance de la Société, un nombre maximum de 8.263.441 Actions au jour de la présente note en réponse, 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 et à l'exclusion des 474.800 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** »).

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. Par ailleurs, en dehors des cas où il existe une exception légale ou réglementaire (telle que le décès ou l'incapacité de l'attributaire), aucune des 474.800 Actions Gratuites, dont la période d'acquisition expire le 3 février 2013, ne pourra être apportée à l'Offre. Santen adressera une proposition d'indemnisation contre renonciation aux attributaires d'Actions Gratuites et aux porteurs de Bons (Voir Section 4.2 « Traitement des attributaires d'Actions Gratuites et des porteurs de Bons »).

A l'exception de ce qui précède, il n'existe 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.

Afin d'être complet, il est précisé que les BSA 2014 sont cessibles conformément à leurs termes et que les BSA 2019 ont été rendus cessibles par une décision du directoire de la Société en date du 9 novembre 2011, prise après discussion et en concertation avec Santen. Par ailleurs, 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 n'est « dans la monnaie ».

Enfin, aux termes du Contrat d'Achat d'Actions, Novagali s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre ses Actions auto-détenues, soit 30.148 Actions au 27 septembre 2011.

A la connaissance de la Société, (i) l'Initiateur détient directement, à la date de la présente note en réponse, 8.243.347 Actions acquises dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché (telle que définie ci-dessous), (ii) à 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 qui précèdent le 27 septembre 2011, (iii) l'Initiateur ne détient aucun droit lui permettant d'acquérir des Actions ou des Titres de la Société, (iv) l'Initiateur agit seul et non de concert.

1.1.2. Prix pour les Titres offert par l'Initiateur

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.

1.1.3. 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 aux actionnaires ayant apporté leurs Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure centralisée.

1.1.4. Déroulement 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. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a fait part de son 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. Une telle procédure de retrait obligatoire, s'il y a lieu, sera mise en œuvre à un prix 6,25 euros par Action.

L'Initiateur a également fait part de son 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 BSA non présentés à l'Offre si les Actions existantes non présentées à l'Offre et les Actions susceptibles d'être émises à la suite de l'exercice des BSA non présentés à l'Offre ne représentent pas plus de 5% de la somme des titres de capital de la Société existants et susceptibles d'être créés. Une telle procédure de retrait obligatoire, s'il y a lieu, sera mise en œuvre à un prix de 4,03 euros par BSA 2014 et de 2,75 euros par BSA 2019.

Dans les conditions prévues aux articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a également indiqué se réserver la faculté, dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre ainsi qu'il est prévu au deuxième paragraphe et où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95 % des droits de vote de la Société, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire dans le cas où les Actions détenues par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera soumis au contrôle de l'AMF qui se prononcera sur sa conformité au vu notamment (i) de l'évaluation des titres concernés de la Société qui sera fournie par l'Initiateur et (ii) d'un nouveau rapport de l'expert indépendant désigné conformément à la réglementation applicable.

L'Initiateur se réserve également 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.

1.1.5. Procédure d'apport à l'Offre

(i) Procédure d'apport des Actions à l'Offre

L'Initiateur n'a pas l'intention d'acquérir d'Action sur le marché pendant la durée de l'Offre, afin que tous les actionnaires soient en mesure de bénéficier du paiement du Complément de Prix, s'il est dû. Les actionnaires pourront uniquement participer à l'Offre en apportant leurs Actions dans le cadre de la procédure centralisée, ainsi qu'il est décrit ci-après.

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 irrévocable 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 transfèrera 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.

(ii) 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.

(iii) 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 il aura 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.

1.1.6. 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 1.1.3 « 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.

1.1.7. Restrictions concernant l'Offre en dehors de France

L'Offre est faite à tous les détenteurs de Titres en France. La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans un pays autre que la France.

La distribution de la présente note en réponse 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.

1.2 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	15,60%
Auriga Partners ^(*)	2.229.784	13,67%
Idinvest Partners ^(*)	1.872.323	11,48%
CDC Innovation ^(*)	1.191.908	7,31%
M. Bernard Chauvin	344.917	2,11%
M. Alain Munoz	27.248	0,17%
M. Jérôme Martinez	26.212	0,16%
M. George Lasezkay	7.080	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 MM. Alain Munoz et George Lasezkay à raison de l'exercice de BSA 2019. (Voir ci-dessous pour plus de détails.)

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, après discussion et en concertation avec Santen, 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 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 (avis AMF D&I n°211C1874 du 14 octobre 2011) et par l'article 11 des statuts de Novagali.

Le 9 novembre 2011, le directoire de la Société, après discussion et en concertation avec Santen, a rendu cessibles les BSA 2019, a décidé d'aligner la condition de performance prévue par le Plan BSA 2019 pour le troisième tiers des BSA 2019 sur la condition de performance prévue pour le deuxième tiers des BSA 2019 et a dès lors réputé satisfaite cette condition de performance, telle qu'amendée, au regard du Prix par Action offert; chaque bénéficiaire ayant en conséquence le droit d'exercer le nombre de BSA 2019 auquel il pouvait prétendre au titre du troisième tiers des BSA 2019.³

³ Il résulte de l'article 12 du plan applicable aux BSA 2019 que le directoire de la Société était autorisé à modifier les stipulations du plan dans un sens plus favorable aux porteurs. Les BSA 2019 étaient initialement soumis à un exercice échelonné par tiers dans le temps et assortis d'une condition de présence au sein du conseil de surveillance ou du comité scientifique de la Société et d'une condition de performance. La condition de performance devait être appréciée à la deuxième et à la troisième date anniversaire de leur attribution (le cours devant présenter une augmentation de 50% à la deuxième date anniversaire, soit 5,04 € au 3 février 2013, et de 100% à la troisième date anniversaire, soit 6,72 € au 3 février 2014).

C'est dans ce contexte 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 conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

1.3 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur

A l'exception du Contrat d'Achat d'Actions, la Société n'est partie à aucun accord avec l'Initiateur ou ses dirigeants ou administrateurs.

2. **AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de surveillance de Novagali se sont réunis le 9 novembre 2011.

Tous les membres étaient présents ou représentés, à l'exception de M. Naoya Karube, absent et excusé. La séance était présidée par M. Russell G. Greig en sa qualité de Président du Conseil de surveillance.

Le Conseil de surveillance a rendu à l'unanimité l'avis suivant :

« Le Comité des Membres Indépendants constate, s'agissant de l'Offre elle-même, au vu du rapport de l'Expert Indépendant, du projet de note d'information remis par Santen, des analyses de Rothschild, la banque mandatée par la Société dans le cadre de l'Opération, et de ses propres analyses sur les conditions financières de l'Offre, que :

- *Le rapport de l'Expert Indépendant conclut que les conditions de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les titres visés par l'Offre ;*
- *Le prix de l'Offre fait ressortir pour les détenteurs de titres 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. L'Offre a été bien accueillie par le marché ; selon un analyste (Morgan Stanley, 29 septembre 2011), la prime sur le cours étant perçue comme significative ;*
- *Si, à la date du règlement-livraison de l'Offre, Santen 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 de la Société en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, Santen versera un complément de prix de 0,10 euro par action Novagali apportée à l'Offre, auquel cas le prix de l'Offre ferait 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 ;*
- *Santen 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% de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés ;*
- *Santen 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 ;*

- *Santen va adresser une proposition d'indemnisation contre renonciation aux attributaires d'actions gratuites et aux porteurs de bons de souscription d'actions et de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise émis par la Société ; et*
- *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.*

Sur la base des conclusions de l'Expert Indépendant, des analyses de Rothschild telles qu'approuvées par les membres du Comité des Membres Indépendants, et de ses propres analyses sur les conditions financières de l'Offre, le Comité des Membres Indépendants recommande formellement à l'unanimité au Conseil de recommander aux porteurs de titres Novagali de les apporter à l'Offre.

Sur la base du rapport de l'Expert Indépendant et de la recommandation du Comité des Membres Indépendants, le Conseil, au vu de l'ensemble des informations mises à sa disposition, constate que :

- *Le rapport de l'Expert Indépendant conclut que les conditions de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les titres visés par l'Offre ;*
- *Santen va adresser une proposition d'indemnisation contre renonciation aux attributaires d'actions gratuites et aux porteurs de bons de souscription d'actions et de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise émis par la Société ;*
- *L'objectif de l'Opération est de permettre (i) à la Société, en s'appuyant sur les forces de Santen en tant que nouvel actionnaire stable, de bénéficier d'un partenaire stratégique de confiance et de devenir un des leaders mondiaux dans le secteur de l'ophtalmologie, et (ii) 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. En particulier, l'intégration de la Société 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 la Société 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.*
- *La nouvelle composition de l'actionnariat de la Société devrait permettre à la Société de bénéficier du soutien opérationnel, financier et scientifique d'un acteur majeur du secteur pharmaceutique permettant d'assurer ainsi la pérennité de la Société et de l'emploi ;*
- *Santen a l'intention de faire de Novagali une de ses principales plateformes en Europe au côté de ses filiales européennes existantes et prévoit que l'expertise de Novagali en Europe facilitera la réalisation de l'un de ses objectifs stratégiques à moyen terme ;*
- *L'objectif de Santen est de faire bénéficier au groupe résultant de ce rapprochement des technologies de pointe et du portefeuille de produits en cours de développement de Novagali ainsi que de sa plateforme 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 ;

- 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 ;
- 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 ;
- 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 ;
- 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 ;
- 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 ;
- Si, à la date du règlement-livraison de l'Offre, Santen 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 de la Société en application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, Santen versera un complément de prix de 0,10 euro par action Novagali apportée à l'Offre ;
- Santen 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% de la somme des titres de capital existants et susceptibles d'être créés ; et
- Santen 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.

Sur la base de la recommandation du Comité des Membres Indépendants, du rapport de l'Expert Indépendant, et après en avoir délibéré, le Conseil prend acte de ce que l'Opération s'effectue dans un cadre amical et concerté et que l'Offre, notamment le projet industriel et social présenté par Santen, ainsi que les conditions financières qui sont offertes par Santen aux détenteurs des titres de Novagali, sont dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et porteurs de titres Novagali et de ses salariés, et recommande à l'unanimité aux porteurs de titres Novagali de les apporter à l'Offre.

Par ailleurs, les membres du Conseil déclarent qu'ils apporteront à l'Offre les actions et les bons de souscription d'actions Novagali qu'ils détiennent. »

3. RAPPORT DE L'EXPERT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le 27 septembre 2011, le Conseil de surveillance de Novagali a nommé le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, pris en la personne de Messieurs Patrick Abensour et Jean-Louis Brun d'Arre, en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Conformément à la réglementation applicable, la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant dans le rapport de l'Expert Indépendant (certains éléments relatifs à l'indemnisation des attributaires d'Actions Gratuites (Section 4.2.3(c)) et relatifs à la méthode du DCF (Section 5.2.2)). Le contenu de ce rapport est reproduit ci-après.



Conformément à la réglementation applicable, la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant dans le rapport de l'Expert Indépendant (certains éléments relatifs à l'indemnisation des attributaires d'Actions Gratuites (section 4.2.3(c)) et relatifs à la méthode du DCF (section 5.2.2)).

NOVAGALI PHARMA S.A

1, RUE PIERRE FONTAINE

91000 EVRY

ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS DE LA SOCIETE NOVAGALI PHARMA

ANNULE ET REMPLACE LE RAPPORT DU 8 NOVEMBRE 2011

SOMMAIRE

1.	CONTEXTE DE L'OPERATION	1
2.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	3
2.1	Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés	3
2.2	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	3
2.3	Déclaration d'indépendance	4
2.4	Rémunération de l'expert indépendant	4
2.5	Diligences effectuées par l'expert	4
3.	PRESENTATION DE LA SOCIETE NOVAGALI PHARMA	7
3.1	Historique de la société	8
3.2	Marché et environnement concurrentiel	10
3.3	Performances financières historiques de la Société	12
3.4	Plans d'affaires prévisionnels	14
4.	TRAVAUX D'EVALUATION	17
4.1	Critères et méthodes écartés	17
4.1.1	Actif net comptable et actif net réévalué (ANR)	17
4.1.2	Capitalisation des dividendes	17
4.1.3	Transactions comparables	18
4.1.4	Comparaisons boursières	20
4.2	Critères et méthodes retenus	22
4.2.1	Cours de bourse	22
4.2.2	Actualisation des flux futurs de trésorerie ou DCF	24
4.2.3	Transactions récentes sur le capital de Novagali	27
4.3	Appréciation du prix proposé pour l'OPA portant sur les BSA	31
4.3.1	Rappel des caractéristiques des BSA	31
4.3.2	Conditions de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle	31
4.3.3	Prix de l'Offre sur les BSA 2014 et les BSA 2019	32

5.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR	34
5.1	Choix des méthodes et des critères d'évaluation	34
5.2	Modalités de mise en œuvre des méthodes	34
5.2.1	Cours de bourse	34
5.2.2	Méthode du DCF	35
5.2.3	Transaction récente sur le capital	36
6.	CONCLUSION	37

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Fondée en 2000, la société Novagali SA (ci-après « Novagali » ou « la Société ») développe et commercialise des produits pharmaceutiques ciblant les maladies oculaires. La Société est cotée depuis juillet 2010 sur le Compartiment C de NYSE Euronext Paris.

Depuis sa création, Novagali dégage structurellement des pertes, ses ressources n'étant pas suffisantes à son développement pour couvrir ses efforts de recherche et développement. En 2010, la Société a ainsi réalisé une perte nette de 7,5 M€, contre 8,5 M€ un an auparavant.

La Société, qui s'est financée auprès de ses actionnaires à hauteur de 81 M€, commercialise un produit, Cationorm, et développe deux produits en phase III (Cyclokate et Vekacia) et deux produits à des stades de développement plus précoces (Catioprost en phase II et Cortiject en phase I).

Afin de poursuivre le développement de ces molécules et de permettre leur commercialisation, la Société a recherché un partenaire industriel en mesure de lui apporter un soutien financier. C'est dans ce contexte que le groupe japonais Santen Pharmaceutical Co. Ltd (ci-après « Santen » ou « l'Initiateur ») a annoncé, le 28 septembre 2011, avoir conclu un contrat portant sur l'acquisition hors marché d'un bloc de 8 243 347 actions auprès d'actionnaires, représentant 50,55 % du capital, pour un prix total de 50 696 584,05 €, soit 6,15 € par action, pouvant être porté à 6,25 € si Santen peut procéder à une procédure de retrait obligatoire dans les conditions prévues à l'article 237-14 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « l'AMF »).

A la suite de cette annonce, l'Initiateur a décidé de proposer aux porteurs de Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprise (les BCE) et des actions gratuites de les indemniser en échange d'une renonciation à leurs droits.

Cette transaction a donné lieu à l'évolution de l'actionnariat suivante au 11 octobre 2011 :

Actionnariat	Avant opération		Après opération	
Actionnaires Cédants	8 243 347	50,5%		
dont : Edmond de Rothschild Investment Partners	2 543 875	15,6%		
Auriga Partners	2 229 784	13,7%		
Idinvest Partners	1872 323	11,5%		
CDC Innovation	1191908	7,3%		
M. Bernard Chauvin	344 917	2,1%		
M. Alain Munoz	27 248	0,2%		
M. Jérôme Martinez	26 212	0,2%		
M. George Lasezkay	7 080	0,0%		
Santen			8 243 347	50,5%
Membres des organes de direction et de surveillance	9 675	0,1%	9 675	0,1%
Autres actions des dirigeants et salariés	114 107	0,7%	114 107	0,7%
Autocontrôle	30 148	0,2%	30 148	0,2%
Autres actionnaires	7 911 583	48,5%	7 911 583	48,5%
dont public	3 747 850	23,0%	3 747 850	23,0%
Total	16 308 860	100,0%	16 308 860	100,0%

Dans ce cadre et 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, Santen a vocation à déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« OPAS » ou « l'Offre »), portant sur :

- les actions Novagali qu'elle ne détient pas encore, soit un nombre maximum de 8 738 241 actions (y compris les actions auto-détenues et les actions gratuites), au prix de 6,15 € qui sera porté à 6,25 € si Santen peut procéder à l'issue de l'Offre à une procédure de retrait obligatoire dans les conditions prévues à l'article 237-14 du règlement général de l'AMF ;
- les bons de souscription BSA 2014, soit 700 BSA 2014 au prix de 4,03 €, et BSA 2019, soit 19 030 BSA 2019 au prix de 2,75 €.

L'Initiateur a manifesté son intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, si les actions non présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 5 % du capital social et des droits de vote.

Ainsi, en application des dispositions de l'article 261-1 I - 1°, 2° et 5°, et II du règlement général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après « BM&A ») a été mandaté le 28 septembre 2011 par le conseil de surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix de 6,15 € par action (pouvant être porté à 6,25 € par action) et du prix des BSA proposés à l'occasion de l'Offre .

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte environ quatre-vingt collaborateurs, dont seize associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros. Son siège est situé à Paris, dans le 8^{ème} arrondissement.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et traitement des difficultés des entreprises, « M&A Transaction Services » et conseil en management comptable et financier et en systèmes d'information. Chaque activité dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine et animée par un ou plusieurs associés.

Le cabinet a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
nov-09	Augmentation de capital avec suppression du DPS	Risc Group	STS Group	HSBC
févr-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Compagnie Intern. André Trigano	Etoile Holding 2	BNP Paribas
juin-10	Augmentation de capital et OPA (actions, OCEANE)	Solving Efeso International	Partners in Action	Bryan Garnier
sept-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	LVL Médical Groupe	Oddo Corporate Finance
mars-11	Offre Publique d'Echange Simplifiée	CI Areva	CEA	Société Générale
juin-11	Offre Publique d'Achat	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilze OBC Corporate
juin-11	Offre Publique Alternative	Modelabs	Bigben Interactive	Natixis
juin-11	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
oct-11	Offre Publique d'Achat	Maesa	F&B Group	CM -CIC Securities

2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur entre notre cabinet et la Société, ses conseils, ses actionnaires, l'Initiateur et le cabinet Bionest, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission.

Nous précisons que BM&A avait initié des travaux d'expertise indépendante au mois de mai 2011 à l'occasion d'une offre envisagée par un autre initiateur. Cette opération a été interrompue sans que nous ayons procédé à l'évaluation de la Société, les parties n'étant pas parvenues à un accord.

S'agissant de la Banque Présentatrice, BM&A n'est pas intervenu en qualité d'expert indépendant à l'occasion d'opérations de marché présentées par Goldman Sachs au cours des 18 derniers mois écoulés.

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 100 810 € hors taxes, y compris les honoraires de Bionest d'un montant de 8.000 €. Les honoraires perçus par BM&A lors de l'opération initiée en mai 2011 s'élèvent à 40 000 € hors taxes, y compris la rémunération de Bionest.

2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Jean-Louis Brun d'Arre et Patrick Abensour, associés signataires, assistés de Laurent Peny, directeur de mission spécialisé en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Pierre Béal, associé. Nous avons été accompagnés par la société Bionest, expert sectoriel en biotechnologie, qui est intervenue essentiellement afin d'appliquer au portefeuille de produits un modèle probabilisé de projection de chiffre d'affaires (« *risk adjusted forecast* »).

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 du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, et mise à jour le 27 juillet 2010.

Notre intervention s'est déroulée du 28 septembre au 8 novembre 2011.

Au cours de nos travaux, nous avons rencontré le management de Novagali, et notamment :

- Monsieur Jérôme Martinez, président du directoire ;
- Monsieur Didier Le Normand, directeur administratif et financier ;
- Monsieur Frédéric Gomez, responsable Business Développement.

Nous avons échangé, en présence du management de la Société, avec les membres du Comité des Membres Indépendants du Conseil de surveillance (Messieurs Russell G. Greig, Nayan Greg Parekh, Bo Jesper Hansen et George Lasezkay) (ci-après le « Comité des Indépendants »).

Nous nous sommes entretenus avec les représentants des banques Rothschild, conseil de Novagali, et Goldman Sachs, banque conseil de Santen, et notamment :

- Messieurs Laurent Buiatti et Anthony Benichou, de Rothschild ;
- Monsieur Jérémie Marrache de Goldman Sachs.

Enfin, nous nous sommes entretenus avec Maître Benjamin Kanovitch, conseil de Novagali, avocat au sein du cabinet Bredin Prat.

Nous avons échangé avec le management de Novagali lors de l'opération abandonnée de mai 2011, et depuis le 28 septembre, à l'occasion de la présente opération. Ces discussions ont notamment porté sur les points suivants :

- description de l'activité de la Société et de son marché ;
- analyse des plans d'affaires des candidats médicaments¹, et identification des facteurs pouvant remettre en cause les hypothèses structurantes de ces plans ;
- situation financière de la Société.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité de Novagali ;
- ii) prendre connaissance des documents constituant de la data room électronique ;
- iii) analyser le contexte général de l'Offre ;
- iv) analyser la formation des revenus et des marges prévisionnelles des candidats médicaments ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) déterminer la valeur de l'action Novagali par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation effectués par la Banque Présentatrice et en réaliser une analyse critique.

¹ Désignation d'un produit en cours de développement. Il devient un médicament lors de l'obtention de l'autorisation de mise sur le marché.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction de Novagali, et en particulier :

- les documents de base d'introduction 2007 et 2010 ;
- le document de référence 2010 et les comptes de la Société au 30 juin 2011 ;
- le Share Purchase Agreement du 27 septembre 2011 ;
- les plans d'affaires des candidats médicaments de la Société ;
- le rapport d'évaluation établi par Goldman Sachs qui nous a été remis dans sa dernière version le 25 octobre 2011, et le plan d'affaires détaillé y afférent ;
- les projets de note d'information et de note en réponse ;
- la position de trésorerie au 30 septembre 2011 ;
- les plans relatifs aux BSA ;
- d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques.

Pour conduire nos travaux, nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Reuters et Datastream. Nous avons également consulté le cabinet Fairness Finance afin d'obtenir les éléments de calcul du coût des fonds propres, et Bionest pour la fiabilisation des travaux de valorisation intrinsèque des molécules. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblée pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes disponibles des sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières que nous avons examinées avec les dirigeants de la Société et les représentants de Rothschild, il nous a été affirmé par le management qu'elles avaient été établies au mieux de sa connaissance, et qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction de Novagali n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, et sur les informations mises à notre disposition.

3. PRESENTATION DE LA SOCIETE NOVAGALI PHARMA

La Société Novagali Pharma SA est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance, dont le siège est situé au 1, rue Pierre Fontaine à Evry (91). Au 11 octobre 2011², son capital social, qui s'élève à 1 304 708,80 €, est composé de 16 308 860³ actions de 0,08 € chacune de valeur nominale, toutes de même catégorie et entièrement libérées. L'action Novagali est cotée depuis le 22 juillet 2010 sur le Compartiment C de NYSE Euronext Paris (Isin : FR0010915553-NOVA). Sa capitalisation boursière atteignait 58,4 M€, sur la base d'un cours de clôture de 3,59 € relevé le 27 septembre 2011, veille de l'annonce de l'acquisition de 50,55 % du capital par Santen.

Novagali est une société pharmaceutique spécialisée dans le développement et la commercialisation de produits ciblant les maladies oculaires. La Société en est encore à un stade de développement précoce. En effet, le portefeuille de Novagali se compose d'un seul produit commercialisé (Cationorm), de quatre autres à diverses étapes de leur développement :

- Cationorm, commercialisé depuis avril 2008, traite les symptômes de la sécheresse oculaire. Au cours du premier semestre 2011, ce produit a généré 0,5 M€ de chiffre d'affaires ;
- Cyclokate, candidat médicament en phase III, adapté au traitement de la sécheresse oculaire sévère ;
- Catioprost, candidat médicament ayant obtenu des résultats positifs sur sa phase II, conçu pour le traitement du glaucome accompagné d'atteintes de la surface oculaire ;
- Vekacia, candidat médicament en phase III, élaboré pour le traitement d'une forme grave de conjonctivite allergique bilatérale chronique qui affecte surtout les enfants et les jeunes adultes (VKC) ;
- Cortiject, candidat médicament en phase I, adapté au traitement des rétinopathies diabétiques.

Le développement de ces candidats médicaments nécessite d'importants investissements en recherche et développement (ci-après « R&D ») qui ont conduit la Société à générer structurellement des pertes depuis sa création et impliquant différentes levées de fonds auprès de ses actionnaires. Cette politique de recherche a permis à Novagali d'acquérir un savoir-faire dans le secteur des émulsions cationiques ophtalmologiques avec une trentaine de découvertes protégées par autant de brevets.

² Date de l'acquisition hors marché par Santen ; cf. partie 1.

³ Postérieurement à la conversion des 34 328 BSA 2019 par Messieurs Munoz et Lasezkay.

3.1 Historique de la société

Novagali a été créée en août 2000 par Monsieur Simon Benita⁴, professeur à l'université Hébraïque de Jérusalem. Le premier tour de table de 3,6 M€, réalisé auprès de la Caisse des Dépôts et Consignation et d'Auriga Partners en septembre 2000, a permis à la Société de développer la plate-forme technologiques Novasorb qui augmente la biodisponibilité des drogues, c'est-à-dire l'efficacité, des médicaments ophtalmologiques. A cette époque la Société a également mis en place des activités de formulation et de pré-formulation qui lui ont permis d'aboutir aux premiers produits et de réaliser une première étude de phase I en ophtalmologie.

Les résultats positifs de cette étude clinique de phase I ont autorisé la levée d'un deuxième tour de table réalisé en deux tranches (5 M€ en 2003 et 9,2 M€ en 2004), dont l'objectif était de financer le développement d'un portefeuille de produits et les premiers essais cliniques dans le traitement de maladies ophtalmiques affectant la surface oculaire (syndrome de l'œil sec, allergies), les segments antérieur (inflammation et glaucome) et postérieur (dégénérescence maculaire liée à l'âge, rétinopathie diabétique) de l'œil. A cette occasion, la Société a déménagé dans de nouveaux locaux dédiés à ces activités de R&D et de production pilote début 2004.

En août 2004, la Société a lancé son premier essai clinique de phase II en ophtalmologie avec le Cationorm. Au cours de cette période, la Société a également développé deux autres plateformes technologiques : Eyeject, qui permet l'administration des produits à l'arrière de l'œil, et Li-Prodrug qui améliore la libération du principe actif.

Parallèlement en décembre 2003, Novagali a renforcé son management avec le recrutement de Monsieur Jérôme Martinez pour diriger le *business développement*, avant qu'il prenne la présidence du Directoire de la Société en mars 2004. Alain Munoz a été confirmé en mars 2004 dans ses fonctions de président du Conseil de surveillance, qu'il occupait depuis septembre 2003.

Pour financer le développement de ses candidats médicaments en ophtalmologie, une nouvelle levée de fonds a été réalisée en avril 2006 et en mars 2007 pour un montant de 26,0 M€. Au cours de cette période, la Société a :

- obtenu fin 2006, le visa autorisant la commercialisation en Europe du Cationorm (marquage CE) ;
- obtenu le statut de médicament orphelin pour le Vekacia de la part de l'European Medicines Agency (l'« EMA ») en Europe en mars 2006 et de la Food and Drug Administration (« la FDA ») aux Etats-Unis en mai 2007 ;
- annoncé en avril 2007 des résultats positifs pour l'étude clinique pivot de phase III pour le Vekacia ;
- entamé en septembre 2007 l'étude clinique pour le lancement commercial du Cationorm ;
- démarré l'étude clinique de phase III du Cyclokat en Europe fin 2007 ;
- et obtenu le statut d'établissement pharmaceutique au cours du premier semestre 2008.

Par ailleurs, la Société a envisagé une cotation de ses actions au second semestre 2007 avec le dépôt d'un document d'introduction à l'AMF en juillet, avant de renoncer à ce projet faute de condition de marché favorable.

⁴ Membre du conseil scientifique depuis 2004.

En septembre 2008 et novembre 2009, la Société a procédé à une dernière levée de fonds auprès de ses actionnaires historiques et de Rosetta Capital de 15,0 M€ sous forme d'un emprunt convertible obligataire (ou « OC ») avec bons de souscription d'actions. La Société a :

- procédé au lancement commercial du Cationorm en France en avril 2008 puis en Asie du Sud-Est, au Moyen-Orient et dans d'autres pays européens ;
- débuté l'essai clinique de phase I pour le Cortiject en avril 2008 ;
- obtenu en mai 2009 l'autorisation de la FDA pour mener aux Etats-Unis une étude clinique de phase III avec le Catioprost dans le traitement du glaucome ;
- avancé dans le développement clinique du Cyclokat avec la finalisation d'une étude de phase II aux Etats-Unis (janvier 2009), la finalisation d'une étude de phase III en Europe (novembre 2009) ;
- et enfin obtenu l'approbation de l'EMA sur le plan d'investigation pédiatrique en février 2010 pour Cyclokat.

Par ailleurs en avril 2010, OSEO a accordé une aide sous forme de subventions et d'avances remboursables de 9,4 M€ à Novagali et à ses partenaires pour le développement du projet collaboratif « VITRENA » (Valorisation et Innovation dans le Traitement des Rétinopathies par Nanotechnologies), dont Novagali est chef de file. L'objectif de ce programme est de développer un traitement pour l'OMD (Oedème Maculaire Diabétique) en utilisant des technologies novatrices.

En juillet 2010, la Société s'est introduite en bourse sur Euronext Paris et a levé 22,2 M€. Depuis son introduction en bourse, Novagali a :

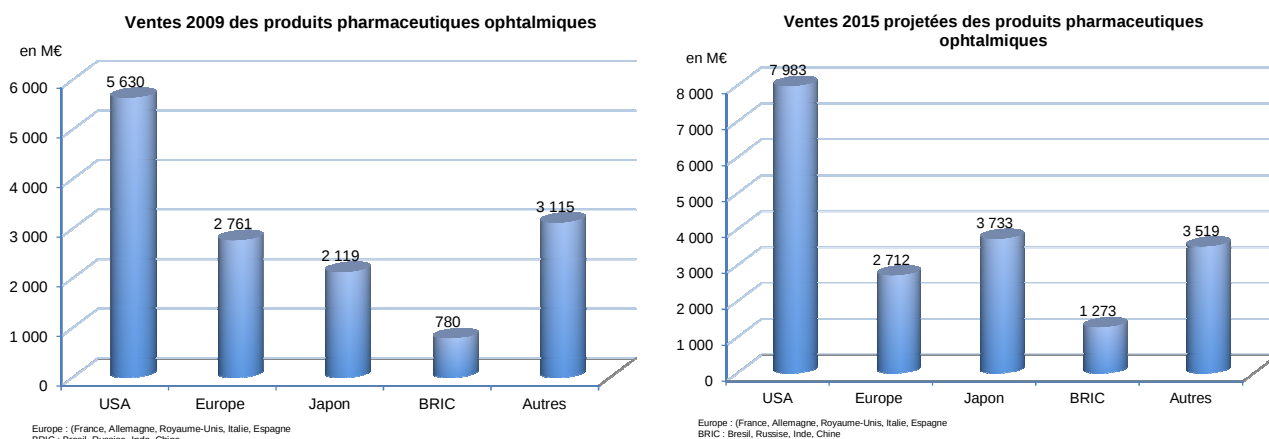
- poursuivi le déploiement commercial du Cationorm (grâce à un accord de distribution avec Ardeo aux Etats-Unis, en Arabie Saoudite ...) ;
- obtenu des résultats prometteurs de phase II pour le Catioprost en septembre 2011 ;
- débuté l'étude pivot européenne de phase III pour le Cyclokat avec le recrutement des premiers patients en avril 2011.

En 2011, l'effectif moyen de la Société s'établit à 42 personnes, dont 85 % sont affectés aux activités de recherche. La perte nette du premier semestre 2011 s'est établi à 6 M€ (- 7,4 M€ sur l'exercice 2010), la trésorerie s'établissant à 11,5 M€ au 30 juin 2011.

Il convient de relever que, depuis sa création, la Société a levé environ 81 M€ auprès de divers actionnaires financiers qui lui ont permis de commercialiser un seul produit, Cationorm.

3.2 Marché et environnement concurrentiel

Le marché des médicaments ophtalmologiques représentait 14,4 Mrd \$ en 2009⁵, principalement concentré sur les Etats-Unis, l'Europe et le Japon :



Avec une croissance de l'ordre de 5 % par an jusqu'en 2015, le marché devrait représenter 19 Mrd \$ d'ici 5 ans, porté par le vieillissement de la population dans les pays occidentaux et l'amélioration de l'accès aux soins dans les autres pays. Toutefois, la taille du marché et la croissance anticipée sont hétérogènes selon les pathologies.

On distingue en effet au sein des médicaments ophtalmologiques quatre catégories thérapeutiques : (i) Anti-Glaucome (36 % du marché), (ii) Antiallergique / Anti-inflammatoire (28 % du marché), (iii) les désordres de la rétine (13 % du marché) et (iv) la sécheresse de l'œil (12 % du marché). Les ventes sont très disparates entre les deux molécules leaders qui représentent à elles seules 23 % du marché (Lucentis avec 1,78 Mrd \$, et Xalatan avec 1,52 Mrd \$) et les molécules ne générant que quelques millions d'euros de chiffre d'affaires.

Concernant les candidats médicaments développés par Novagali, la taille du marché est très différente⁶ selon les thérapeutiques visées :

- **Cationorm** (sécheresse oculaire) : ce produit est commercialisé depuis avril 2008 via des contrats de distribution exclusive. Le marché des substituts lacrymaux représente 1,2 Mrd \$. La Société vise des ventes⁷ comprises entre 15 et 20 M€ pour ses partenaires au cours des 4 prochaines années.
- **Cyclokot** (formes sévères du syndrome de l'œil sec) : la Société envisage d'initier la commercialisation en 2014 en Europe et 2015 aux Etats-Unis avec, à terme, un potentiel commercial entre 400 et 600 M€, soit une part de marché de l'ordre de 40 % en Europe et de 25 % aux Etats-Unis.

⁵ Source : Etude Visiongain "World Ophthalmic Pharmaceutical Market 2010 - 2025".

⁶ Source : Document de référence 2010 de Novagali et management.

⁷ Les ventes désignent les produits réalisés par les partenaires bénéficiaires des licences.

- **Catioprost** (glaucome avec des atteintes de la surface oculaire) : comme présenté ci-avant, le glaucome représente actuellement le marché le plus important au niveau mondial avec un chiffre d'affaires estimé de 5,3 Mrd \$. Dans le cadre de la pathologie spécifique visée, la Société envisage de débiter la commercialisation en 2015 avec à terme un chiffre d'affaires réalisé de 100 à 200 M€, soit une part de marché d'environ 4 % en Europe et aux Etats-Unis.
- **Vekacia** (traitement de la VKC) : cette molécule a reçu le statut de médicament orphelin⁸ en Europe et aux Etats-Unis. Suite à une première étude de phase III, les autorités ont demandé une étude confirmatoire que la Société a préféré repousser au premier semestre 2012. Le management table toujours sur une mise sur le marché en 2014 et des ventes de l'ordre de 90 à 120 M€ en Europe et aux Etats-Unis pouvant être, à terme, portées à 200 M€ en intégrant le marché asiatique, soit une part de marché de l'ordre de 40 % en Europe et de 25 % aux Etats-Unis.
- **Cortiject** (traitement des rétinopathies) : en cours de phase I, ce candidat médicament pourrait générer entre 200 et 300 M€ de ventes, soit une part de marché estimée de l'ordre de 20 % aux Etats-Unis, en Europe et au Japon.

La recherche et le développement de nouveaux médicaments en ophtalmologie se caractérisent par une vive concurrence à la fois entre les grands laboratoires pharmaceutiques (Alcon, Allergan, Baush & Lomb, J&J, Merck & Co, Novartis, Pfizer, Roche-Genentech ...), et entre les sociétés biotechnologiques telles que Altacor, Eyegate Pharma, Foresight Biotherapeutics. Ainsi, les parts de marché et la durée du cycle des ventes espérées par le management pourraient se trouver réduites par l'émergence de nouveaux produits développés par ses concurrents.

Aujourd'hui, les prévisions d'activité et de marge de la Société reposent essentiellement sur Cyclokat et Vekacia compte tenu de leur stade de développement (phase III) et du marché anticipé.

⁸ Statut conféré par l'EMA ou par la FDA à un médicament développé pour une maladie rare, dont l'incidence ou la prévalence sont inférieures à certains seuils fixés par les autorités réglementaires. Ce statut permet à un candidat-médicament de bénéficier d'avantages tels qu'une exclusivité commerciale temporaire, de réductions de droits d'enregistrements et de conseils technico-réglementaires.

3.3 Performances financières historiques de la Société

Comme évoqué précédemment, Novagali n'a jamais atteint de résultat à l'équilibre compte tenu du lancement récent du Cationorm et de dépenses en recherche et développement significative depuis sa création. Les résultats historiques sont présentés dans le tableau suivant :

Compte de résultat (en K€)	31-déc-2005 12 mois	31-déc-2006 12 mois	31-déc-2007 12 mois	31-déc-2008 12 mois	31-déc-2009 12 mois	31-déc-2010 12 mois	30-juin-2011 6 mois
Chiffre d'affaires (Cationorm)	-	-	-	240	426	580	369
<i>Taux de croissance</i>					78%	36%	27%
Revenus de licences	65	22	-	170	5	10	-
Subvention, CIR	1 096	1 005	1 776	1 788	1 870	933	1 017
Total des produits	1 161	1 027	1 776	2 198	2 301	1 523	1 387
Dépenses de recherche et développement	(4 006)	(5 741)	(11 572)	(10 657)	(7 218)	(5 166)	(4 840)
Frais généraux	(1 644)	(2 100)	(6 505)	(4 618)	(3 630)	(3 954)	(2 718)
Résultat d'exploitation	(4 489)	(6 814)	(16 301)	(13 077)	(8 547)	(7 597)	(6 171)
Résultat financier	144	254	403	287	95	133	137
Résultat net	(4 345)	(6 560)	(15 898)	(12 790)	(8 452)	(7 463)	(6 034)

La Société tire ses principaux revenus des crédits d'impôts recherche relatifs aux dépenses de recherche enregistrées chaque année⁹. En outre, depuis avril 2008, la mise sur le marché du Cationorm génère des revenus de licence qui sont en forte augmentation en 2009 et 2010 avec l'ouverture à la commercialisation sur de nouveaux pays. Mais ces revenus sont insuffisants pour faire face aux dépenses en recherche et développement engagées par la Société.

Ces coûts de recherche et développement comprennent essentiellement les frais de personnel affectés à la recherche, les coûts de fabrication des produits, les coûts de sous-traitance (recherche, développement préclinique et développement clinique), les achats de matériels (réactifs et autres consommables) et de produits pharmaceutiques.

L'évolution de ces dépenses est donc en partie liée aux évolutions des études cliniques et précliniques. Elles se sont accrues en 2007 avec notamment la fin de la phase III pour Vekacia (démarrée en 2006) et le démarrage de la phase III de Cyclokat. Elles sont restées soutenues au cours de l'exercice 2008 avec la réalisation de cette dernière étude en année pleine (Etude phase III Cyclokat) et le démarrage de la phase I pour Cortiject.

En 2010, les dépenses de recherches ont diminuées par manque de financement. En effet, les études n'ont pu être préparées, envisagées et financées qu'à compter du troisième trimestre, l'introduction en Bourse n'étant réalisée qu'en juillet 2010. Ainsi, au cours de cet exercice, l'étude de phase I pour Cortiject a été poursuivie et seule l'étude de phase II pour Catioprost a été initiée en fin d'exercice.

⁹ Depuis la loi de finance rectificative 2008, ces crédits d'impôts sont remboursables dès l'année suivante. Ainsi, la créance détenue sur l'état au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2009 (1 785 K€) a été remboursée au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2010.

Après prise en compte des frais généraux, lesquels comprennent essentiellement les frais de personnel non affectés à la recherche et développement, et les coûts de prestations de services se rapportant aux fonctions supports¹⁰, la Société doit faire face à un besoin de financement supérieur à 8 M€ par an.

Comme le montre le tableau ci-après, les flux de trésorerie nets lié aux activités opérationnelles et d'investissements évoluent entre - 11,4 M€ en 2007 (dont 2 M€ de frais d'introduction) et - 6,8 M€ en 2010 où l'activité de recherche et développement a été limitée :

Flux de trésorerie (en K€)	31-déc-2005 12 mois	31-déc-2006 12 mois	31-déc-2007 12 mois	31-déc-2008 12 mois	31-déc-2009 12 mois	31-déc-2010 12 mois	30-juin-2011 6 mois
Capacité d'autofinancement (y compris CIR)	(5 248)	(6 992)	(14 028)	(11 847)	(7 164)	(6 448)	(5 779)
Variation BFR	263	290	3 010	(780)	(1 149)	446	(820)
Flux de trésorerie net lié aux activités opérationnelles	(4 985)	(6 702)	(11 018)	(12 627)	(8 313)	(6 002)	(6 598)
Flux de trésorerie net lié aux investissements	(183)	(432)	(422)	(132)	(30)	(795)	(93)
Emprunt obligataire	-	-	-	10 000	5 000	-	-
Augmentation de capital	0	12 857	13 124	0	-	19 981	27
Autres financements	-	-	-	-	258	238	-
Flux de trésorerie net lié aux financements	0	12 857	13 124	10 000	5 258	20 219	27
Variation de trésorerie	(5 167)	5 723	1 684	(2 759)	(3 085)	13 422	(6 664)
Trésorerie active début de période	8 350	3 183	8 905	10 590	7 831	4 745	18 167
Trésorerie active fin de période	3 183	8 905	10 590	7 831	4 745	18 167	11 503

Afin de répondre à ce besoin de financement, Novagali a régulièrement renforcé ses fonds propres¹¹, soit de manière différée via l'émission d'obligations convertibles en actions en 2008/2009¹², soit directement grâce à des augmentations de capital en 2006, 2007 et lors de l'introduction en 2010.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, le bilan fonctionnel de Novagali montre un excédent de trésorerie qui évolue au rythme des pertes dégagées par la Société et des différentes augmentations de capital :

Bilan (en K€)	31-déc-2005 12 mois	31-déc-2006 12 mois	31-déc-2007 12 mois	31-déc-2008 12 mois	31-déc-2009 12 mois	31-déc-2010 12 mois	30-juin-2011 6 mois
Immobilisations d'exploitation	845	985	1 109	926	704	1 009	1 156
BFR (y compris CIR)	902	1 639	-	-	-	-	-
Excédent de trésorerie	3 183	8 905	10 590	7 789	4 688	18 109	11 445
Actif d'exploitation	4 930	11 529	11 698	8 714	5 392	19 118	12 601
Capitaux propres avant répartition	4 885	11 507	10 939	(736)	(8 444)	16 839	11 106
Provisions pour R&C	45	22	102	111	144	117	150
EFR	-	-	657	1 317	1 095	2 162	1 346
Emprunt obligataire	-	-	-	8 023	12 597	-	-
Capitaux engagés	4 930	11 529	11 698	8 714	5 392	19 118	12 601

¹⁰ En 2007, les frais généraux sont majorés des coûts de l'introduction en bourse avortée à hauteur de 2 M€.

¹¹ Cf. paragraphe 3.1 Historique de la société et paragraphe 4.2 : Transaction sur le capital.

¹² Les obligations convertibles ont été intégralement converties en actions lors de l'introduction en bourse de juillet 2010.

En conclusion, compte tenu des revenus limités de la Société à ce stade de développement, les investissements dans l'activité de recherche ont induit des pertes annuelles significatives qui ont nécessité un soutien financier constant des actionnaires. Au 30 juin 2011, Novagali présente une trésorerie nette de 11,4 M€ qui devrait être insuffisante pour couvrir ses besoins de financements au-delà de 2012. Dans cette optique la Société envisageait donc des partenariats commerciaux (accord de *licensing* ...) et / ou financiers.

L'ensemble de ces éléments confèrent au titre Novagali un profil de risque élevé.

3.4 Plans d'affaires prévisionnels

Au cas d'espèce, l'exercice de prévisions se révèle particulièrement délicat en raison du fort risque scientifique sous-jacent lié à chaque projet, de l'absence de revenus antérieurs et de l'incertitude quant à la durée des avantages futurs envisagés. Les différentes estimations reposent sur des hypothèses qui reflètent une situation actuelle du marché, l'entrée de molécules concurrentes n'étant pas envisagée. Les parts de marché sont déterminées au regard des médicaments actuellement prescrits, elle pourrait être sensiblement différentes en cas d'émergence de molécule alternative. Ces incertitudes aboutissent à des fourchettes de ventes d'une large amplitude.

Au terme d'un processus itératif entre le management et Bionest, un plan d'affaires pour chacune des 5 molécules a été établi au cours du mois de juin 2011. Bionest a notamment pu vérifier la cohérence des hypothèses retenues avec son expérience du marché des sociétés biotechnologiques (probabilité d'accéder à une Autorisation de Mise sur le Marché (ci-après « AMM »), taille du marché, taux de redevance de licence ...). Au cours du mois d'octobre 2011, Bionest et nous-mêmes avons échangé avec le management pour actualiser ces plans d'affaires, notamment au vu des résultats semestriels et des derniers résultats des tests. Ces ajustements ont modifié sensiblement la date de perception des flux de trésorerie mais sans que cela ait un impact significatif sur la valorisation.

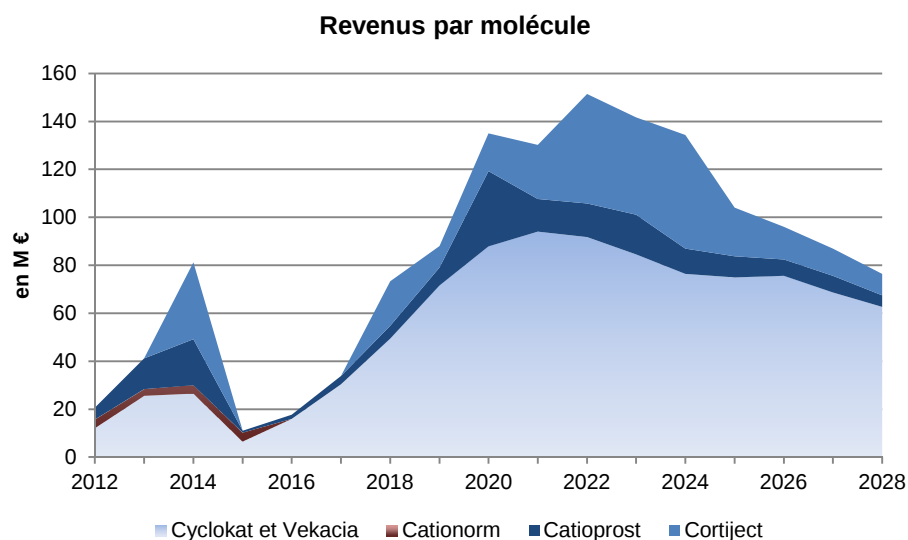
Le plan d'affaires s'étend de 2011 à 2028, date à laquelle le management considère que l'ensemble des molécules sera remplacé par des produits plus performants. Sur cette période, le chiffre d'affaires présente une forte croissance, passant de 0,4 M€ en 2011 à un pic supérieur à 150 M€ en 2022 avant de commencer à décroître pour atteindre 80 M€ environ en 2028.

Les revenus sont de deux natures :

- Au cours d'une première phase, entre 2011 et 2015, le chiffre d'affaires se compose presque exclusivement de paiements anticipés¹³ liés à la signature de contrats de licence sur les ventes futures de produits (environ 135 M€ sur 4 ans).
- A partir de 2015, les revenus sont fondés sur les redevances versées par les licenciés, déterminées sur la base des ventes prévisionnelles de l'ensemble des partenaires auxquelles sont appliquées un taux de redevance¹⁴ différencié selon la zone géographique et la molécule. Les ventes des partenaires sont établies en fonction de la taille du marché et de la part de marché accessible (cf. paragraphe 3.2. supra).

Le développement de la Société repose donc autant sur ses équipes de recherche et développement que sur les équipes marketing.

Ainsi, les revenus (*upfront* et licence) se répartissent comme suit, par molécule :



Dans le plan d'affaires retenu, les revenus sont principalement générés par les produits Cyclokat et Vekacia dont le marché est évalué respectivement à 1,1 Mrd € et 0,5 Mrd €. Le management pense être en mesure de capter 40 % du marché européen et 25 % du marché américain sur les deux produits.

¹³ Le contrat de commercialisation est en général signé avant l'obtention de la mise sur le marché. Au moment de la signature du contrat la société biotechnologique va recevoir un montant fixe appelé *upfront* versé par une société pharmaceutique, puis potentiellement des paiements d'étape en cas de passage de phase appelé *milestone*. Ces versements sont en général destinés à financer des tests supplémentaires.

¹⁴ Le taux de licence est déterminé par le management selon les pratiques actuelles du marché. Ils sont conformes aux discussions menées au cours des derniers mois avec Santen, préalablement à la formalisation d'une offre.

La commercialisation de l'ensemble des produits sous forme de licence a pour conséquence une structure de coûts légère, essentiellement constituée de charges de personnel et de fonction support. Ainsi, les taux de marge d'Ebit s'accroissent rapidement à partir de 2015 pour atteindre 92 % lors du pic de chiffre d'affaires en 2022.

Ce scénario semble ambitieux et optimiste à double titre :

- d'une part, il suppose que la Société soit d'ores et déjà autosuffisante financièrement, les avances significatives sur ventes futures lui permettant de financer les derniers tests et la commercialisation des molécules dont les premières ventes ne se produiront qu'en 2015 ; la Société paraît donc très vulnérable à un éventuel retard de passage de phase ;
- d'autre part, la croissance anticipée des ventes et des marges repose largement sur la commercialisation du Cyclokat pendant une durée de 14 années ; la valorisation de la Société repose donc in fine sur la réussite ou l'échec de ce seul produit, majorant d'autant le risque d'exécution des perspectives d'exploitation.

4. TRAVAUX D'EVALUATION

Conformément au règlement général de l'AMF en matière d'expertise indépendante et à ses recommandations, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

4.1 Critères et méthodes écartés

4.1.1 Actif net comptable et actif net réévalué (ANR)

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs et l'endettement total figurant au bilan de la Société. L'actif de Novagali est constitué essentiellement de trésorerie. Les frais de recherche et développement, source de la rentabilité future de la Société, sont en effet intégralement comptabilisés en charges de l'exercice au cours duquel ils ont été engagés. La Société considère que les six critères édictés par la norme IAS 38¹⁵ ne sont remplis qu'à partir de l'obtention d'une AMM.

L'actif net comptable n'a donc pas été retenu dans la mesure où il ne tient pas compte de la valeur potentielle des actifs incorporels. D'autre part, l'approche de l'ANR, dans le cas de l'évaluation de Novagali a été écartée dans la mesure où la réévaluation des actifs sera mise en œuvre implicitement par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

A titre d'information, au 30 juin 2011, l'actif net comptable consolidé s'établit à 0,68 €¹⁶ par action.

4.1.2 Capitalisation des dividendes

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les dividendes prévisionnels. Toutefois, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable de l'exigence de rendement des titres cotés pour l'actionnaire minoritaire qui serait établie à partir des dividendes anticipés.

D'autre part, la Société n'a jamais distribué de dividende et ne prévoit pas de distribution dans un avenir proche. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la Société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie.

Pour ces raisons, nous avons écarté cette approche de valorisation.

¹⁵ Selon IAS 38, les frais de développement, sont comptabilisés en immobilisations incorporelles uniquement si l'ensemble des critères suivants sont satisfaits : (i) faisabilité technique nécessaire à l'achèvement du projet de développement, (ii) intention de la Société d'achever le projet, (iii) capacité de celui-ci à utiliser cet actif incorporel, (iv) démonstration de la probabilité d'avantages économiques futurs attachés à l'actif, (v) disponibilité de ressources techniques, financières et autres afin d'achever le projet et (vi) évaluation fiable des dépenses de développement.

¹⁶ Base nombre d'actions en circulation, soit 16 308 860 actions.

4.1.3 Transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés comparables. Les principaux agrégats couramment utilisés sont le chiffre d'affaires, l'excédent brut d'exploitation et le résultat d'exploitation.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives à des transactions portant sur le capital de sociétés comparables. Outre le fait que les sociétés faisant l'objet de la transaction doivent être comparables en termes d'activités et de rentabilité, la pertinence de la méthode est également liée au caractère comparable du contexte de la transaction.

Au cas présent, la difficulté de mise en œuvre de cette méthode provient des caractéristiques financières mêmes des sociétés du secteur des Biotechnologies qui n'extériorisent pas d'agrégats représentatifs au stade de développement précoce des molécules. Novagali ne commercialise à l'heure actuelle qu'un seul produit, peu représentatif des niveaux de chiffre d'affaires et de rentabilité anticipés par le management et les investisseurs.

Ainsi, la mise en œuvre de cette méthode n'est donc pas réalisable. Néanmoins, sur les bases des transactions intervenues dans le secteur, nous avons recherché des informations qualitatives permettant d'apprécier l'Offre de Santen sur Novagali.

Nos travaux nous ont permis d'identifier sept transactions, dont nous retenons les deux plus récentes, portant sur des sociétés pharmaceutiques spécialisées en ophtalmologie, intervenues depuis octobre 2009, à savoir :

- En octobre 2009, l'acquisition par Sanofi-Aventis de la société Fovea Pharmaceuticals. Celle-ci disposait de trois produits en développement :
 - o FOV 1101 : destiné au traitement de la conjonctivite allergique persistante, en phase II.
 - o FOV 2302 : destiné au traitement de l'œdème maculaire aigu lié à une thrombose de la veine centrale de la rétine, en phase I.
 - o FOV 2304 : destiné au traitement de l'œdème maculaire de la rétinopathie diabétique, dont la phase I n'avait pas débuté.

La structure de la transaction prévoyait un paiement initial de 90 M€ et des compléments de prix éventuels pouvant s'élever à 280 M€ en fonction de la réussite des phases d'essais des trois molécules en développement¹⁷.

¹⁷ Source : Document de référence Sanofi-Aventis 2009, page 136.

- En avril 2011, l'acquisition par Merck de la société Inspire Pharmaceuticals, cotée au Nasdaq (ISPH). Celle-ci a réalisé un chiffre d'affaires de 106 M\$ en 2010 avec les trois produits qu'elle commercialise déjà :

- o Azasite (42 M\$) : destiné au traitement des conjonctivites bactérienne.
- o Restasis (46 M\$) : destiné au traitement des conjonctivites allergique.
- o Elestat (17 M\$) : destiné au traitement du syndrome de l'œil sec.

La société disposait également de 3 molécules en développement avec une molécule contre la blépharite en phase II et deux molécules contre le glaucome en phase I.

L'offre de Merck s'élevait à 5 \$ par action, offrant ainsi une prime de 26 % par rapport au dernier cours avant l'annonce de 3,98 \$ (le 4 avril 2010). Les primes offertes, comparées au cours moyen pondéré sur différents horizons de temps, sont les suivantes :

	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Prime (décote) vs offre
12 mois	8,65	3,47	5,01	189 437 000	745 815	227,8%	318,9%	0%
6 mois	8,65	3,47	4,74	133 369 400	1 050 153	160,4%	224,5%	6%
3 mois	4,33	3,61	3,91	73 074 500	1 159 913	87,9%	123,0%	28%
1 mois	4,00	3,62	3,81	13 452 400	611 473	16,2%	22,6%	31%
Spot	3,98	3,98	3,98	567 000	567 000	0,7%	1,0%	26%

Au total, l'offre valorisait Inspire Pharmaceuticals à 416 M\$.

Conclusion

En l'absence d'agrégats pertinents sur lesquels appliquer les multiples de transaction, ces informations sont présentées à titre purement informatif. Elles permettent toutefois de tirer les enseignements suivants :

- Le montant de la transaction entre Fovea, qui développe un portefeuille de molécules comparables à Novagali, et Sanofi-Aventis s'inscrit dans le même ordre de grandeur (hors complément de prix) que l'Offre de Santen sur la Société. Par ailleurs, cette transaction retient implicitement une probabilité de mise sur le marché des molécules en développement de 24 %¹⁸.
- La prime offerte par Merck lors de l'acquisition d'Inspire Pharmaceutical est inférieure à celle proposée par Santen sur Novagali.

¹⁸ soit 90 M€ de paiement initial comparé à 370 M€ (90+280), en cas de succès de toutes les phases

4.1.4 Comparaisons boursières

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables.

A l'instar de la méthode des transactions comparables, la méthode des comparables boursiers n'est pas réalisable, aucun agrégat n'étant représentatif à ce stade de la rentabilité normative de la Société. Néanmoins nous avons recherché des informations qualitatives permettant d'apprécier l'offre de Santen sur Novagali.

Nous avons constitué un échantillon composé de trois sociétés biopharmaceutiques spécialisées dans le développement de médicaments ophtalmiques.

- **QLT Inc (QLT)** : est une société biopharmaceutique canadienne spécialisée dans les médicaments ophtalmiques. Elle ne commercialise actuellement qu'un seul produit, le Visudyne (Dégénérescence maculaire liée à l'âge) et possède trois autres molécules principales en développement : (i) Synthetic Retinoid programme en phase I, (ii) Latanoprost en phase II destiné au traitement du glaucome et (iii) Olopatadine en phase II, destiné au traitement des conjonctivites allergiques. QLT présente également une rentabilité négative et un portefeuille de molécules en développement sur les mêmes segments que Novagali.
- **Ista Pharmaceuticals Inc (ISTA)** : est une société biopharmaceutique américaine commercialisant actuellement quatre produits, qui ont généré 157 M\$ de chiffre d'affaires en 2010, et développant 7 molécules à des stades de d'avancement différents : (i) Prolensa en phase III et (ii) T-PRED en phase II destinés au traitement des inflammations et douleurs oculaires, (iii) Remura en phase III destiné au traitement de l'œil sec, (iv) Bepomax en phase II et (v) Beposone en phase I destinés au traitement des rhinites allergiques, (vi) Bromfenac Adjunct et Strong Steroid (vii) en phase préclinique destinés respectivement au traitement des dégénérescences maculaires et des inflammations. Ista présente donc à la fois un portefeuille de molécules commercialisés supérieures à Novagali, qui lui permet de dégager un Ebitda de 4 M\$ en 2010, et un portefeuille de molécules en développement plus important.
- **Insite Vision Inc (INSV)** : est une société biopharmaceutique américaine disposant actuellement de deux produits sous licence, AzaSite et Besivance. Le portefeuille de produits de la société repose également sur la technologie d'administration de médicaments DuraSite, qui permet de délivrer dans le temps au patient différents principes actifs. Le portefeuille de molécules en développement d'Insite Vision se compose principalement de 4 molécules : (i) AzaSite et (ii) DexamSite en phase III destinés au traitement de la blépharite bactérienne et non bactérienne, (iii) ISV-303 en phase III destiné au traitement des douleurs post opératoires, et (iv) ISV-101 en phase I destiné au traitement de l'œil sec. Insite Vision présente un chiffre d'affaires supérieur à Novagali avec deux molécules commercialisées, mais un portefeuille de molécules plus orienté vers des marchés de niche.

Les principaux agrégats financiers de l'échantillon se présentent comme suit :

Société	Devise	(en M)		CA (en M)		EBITDA (en M)		EBITDA/CA		Capi. ¹ (M€)
		Capi.	VE	2010	2011 e	2010	2011 e	2010	2011 e	
Qlt Inc.	USD	350	140	47	42	-6	-32	-12%	-76%	250
Ista Pharmaceuticals, Inc.	USD	229	224	157	171	4	11	3%	6%	164
Insite Vision Incorporated	USD	78	121	12	15	1		7%		56

Source rapports annuels - Thomson Research

Capitalisation et Valeur d'entreprise sur la base des cours moyen pondérés 1 mois au 27/09/2010

(1) sur la base d'un cours €/€ = 1,40

Les trois sociétés ont un niveau d'activité supérieur à celui de Novagali avec des chiffre d'affaires compris entre 12 et 157 M\$, mais avec des capitalisations qui en sont décorréées, Qlt Inc présentant la capitalisation la plus élevée mais des revenus inférieurs à Ista Pharmaceuticals, ainsi qu'une rentabilité négative.

Les prévisions de chiffre d'affaires et d'Ebitda pour la période 2011-2014 établis par les bureaux d'analyse ne permettent pas non plus de rationaliser le niveau de capitalisation boursière :

Société	Devise	Dates de clôture	CA (en M)				EBITDA (en M)			
			2011 e	2012 e	2013 e	2014 e	2011 e	2012 e	2013 e	2014 e
Qlt Inc.	USD	31/12/2010	42	42	39	36	-32	-33		
Ista Pharmaceuticals, Inc.	USD	31/12/2010	171	213	247	280	11	24	41	40
Insite Vision Incorporated	USD	31/12/2010	15	21	26	82				

Source rapports annuels - Thomson Research

L'horizon de projection ne permet pas de déterminer un lien entre la valorisation des sociétés et leurs agrégats.

Conclusion

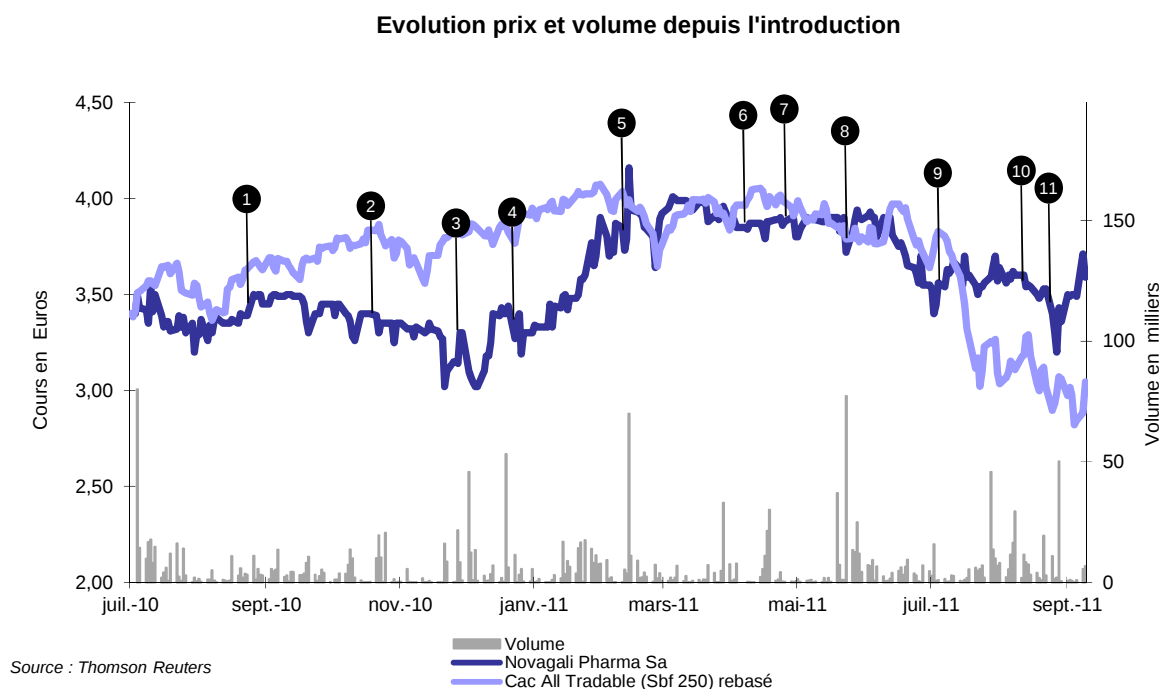
En l'absence d'agrégats pertinents des sociétés comparables, cette méthode ne peut être retenue. Les sociétés qui semblent les plus comparables à Novagali sur le segment de l'ophtalmologie présentent des capitalisations très hétérogènes, allant de 54 à 244 M€, sans rapport avec leur chiffre d'affaires actuel et leur Ebitda, et ce, malgré des tailles de portefeuilles de molécules d'un même ordre de grandeur.

4.2 Critères et méthodes retenus

4.2.1 Cours de bourse

L'action Novagali a été introduite sur le Compartiment C d'Euronext Paris le 20 juillet 2010, en dessous de la fourchette de l'offre à prix ouvert initialement proposée, soit à 3,40 €. Le titre entre notamment dans la composition des indices généraux Cac All Shares (0,01 %), Cac Mid & Small (0,04 %) et Cac Small (0,21 %), ainsi que les indices sectoriels Cac Health Care (0,03 %) et Cac Pharma. & Bio. (0,04 %).

L'évolution du cours depuis l'introduction est retracée par le graphique suivant :



Renvois	Dates	Evènements
1	9-sept.-10	Réduction des pertes opérationnelles de 35% à 3,2 M€ au S1 2010
2	8-nov.-10	Chiffre d'affaires T3 2010 en forte progression
3	15-déc.-10	Lancement de la Phase II du Catioprost
4	6-janv.-11	Avis favorable de l'EMA pour la phase III du Cyclokat
5	28-févr.-11	Chiffre d'affaires 2010 en progression de 36%
6	26-avr.-11	Résultats annuels 2010, réduction des pertes
7	12-mai-11	Chiffres d'affaires T1 2011 en progression
8	10-juin-11	Accord de distribution exclusif du Cationorm avec Ardeo en Amérique du Nord
9	28-juil.-11	Chiffre d'affaires S1 2011 en hausse de 56%
10	31-août-11	Aggravation des pertes opérationnelles au S1 2011
11	8-sept.-11	Résultats positifs de la Phase II du Catioprost

Après une première tentative abandonnée au cours de l'année 2007, avec notamment le dépôt d'un document d'introduction auprès de l'AMF, les actions Novagali ont été admises sur le marché le 20 juillet 2010 à un cours de 3,40 €. Ce cours est inférieur à la fourchette initialement proposé, de 5,80 € à 6,80 €. La Société a néanmoins levé 22 M€ en émettant 6 505 558 actions nouvelles, après exercice de l'option de sur-allocation.

Lors des premiers mois de cotations, l'action a vu son cours corrigé dans les mêmes proportions que le SBF 250. L'annonce des résultats du premier semestre 2010, faisant état notamment d'un résultat opérationnel en amélioration par rapport au premier semestre 2009, a entraîné une brève amélioration du cours.

Celui-ci s'est peu à peu érodé, malgré l'annonce le 8 novembre 2010 d'un chiffre d'affaires T3 2010 en forte progression, jusqu'à l'annonce le 15 décembre de la même année du lancement de la phase II du Catioprost, déclenchant un bref rebond de l'action (+ 5 %) suivi d'une rechute immédiate (- 6 %) à 3,02 €, plus bas historique de l'action en clôture. Sa performance relative par rapport à l'indice SBF 250 est alors négative (- 11 % contre + 13 %).

L'avis favorable donné par l'EMA pour le lancement de la phase III du Cyclokat début janvier 2011 et l'annonce du chiffres d'affaires 2010 fin février 2011 ont permis au cours d'amorcer une hausse l'amenant sur ses plus hauts en clôture à 4,16 € le 3 mars 2011 et de surperformer son indice pour la première fois depuis son introduction.

Après une correction et un rebond en ligne avec celui du SBF 250, le cours de Novagali a fluctué d'avril à juin 2011 dans une fourchette de 3,72 € et 3,98 €, malgré l'annonce de la diminution des pertes en 2010 et d'un chiffre d'affaires au premier trimestre 2011 en progression.

L'annonce le 10 juin 2011 de la conclusion de l'accord de distribution de Cationorm avec Ardeo portant sur les marchés américains et canadiens n'a permis qu'un rebond de courte durée pour le titre (à 3,94 €, atteint le 15 juin), entraîné à la baisse par la chute des marchés financiers amorcée début juillet 2011. Cette baisse a été enrayée par la publication, fin juillet, d'un chiffre d'affaires S1 2011 en progression de 56 %. Depuis cette date et jusqu'au 27 septembre 2011, l'évolution du cours a surperformé l'indice SBF 250, malgré la progression des pertes opérationnelles au S1 2011, l'action ne perdant que 1 % alors que son indice perdait 18 %.

L'annonce de résultats positifs pour la Phase II du Catioprost le 8 septembre 2011, dans un contexte boursier toujours déprimé, a permis au cours de s'établir à 3,59 € le 27 septembre 2011, veille de l'annonce de l'offre de rachat par Santen Pharmaceutical.

Les différentes moyennes du cours de l'action, calculées le 27 septembre 2011, ainsi que le cours de clôture à cette date et les volumes échangés sont présentés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
Depuis l'introduction	4,60	3,00	3,58	1 817 778	5 826	11,2%	50,1%	100,0%
12 mois	4,60	3,00	3,61	1 494 082	5 724	9,2%	41,2%	100,0%
6 mois	4,10	3,00	3,71	796 235	6 032	4,9%	21,9%	100,0%
3 mois	3,90	3,00	3,57	410 608	6 221	2,5%	11,3%	100,0%
20 jours de bourse	3,73	3,00	3,48	128 714	6 436	0,8%	3,5%	100,0%
Spot	3,70	3,51	3,59	6 670	6 670	0,0%	0,2%	

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, le cours de l'action Novagali a fait l'objet depuis son introduction de volumes d'échange modestes, soit 5 826 titres en moyenne par jour. Au final, depuis son introduction, le volume de titres échangé représentent seulement 11,2 % du capital ou encore 50,1 % du flottant (qui représente 22 % du capital).

Les cours moyens pondérés par les volumes sur différents horizons de temps ont évolué dans une fourchette étroite de 3,48 € à 3,71 €.

A notre connaissance, l'action n'est actuellement pas suivie par les analystes. Néanmoins, Bryan Garnier, qui est aussi animateur du titre pour le compte de la Société, a émis des opinions ponctuelles. Leur dernière estimation de valeur a été publiée le 9 novembre 2010 à 7 € par action.

Conclusion

Depuis son introduction il y a 14 mois, le cours maximum atteint par l'action Novagali en séance est de 4,60 € et son cours moyen pondéré depuis cette date est de 3,58 €. L'Offre extériorise ainsi une prime respective sur ces cours de 33,7 % et de 71,9 %.

En privilégiant les moyennes de cours sur 3 mois et 20 jours de bourse, arrêtées au 27 septembre 2011, le critère du cours de bourse conduit à un intervalle de valeurs comprises entre 3 € et 3,90 € avec une moyenne à 3 mois de 3,57 €.

Malgré la relative étroitesse des échanges et l'absence de suivi par les analystes, l'introduction récente de l'action sur NYSE Euronext nous conduit à retenir le critère du cours de bourse comme référence de valorisation.

4.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie ou DCF

Méthodologie

L'évaluation par actualisation des flux futurs de trésorerie ou DCF¹⁹ se fonde sur l'agrégation des plans d'affaires relatifs aux différentes molécules pour la période 2011-2028, et établis par le management de Novagali en cohérence avec les observations de Bionest. Il n'est pas tenu compte de valeur résiduelle, l'ensemble des molécules étant remplacé par des produits plus performants postérieurement à cette date. Un coût de liquidation a été approché, égale au montant des charges de personnel de la dernière année du plan d'affaire diminué de l'encaissement du besoin en fonds de roulement (BFR).

Taux d'actualisation

Les flux prévisionnels de trésorerie sur lesquels repose l'évaluation sont issus de l'exploitation (ou cash-flows d'exploitation) et sont calculés après impôt normatif, variation de BFR et investissements. Ces flux, rémunérant à la fois les actionnaires et les créanciers, sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC) qui se compose du rendement exigé par les investisseurs en fonds propres, ou coût des fonds propres, et de celui exigé par les créanciers ou coût de la dette, en tenant compte de l'économie d'impôt qui résulte de la déductibilité des charges d'intérêt. La moyenne entre ces deux taux est pondérée en fonction du poids relatif assigné aux fonds propres et aux dettes dans la valeur de l'entreprise (VE).

¹⁹ DCF pour discounted cash flow.

Comme évoqué précédemment, la Société fait exclusivement appel à ses actionnaires pour financer sa recherche et développement, et ses prévisions de cash-flow devraient lui permettre d'autofinancer ses investissements futurs. Nous avons donc retenu un levier d'endettement cible nul. Ainsi, le CMPC est égal au coût des fonds propres.

Nous avons eu recours aux services du cabinet Fairness Finance pour le calcul du coût des fonds propres. Selon les éléments de calcul communiqués, ce dernier s'établit au 12 octobre 2011 dans une fourchette comprise entre 15,45 % et 16,41 % selon que l'on retienne des paramètres de marché moyens depuis 6 mois ou depuis 3 mois. Ces données nous semblent refléter un niveau d'aversion au risque durablement élevé de la part des investisseurs.

Sur ces bases, nous retenons une moyenne de 15,45 %, permettant de ne pas seulement prendre en compte les paramètres dégradés de marché des trois derniers mois. Elle se décompose de la façon suivante :

Taux sans risque (1)	3,12%
Prime de risque (2)	7,35%
Bêta	1,28
Coût des fonds propres	12,56%
Prime de taille / illiquidité (3)	2,90%
Coût des fonds propres ajusté	15,45%

(1) Moyenne mensuelle de l'OAT 10 ans sur les 6 derniers mois.

(2) Moyenne mensuelle des primes de risque estimées des sociétés du SBF 120 depuis les 6 derniers mois (source : Fairness Finance).

(3) Moyenne mensuelle des primes de taille / illiquidité²⁰ depuis les 6 derniers mois (source : Fairness Finance).

Le bêta est calculé par référence aux bêtas des sociétés QLT Inc, Ista Pharmaceuticals et Insite Vision, mentionnées dans la partie relative aux comparables boursiers. Le bêta de Novagali n'a pas été retenu compte tenu de sa faible pertinence statistique (14 mois de cotation).

A titre d'information, le coût des fonds propres utilisé lors de l'introduction en bourse de Novagali par Bryan Garnier était de 19,8 %. En outre, nos recherches nous ont amené à constater l'utilisation fréquente de taux supérieur à 15 % dans les notes d'analystes visant des sociétés au profil semblable.

Probabilité de succès des différentes phases

Les différentes phases de développement des molécules ont été déterminées en fonction du plan d'affaires de la Société, lui-même appuyé par la stratégie de développement clinique de l'entreprise. Comme développé ci-avant, tout décalage dans le passage de phase pourrait compromettre la viabilité de la Société.

²⁰ Le calcul du coût du capital de l'univers de sociétés suivies par Fairness Finance fait ressortir une fonction décroissante de la prime de risque anticipée en fonction de la capitalisation boursière. La prime de 2,90% est égale à l'écart entre la rentabilité moyenne pondérée (sur les 6 derniers mois) des sociétés composant l'indice SBF 120 et celle de l'univers des plus petites entreprises suivies (capitalisation < 100 M€).

Nous avons appliqué au plan de développement du management des taux de réussite de passage de phase spécifiques aux molécules ophtalmologiques, lesquels taux sont des taux constatés historiquement depuis une vingtaine d'années²¹. Les probabilités que nous retenons sont les suivantes :



Cela signifie, par exemple, qu'une molécule en phase III a une probabilité de 55,8 % d'être commercialisée (62 % x 90 %).

Valeur d'entreprise et valeur des fonds propres

Sur la base du plan d'affaires, l'actualisation des cash-flows d'exploitation probabilisés conduit à une valeur d'entreprise (VE) de 96,4 M€. Environ 75 % de celle-ci provient des produits Cyclokat et Vekacia, ce qui souligne le poids de ces produits dans la valeur de la Société. Ce montant intègre également la valeur des Crédits Impôts Recherche (CIR) affecté à la valeur de Cyclokat et de Vekacia, ainsi que les économies d'IS liées aux déficits reportables.

La valeur d'entreprise se répartit ainsi de la façon suivante :

M€	
Cyclokat & Vekacia	72,6
Cationorm	3,9
Catioprost	3,1
Cortiject	1,8
Economies d'IS	14,9
Valeur d'entreprise	96,4

La valeur d'entreprise est issue des flux d'exploitation rémunérant actionnaires et créanciers. Pour obtenir la valeur des fonds propres, il convient de rajouter la trésorerie nette qui s'élève à 8,4 M€ au 30 septembre 2011, soit une diminution de 2,4 M€ par rapport à la situation au 30 juin 2011 de 11,4 M€.

Sont également retranchées la valeur actuelle du mali de liquidation de 1,1 M€, calculée à l'horizon 2028 et les provisions pour engagement de retraite figurant dans les comptes au 30 juin 2011 soit 0,1 M€.

Le passage de la Valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est détaillé dans le tableau ci-après :

Valeur d'entreprise	96,4
Provisions	(0,1)
Trésorerie nette au 30/09/2011	8,4
Coût de liquidation	(1,0)
Valeur des Capitaux Propres	103,6

²¹ "Trends in Risks associated with New Drug in Development" Nature, 2010 et "Perspectives" Nature, 2004

Comme indiqué dans le tableau ci-avant, la valeur des fonds propres s'établit à 103,6 M€. Pour en déduire la valeur d'une action, le nombre de titres retenus intègre les actions issues de l'exercice des BSA 2014, des BSA 2019 et de l'octroi des actions gratuites. En appliquant la *treasury method*, il ressort ainsi un nombre dilué de 16 792 169 actions, détaillé dans le tableau ci-après :

Calcul du nombre d'actions dilué	
Nombre d'actions au 30/06/2011	16 274 532
Actions issues de l'exercice des BSA 2019	34 328
Action en circulation	16 308 860
Actions gratuites	474 800
Impact de la dilution des BSA	8 509
Actions diluées	16 792 169

La sensibilité de cette évaluation aux variations du taux d'actualisation et la probabilité de réussite de Cyclokat est selon nous conforme aux amplitudes usuellement observées, comme indiqué dans le tableau ci-après, au sein duquel nous privilégions une fourchette de 5,73 € à 6,44 € :

		Coût des fonds propres		
		16,5%	15,5%	14,5%
Probabilité de réussite	50%	5,38	5,73	6,12
	56%	5,78	6,17	6,59
	60%	6,04	6,44	6,89

Ecart-type / valeur cible : 7%

Ainsi, sur la base du nombre d'actions dilué et des plans d'affaires par molécule, il ressort par l'approche DCF une valeur centrale de l'action Novagali de 6,17 € dans une fourchette comprise entre 5,73 € à 6,44 €.

Les résultats de cette méthode, laquelle reste centrale dans notre analyse, doivent être interprétés en tenant compte d'une part, de la menace pesant sur le financement à court terme de l'activité en l'absence de l'adossement à Santen, et d'autre part, de l'incertitude liée à une perception des revenus reposant principalement sur la mise sur le marché de deux molécules non encore commercialisées et dont la probabilité d'occurrence est en réalité binaire (soit le médicament reçoit l'AMM, soit il ne la reçoit pas) et sur les niveaux de tarification et de remboursement accordés aux molécules.

Ainsi, le fait de ne pas appréhender la totalité de ces risques au travers du taux d'actualisation nous semble être un élément favorable pour l'actionnaire minoritaire.

4.2.3 Transactions récentes sur le capital de Novagali

a) Augmentation de capital

Depuis sa création, la Société a procédé à une dizaine d'augmentations de capital pour un montant d'environ 81 M€ afin de financer sa recherche et développement.

Ces opérations ont été souscrites en majorité par des investisseurs financiers qualifiés tels qu'Edmond de Rothschild Investment Partners (première entrée au capital en mai 2004), Auriga Partners (première entrée au capital en septembre 2000), Idinvest Partners (première entrée au capital en avril 2006) et CDC Innovation (première entrée au capital en septembre 2000).

Sans décrire précisément chaque opération, les augmentations de capital successives montrent que la valorisation de la Société s'est appréciée sans interruption depuis sa création, mais l'intégralité de ces opérations s'est réalisée sur des bases de valorisation inférieures²² à celle proposée aujourd'hui par l'Initiateur, comme le montre le tableau suivant :

Date	Nature de l'opération	Montant levé (en M€)	Valorisation implicite après opération (en M€)
Juillet 2000	Constitution de la Société	0,04	0,04
Septembre 2000	ABSA	1,2	5,8
Octobre 2001	BSA émis en sept 2000	2,4	5,5
Septembre 2003	ABSA	0,8	6,4
Octobre 2003	ABSA	4,2	12,2
Mai 2004	ABSA	7,0	19,2
Juillet 2004	ABSA	2,2	21,4
Avril 2006	ABSA	13,0	42,8
Mars 2007	BSA émis en avril 2006	13,0	55,8
Juillet 2010	Conversion des OCABSA	15,0	42,9
Juillet 2010	Introduction en bourse	<u>22,0</u>	57,2
		81	
ABSA	Augmentation de capital par émission d'actions à bon de souscription d'actions		
BSA	Augmentation de capital par exercice des bons de souscription d'actions		
OCABSA	Obligation convertible en action avec bon de souscription d'actions émis en 2008 et 2009		

Les différentes opérations de renforcement des capitaux permanents de la Société ont été réalisées sur des bases de valorisation sensiblement inférieures par rapport à l'Offre de Santen de l'ordre de 100 M€, y compris pour les plus récentes d'entre elles, à celle extériorisée par l'Offre.

²² Hors composante optionnelle.

b) Négociation du bloc majoritaire de septembre 2011

Début 2011, la Société a mandaté Rothschild aux fins de rechercher des acquéreurs ou des partenaires financiers, ou industriels, susceptibles d'assurer la pérennité du développement de la Société, notamment en lui conférant les moyens financiers de mener à bien les phases de tests des candidats médicaments.

Dans ce contexte début 2011, Novagali a entamé des discussions avec une société biotechnologique en vue d'aboutir à une offre portant sur les actions Novagali. Les discussions n'ayant pas abouti, Novagali s'en est ouvert à Santen, avec laquelle elle discutait parallèlement d'accords de licence. Il convient de noter que cette offre préliminaire rémunérée en action conduisait à une valorisation de Novagali inférieure à celle proposée par Santen.

Au cours de la réunion du 22 juin 2011, le Conseil de surveillance de Novagali avait décidé la création d'un « comité financier ad-hoc » renommé « comité de sortie » afin de suivre au mieux ce processus. Au cours de la réunion du 25 septembre 2011, le comité de sortie a été remplacé par le Comité des Indépendants dont les membres sont principalement issus du comité de sortie et sont indépendants.

Santen a informé début juillet 2011 Novagali de son intention éventuelle d'acquérir la majorité de son capital. L'Initiateur a ensuite eu accès à une data room électronique lui permettant de procéder à un audit d'acquisition.

Parallèlement, Rothschild a continué à contacter d'autres acteurs majeurs du secteur afin d'identifier un partenaire susceptible permettre la poursuite du développement et de valoriser au mieux la Société. Plusieurs de ces acteurs ont eu accès à une *data room* électronique. Deux groupes pharmaceutiques spécialisés en ophtalmologie se sont montrés intéressés, mais les négociations, portant sur des offres non engageantes, n'ont pas abouti en raison du délai de mise en œuvre du processus d'acquisition qui aurait pu compromettre l'Offre de Santen.

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. 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.

Ainsi, le 27 septembre 2011, dans le cadre d'un contrat d'achat d'actions intitulé *Share Purchase Agreement* aux termes duquel Santen s'est porté acquéreur hors marché d'un bloc de 8 243 347 actions portées par les investisseurs historiques, représentant 50,55 % du capital, pour un prix de 50 696 584,05 €, soit 6,15 € par action, pouvant être porté à 6,25 € en cas de retrait obligatoire. Ce prix est identique à celui proposé dans le cadre de l'Offre.

En synthèse, l'acquisition du bloc, intervenue à l'issue d'un processus de vente compétitif, réalisée sur la base d'un prix par action Novagali de 6,15 €, susceptible d'être porté à 6,25 €, conclue entre professionnels avertis et conférant à Santen le contrôle de la Société à hauteur de 50,55 %, nous semble constituer une référence solide de valorisation.

c) Accords annexes à l'Offre

Postérieurement à l'acquisition du bloc par Santen, l'Initiateur et le management ont trouvé un accord permettant la neutralisation des BCE qui présentaient des prix d'exercice supérieurs à celui de l'Offre. Le montant total du rachat de ces instruments par Santen s'élève à 282 K€ répartis entre 13 bénéficiaires, et dont la valeur unitaire a été approchée par un modèle Black & Scholes. Cet accord n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Ensuite, s'agissant des 474 800 actions gratuites attribuées le 3 février 2011 par le Directoire sur délégation de compétence de l'Assemblée générale mixte du 18 mai 2010 (principalement aux membres du Directoire et du comité de direction), un accord de principe conclu entre Santen et Novagali, confirmé par un courrier du 30 octobre 2011, prévoit une indemnisation des attributaires en échange de leurs droits au titre des actions gratuites, sur la base d'un cours de 6,15 €, éventuellement porté à 6,25 € en cas de retrait de cote *[conformément à la réglementation applicable (article 3 de l'instruction AMF n°2006-07 du 25 juillet 2006), la société a décidé de ne pas mentionner certaines informations figurant dans le rapport de l'expert indépendant]*.

D'après les documents qui nous ont été communiqués, cette indemnisation comprendrait également une compensation de la différence entre le coût fiscal résultant de cette indemnisation et celui qui aurait été supporté par les attributaires à l'issue de la période de conservation légale. A la date de ce rapport, ni le montant de cette compensation ni leurs modalités n'ont été fixés.

A l'origine, ces actions gratuites avaient vocation à être émises :

- pour le premier tiers, sous réserve de la présence des attributaires ;
- pour le deuxième tiers, sous condition de présence et pour autant que le cours moyen de l'action sur 20 jours soit au moins égal à 5,04 € ;
- pour le troisième tiers, sous condition de présence et pour autant que le cours moyen de l'action sur 20 jours soit au moins égal à 6,72 €.

Ainsi, il peut être estimé que les conditions initiales requises pour l'attribution des deux premiers tiers sont remplies, et que la condition de performance de la troisième, basée sur le cours de bourse, a été remplacée par une condition de performance reposant sur la réussite commerciale de la principale molécule de la Société.

Sur ces bases, cet accord dans son principe et ses mécanismes ne nous paraît pas être de nature à compromettre l'équité entre actionnaires.

d) Engagements de la Société

La Société a décidé d'attribuer à (i) certains salariés et dirigeants et (ii) aux membres du Comité des Indépendants du Conseil de surveillance, des rémunérations exceptionnelles, dont le montant global serait de l'ordre de 1,10 million d'euros, au regard de leur rôle et de leur mission spécifique dans le cadre du processus de cession et auraient été versées en tout état de cause. A ce titre, elles ne peuvent pas être assimilées à un complément de prix, étant entendu que seules 2 personnes parmi les 9 concernées sont propriétaires d'actions Novagali au moment de l'Opération.

4.3 Appréciation du prix proposé pour l'OPA portant sur les BSA

4.3.1 Rappel des caractéristiques des BSA

Deux types de bons de souscription d'actions (« BSA ») sont visés par l'Offre :

- 700 BSA émis en 2005 expirant le 28 juin 2014, ci-après dénommés « BSA 2014 », donnant droit à deux actions par bon, et dont le prix de souscription est de 6,33 €. Ces BSA sont exerçables à tout moment pendant leur période d'exercice. Ils sont intégralement détenus par Madame Penny Asbell, membre du Conseil Scientifique.
- 19 030 BSA émis en février 2011, sur autorisation de l'assemblée générale 2010, expirant le 3 février 2019, ci-après dénommés « BSA 2019 », donnant droit à une action par bon, et dont le prix de souscription est de 3,40 €. Ces bons étaient soumis initialement à un exercice échelonné dans le temps et assortis d'une condition de présence au sein du conseil de Surveillance ou du comité Scientifique de la Société et d'une condition de performance. La condition de performance est appréciée à la deuxième et à la troisième date anniversaire de leur attribution (le cours devant présenter une augmentation de 50 % à la deuxième date anniversaire, soit 5,04 € au 3 février 2013, et de 100 % à la troisième date anniversaire, soit 6,72 € au 3 février 2014). Sous réserve de ces conditions, les BSA 2019 étaient exerçables pendant une durée de 8 ans.

Dans les deux cas, il est prévu que les actions remises aux bénéficiaires soient créées par voie d'augmentation de capital.

4.3.2 Conditions de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle

Concernant les BSA 2019, en cas de changement de contrôle de la Société, le Directoire a la faculté d'apprécier la réalisation des objectifs par anticipation à la date de réalisation de l'Offre si celle-ci est antérieure à la première ou deuxième date anniversaire de la date d'attribution, conformément à l'article 6 du Règlement du Plan BSA.

En l'espèce, le directoire a autorisé le 28 septembre 2011 l'accélération de la période d'exercice des deux premiers tiers des BSA 2019, soit 35 572 bons (sur lesquels 34 328 ont été exercés) dont les conditions de performances étaient satisfaites au regard du prix par action proposé dans le cadre de l'Offre.

Dans un second temps, Santen a donné son accord sur l'accélération de la période d'exercice du tiers restant, soit 17 786 BSA 2019 (auxquels il convient d'ajouter 1 244 bons non exercés des premier et deuxième tiers, soit 19 030 BSA 2019 au total).

4.3.3 Prix de l'Offre sur les BSA 2014 et les BSA 2019

- **BSA 2014**

L'Initiateur offre 4,03 € par BSA 2014.

Chaque BSA 2014 présente les caractéristiques classiques d'une option américaine, sans versement de dividende, hors de la monnaie (prix d'exercice de 6,33 €), avec une parité de 0,5.

La volatilité utilisée dans le rapport semestriel 2011 pour se produit était de 40 %. L'analyse de la volatilité sur les 12 derniers mois de notre échantillon de comparables auquel Novagali a été ajouté, fait ressortir une volatilité médiane comprise entre 44 % et 64 % :

	Volatilité			
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an
Qlt Inc.	27,3%	47,8%	42,8%	38,5%
Ista Pharmaceuticals, Inc.	64,2%	108,2%	82,5%	69,4%
Insite Vision Incorporated	41,4%	80,2%	86,8%	85,8%
Novagali	46,1%	36,1%	28,2%	32,7%
Moyenne	44,8%	68,1%	60,0%	56,6%
Mediane	43,8%	64,0%	62,6%	53,9%

Considérant l'information donnée aux actionnaires d'une volatilité de 40 % et les volatilités observés des 12 derniers mois nous avons retenu une volatilité de 50 % pour notre scénario central.

Sur la base d'un modèle de valorisation Black and Scholes, il ressort une valeur du BSA comprise entre 3,20 € et 4,69 € en fonction de la volatilité retenue :

		Volatilité		
		40,0%	50,0%	60,0%
Prix de l'action	5,73 €	2,69	3,42	4,13
	6,15 €	3,20	3,96	4,69
	6,25 €	3,33	4,09	4,83
	6,44 €	3,57	4,35	5,10

Compte tenu des 700 BSA 2014 en circulation qui donnent droit à deux actions chacune, leur paiement par l'Initiateur représente un montant maximum de 3 K€.

- **BSA 2019**

S'agissant des 19 030 BSA 2019 restant, l'Initiateur propose un prix de 2,75 € par BSA 2019 soit le prix d'offre moins le prix d'exercice de 3,40 €. En cas d'OPR et pour autant que les BSA aient été exercés, le prix proposé par BSA 2019 est porté à 2,85 €. Dans la mesure où il n'existe pas de restriction à l'exercice de ces bons, cette disposition n'est pas de nature à remettre en cause l'égalité entre les porteurs de BSA 2019.

Le prix de 2,75 € ne tient pas compte de la valeur temps qui selon le modèle de Black and Scholes (sur la base d'hypothèses identiques à celles retenues pour les BSA 2014 avec une date d'échéance en février 2019) pourrait s'évaluer à 1,44 €.

Toutefois, l'accélération du calendrier, la suppression de la condition de performance sur le troisième tiers et la liquidité immédiate des bons nous paraît compenser en tout ou partie la perte de la valeur temps, dans un contexte de négociation entre parties liées, les attributaires étant membres du conseil de surveillance et du conseil scientifique, le tout portant sur des montants modestes. Par ailleurs, la majeure partie des BSA 2019 (tiers 1 et tiers 2) ont été exercés à un prix d'exercice de 3,40 €, extériorisant une plus value pour les porteurs de 2,75 € (ou 2,85 € si Santen peut procéder, à l'issue de l'Offre, à une procédure de retrait obligatoire dans les conditions prévues à l'article 237-14 du règlement général de l'AMF).

Compte tenu des 19 030 bons en circulation, leur paiement par l'Initiateur représente un montant maximum de 49 K€.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 de l'AMF en date du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par la banque présentatrice, Goldman Sachs (ci-après « Goldman Sachs » ou « la Banque »).

5.1 Choix des méthodes et des critères d'évaluation

Dans le choix des méthodes et des références d'évaluation, la Banque a présenté une analyse des niveaux de primes relevés sur des opérations dans le secteur de la biotechnologie ou en France. Dans cette approche, Goldman Sachs retient un échantillon de transactions sectorielles (14 opérations intervenues entre février 2008 et septembre 2010), et un échantillon de transactions intervenues sur le marché français (6 opérations, d'octobre 2007 à juin 2011). Cette méthode a été mise en œuvre par défaut d'application de la méthode analogique d'usage qui, comme nous l'avons aussi constaté, n'était pas applicable au cas d'espèce.

Cependant, de notre point de vue, cette approche ne présente pas dans son fondement conceptuel des éléments quantitatifs et qualitatifs suffisants pour qu'elle puisse être retenue comme une méthode de référence dans le cadre de l'appréciation de l'Offre. Par ailleurs, dans le cadre de la mission qui nous est confiée cette méthode n'est pas citée dans l'instruction de l'AMF relative à l'expertise indépendante du 28 septembre 2006, modifiée le 27 juillet 2010.

Faute d'un nombre suffisant de bureaux d'analyse financière couvrant le titre, la Banque, comme nous-mêmes, n'a pas présenté le critère de l'objectif de cours.

Par ailleurs, la Banque présente l'actif net comptable à titre indicatif, tout en qualifiant ce critère de peu pertinent pour les mêmes raisons qui nous conduisent à l'écarter.

Enfin, outre la méthode des primes relevées, la Banque retient les méthodes du cours de bourse, de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et de l'échange du bloc majoritaire entre Santen et les actionnaires historiques de Novagali, approches que nous avons également développées.

5.2 Modalités de mise en œuvre des méthodes

5.2.1 Cours de bourse

La référence au cours de bourse conduit à des conclusions similaires. S'agissant des extrema, Goldman Sachs retient des cours de clôture alors que nous retenons les extrema atteints en séance.

S'agissant des moyennes de cours, nous avons privilégié la moyenne des cours de clôture sur 3 mois pondérée par le nombre de titres échangés, alors que la Banque ne propose pas de valeur centrale.

5.2.2 Méthode du DCF

La Banque a privilégié un plan d'affaires établi par l'Initiateur avec une vision consolidée des deux entités et y intégrant des synergies issues du rapprochement. Pour notre part, nous avons fondé nos travaux sur le plan présenté par le management en liaison avec la communication financière de la Société.

Par construction, les hypothèses sous-jacentes sont donc différentes sur le plan du financement et de l'organisation, Santen fournissant les moyens financiers et sa force de vente, et sur celui des hypothèses d'exploitation plus conservatrices. Ainsi, le modèle développé par Santen repose sur la vente directe, alors que la plan d'affaires de la Société prévoit un modèle économique de licence. Les principales différences peuvent être synthétisées comme suit:

- Le plan d'affaires utilisé par la Banque prévoit un besoin de trésorerie à financer (40 M€) jusqu'en 2014, date de commercialisation de Cyclokat. Selon le scénario retenu du management de Novagali, les avances liées au contrat de *licencing* permettraient à la Société de répondre de manière autonome à ses besoins de trésorerie. Mais comme indiqué ci-avant, c'est seulement à partir de 2014 que les revenus générés par la ventes des médicaments permettent un autofinancement de l'activité dans les prévisions utilisées par la Banque.
- Le plan d'affaires utilisé par la Banque prend en compte des synergies qui si elles ne sont pas quantifiables individuellement prennent notamment la forme d'un réseau commercial installé qui permet une génération de cash flows plus rapide que ceux anticipés par le management. Ainsi le pic de vente intervient en 2018 dans le plan d'affaires utilisé par la Banque alors que nous concernant il survient en 2022. En revanche, les dirigeants de la Société considèrent que ses produits disposeront d'une durée de vie plus longue, les ventes étant supérieures à celles anticipée par le plan d'affaires utilisé par la Banque en fin de période.
- La Banque retient un coût des fonds propres de 10% fondé sur l'appartenance de Novagali au groupe Santen, ainsi aucune prime de liquidité ou de taille n'est retenue. *[Conformément à la réglementation applicable (article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006), la société a décidé de ne pas mentionner certaines informations figurant dans le rapport de l'expert indépendant]*. Nous concernant, nous avons évalué la Société comme une entreprise biotechnologique indépendante de tout groupe pharmaceutique dont l'assise financière est limitée et plus incertain avec une probabilité plus élevée de réussite du Cyclokat. Notre coût des fonds propres s'en trouve donc majoré et ressort à 15,45 %.

Compte tenu de ces éléments, la Banque parvient à une valeur centrale de 6,49 € par action Novagali sur la base d'hypothèses incluant implicitement des synergies. Pour notre part, dans le cadre d'un scénario maintenant l'indépendance de la Société, nous obtenons une valeur centrale de 6,17 €.

5.2.3 Transaction récente sur le capital

Pour ce critère, il est retenu, tout comme dans nos travaux, la référence que constitue la cession par les actionnaires financiers de leur participation, au prix de 6,15 € par action (pouvant être porté à 6,25 € par action). Cette référence n'appelle pas de remarque de notre part.

Compte tenu de ce qui précède, les travaux de Goldman Sachs conduisent à une fourchette de valorisation comprise entre 3,60 € et 6,80 €. Nos travaux conduisent quant à eux à des valeurs centrales comprises entre 3,60 € et 6,17 € selon les méthodes retenues, soit en moyenne 5,29 €.

En conclusion, nos travaux comme ceux de la Banque, en dépit de différences méthodologiques, conduisent à des valeurs centrales proches de 6,15 € ou inférieures.

Le tableau suivant résume les résultats des différentes approches :

en € par action	GS	BM&A
Transaction interne sur le capital	6,15 €	6,15 €
Méthode des DCF	6,53 €	6,17 €
Primes sur l'échantillon de transactions internationales	6,82 €	na
Primes sur l'échantillon de transactions française	5,63 €	na
Méthode de prime relevés	6,22 €	na
Cours de bourse moyen 3 mois	3,57 €	3,57 €

Note : Le tableau présente des moyennes arithmétiques des différentes méthodes.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après présente en synthèse les fourchettes de valeurs de l'action Novagali auxquelles nous parvenons. Nous avons indiqué pour chaque méthode les primes et décotes implicites au prix offert de 6,15 € par action.

Valeur de marché	Valeur par action			Primes et (décotes)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Cours moyen pondéré au 27 septembre						
depuis l'introduction en bourse	3,00 €	3,58 €	4,60 €	105,0%	71,9%	33,7%
1 an	3,00 €	3,61 €	4,60 €	105,0%	70,4%	33,7%
6 mois	3,00 €	3,71 €	4,10 €	105,0%	65,9%	50,0%
3 mois	3,00 €	3,57 €	3,90 €	105,0%	72,5%	57,7%
20 jours	3,00 €	3,48 €	3,73 €	105,0%	76,7%	64,9%
Cours au 27 septembre 2011	3,51 €	3,59 €	3,70 €	75,2%	71,3%	66,2%
Approche intrinsèque						
DCF	5,73 €	6,17 €	6,44 €	7,3%	-0,3%	-4,5%
Transaction sur le capital de Novagali						
Acquisition du bloc majoritaire		6,15 €			0,00%	

Le prix de 6,15 € offert par action Novagali fait ressortir des primes comprises entre - 0,3 % et + 72,5 % par rapport aux valeurs centrales des différents critères et méthodes retenus par nos soins.

La prime la plus importante est extériorisée par l'Offre par rapport au cours de bourse sur la base d'une moyenne pondérée à 3 mois. Ce critère, dont la pertinence doit être relativisée en raison de l'étroitesse du marché et de l'absence de suivi du titre par les analystes, est retenue comme référence au regard de la date récente de l'introduction en bourse de la Société.

La mise en œuvre de la méthode DCF nous conduit à retenir une valeur centrale de 6,17 €, impliquant une prime proche de zéro. Il convient cependant de noter que le taux d'actualisation retenu ne permet pas d'appréhender la totalité des risques liés à l'exploitation de la Société sur une base autonome (scénario *stand alone*), tels que la solvabilité à court terme ou la faible taille d'un portefeuille de molécules dont les plus importantes ne sont pas encore commercialisées. Ce taux, qui repose sur le MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers), est inférieur à ceux utilisés par la place dans cette industrie (lesquels résultent plus d'une pratique de place). Il constitue donc un minimum, et par conséquent, un élément favorable aux actionnaires minoritaires.

Enfin, la référence au prix de 6,15 € proposé pour l'acquisition du bloc majoritaire nous semble être une référence forte de valorisation en ce qu'elle résulte d'un processus de vente compétitif conduisant à une transaction entre professionnels avertis du secteur.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 6,15 € par action Novagali proposé dans le cadre de la présente Offre, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

A fortiori, dans le cas où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les 3 mois suivants l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 237-14 du règlement général de l'AMF, notre opinion est que le prix de 6,25 € par action Novagali proposé dans ce cadre serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Par ailleurs, s'agissant des BSA 2014 et 2019, notre opinion est que les prix proposés, de respectivement 4,03 € et 2,75 € par bon, sont équitables, d'un point de vue financier, pour leurs porteurs dans le cadre de l'Offre et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, les bons étant librement exerçables permettant ainsi aux porteurs de bons de percevoir le complément de prix de 0,10 € attribué aux actionnaires en cas de retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 22 novembre 2011

Bellot Mullenbach & Associés

Patrick Abensour

Jean-Louis Brun d'Arre

Associés



4. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

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.

4.1 Contrat d'Achat d'Actions

Comme décrit dans la Section 1.2 ci-dessus, le Contrat d'Achat d'Actions a été conclu le 27 septembre 2011 entre Santen, les Actionnaires Cédants et Novagali.

Le Contrat d'Achat d'Actions stipulait des conditions de prix identiques 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, le nombre d'Actions non-détenues par Santen ne représente pas plus de 5% du capital social ou des droits de vote de Novagali.

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.

Les principales stipulations du Contrat d'Achat d'Actions sont résumées ci-après :

(i) Principaux engagements de Santen

Santen s'est engagé à déposer auprès de l'AMF, dès que possible suivant la date de réalisation de l'Acquisition Hors Marché, une offre publique d'achat portant sur les Titres conformément aux dispositions applicables du règlement général de l'AMF, dans des conditions de prix identiques à celles du Contrat d'Achat d'Actions.

(ii) Principaux engagements de Novagali

a) Novagali s'est engagée à coopérer avec l'Expert Indépendant afin d'obtenir, dès que possible, son rapport, sur la base duquel le Conseil de surveillance se prononcera formellement sur l'Offre pour émettre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre ou sur les conséquences de celle-ci pour Novagali, ses actionnaires et ses salariés conformément aux dispositions de l'article 231-17 du règlement général de l'AMF.

b) Novagali s'est engagée à ne pas (i) offrir, ou céder directement ou indirectement des actions ou d'autre titres de capital de la Société, (ii) opérer toute opération sur le capital de la Société, et (iii) faire des distributions de réserves, de dividendes ou d'acomptes sur dividende.

c) Novagali s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre ses Actions auto-détenues (y compris en cas d'extension de l'Offre).

(iii) Principaux engagement des Actionnaires Cédants

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 devaient démissionner de leur mandat de membre du Conseil de surveillance de la Société, (ii) CDC Innovation devait démissionner de son mandat de censeur au sein du Conseil de surveillance de la Société, (iii) les Actionnaires Cédants représentés au Conseil de surveillance de la Société devaient voter en faveur de la cooptation de MM. Jyrki Liljeroos, Naoya Karube et Kazuo Koshiji comme 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 la Société.

Le 11 octobre 2011, ainsi qu'indiqué au paragraphe 1.2 ci-dessus, 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 ou de censeur du Conseil de surveillance de la Société et le Conseil de surveillance de Novagali a décidé (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.

(iv) Collaboration entre Santen et Novagali

Santen et Novagali se sont engagées (i) à se conformer aux lois, réglementations et pratiques applicables à l'Offre, (ii) à coopérer pleinement dans le cadre de la préparation des documents relatifs à l'Offre et de la mise en œuvre de l'Offre, et notamment à fournir, dès que possible et sur demande, toute information ou assistance qui pourrait être raisonnablement demandée et à participer conjointement à toute discussion ou réunion avec l'AMF.

4.2 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 prix offert pour chaque catégorie de BSA au titre de la présente Offre ainsi qu'il est décrit à la Section 1.1.2 « Prix pour les Titres offert par l'Initiateur » 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.

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

5.1 Structure du capital

Au 12 octobre 2011, lendemain du jour de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, le capital social de la Société s'élevait à 1.304.708,80 euros, divisé en seize millions trois cent huit mille huit cent soixante (16.308.860) actions ordinaires, entièrement souscrites et intégralement libérées, d'un montant nominal de 0,08 euro.

Le nombre de droits de vote théorique s'établissait à 16.308.860 à la date du 30 octobre 2011 et le capital de la Société était réparti comme suit :

Actionnaires	Actions et droits de vote au 30 octobre 2011	
	Nombre	%
Mandataires sociaux	8 253 022	50,60
<i>Membres du Conseil de surveillance :</i>	8 244 597	50,55
Santen Pharmaceuticals	8 243 347	50,55
Nayan Greg Parekh	1,250	0,001
<i>Membres du Directoire :</i>	8 425	0,05
Philippe Dupont	8 425	0,05
Autres actionnaires	8 055 838	49,40
Siparex / Sigefi	1 256 338	7,70
FCJE	1 064 458	6,53
123 Ventures	874 205	5,36
Galinova	496 000	3,04
BML Healthcare	245 460	1,51
Chevrillon & Associés	113 636	0,70
Mercure Epargne Longue	113 636	0,70
Salariés ⁽¹⁾	114 107	0,70
Auto-détention	30 148	0,18
Public	3 747 850	22,98
TOTAL	16 308 860	100,00

⁽¹⁾ Salariés inscrits au nominatif pur (hors mandataires sociaux), dont 35 134 actions détenues dans le cadre du PEE.

Certains des actionnaires de la Société détiennent ces actions directement ou au travers d'entités liées, c'est-à-dire placées sous contrôle commun d'une autre entité au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ou gérées par une même société de gestion. A ce titre, le tableau ci-dessus n'indique que la participation globale au capital de ces entités liées.

Les valeurs mobilières attribuées aux dirigeants et salariés de Novagali et donnant accès au capital de la Société sont décrites à la Section 1.1. Leurs caractéristiques respectives sont explicitées dans le document de référence de Novagali pour l'exercice 2010, enregistré auprès de l'AMF le 29 avril 2011 sous le numéro R. 11-0021.

A la date de la présente note en réponse, (i) 19.730 BSA sont en circulation, permettant de souscrire au total 20.430 actions nouvelles d'une valeur nominale de 0,08 euro, (ii) à la suite de la décision du Directoire en date du 3 février 2011 et conformément à la délégation de pouvoir donnée à cet effet par les Assemblées générales du 18 mai 2010 et du 22 juin 2011, la Société a attribué gratuitement aux salariés un total de 474.800 actions d'une valeur nominale de 0,08 euro, en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce, et (iii) 88.789 bons de BCE sont en circulation, permettant de souscrire au total 177.498 actions nouvelles d'une valeur nominale de 0,08 euro. Comme décrit dans la Section 1.2 ci-dessus, le 9 novembre 2011, le directoire de la Société, après discussion et en concertation avec Santen, a rendu cessibles les BSA 2019, a décidé d'aligner la condition de performance prévue par le Plan BSA 2019 pour le troisième tiers des BSA 2019 sur la condition de performance prévue pour le deuxième tiers des BSA 2019 et a dès lors réputé satisfaite cette condition de performance, telle qu'amendée, au regard du Prix par Action offert; chaque bénéficiaire ayant en conséquence le droit d'exercer le nombre de BSA 2019 auquel il pouvait prétendre au titre du troisième tiers des BSA 2019.⁴

5.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions ou clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition des Actions

5.2.1 *Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions*

Il n'existe pas de restrictions statutaires stipulant de quelconques restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

Par ailleurs, le 26 septembre 2011, Novagali a reçu de Bryan, Garnier and Co Limited une lettre l'informant de sa renonciation irrévocable et sans condition à se prévaloir du bénéfice des engagements de conservation (*lock-up undertakings*) souscrits par certains actionnaires au moment de l'introduction en bourse de Novagali (laquelle a eu lieu le 21 juillet 2010) dans l'hypothèse où une transaction 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 était réalisée avant le 31 décembre 2011.

5.2.2 *Accords entre actionnaires dont la Société à connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote*

A la date des présentes, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote de la Société.

5.2.3 *Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société*

A la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

⁴ Il résulte de l'article 12 du plan applicable aux BSA 2019 que le directoire de la Société était autorisé à modifier les stipulations du plan dans un sens plus favorable aux porteurs. Les BSA 2019 étaient initialement soumis à un exercice échelonné par tiers dans le temps et assortis d'une condition de présence au sein du conseil de surveillance ou du comité scientifique de la Société et d'une condition de performance. La condition de performance devait être appréciée à la deuxième et à la troisième date anniversaire de leur attribution (le cours devant présenter une augmentation de 50% à la deuxième date anniversaire, soit 5,04 € au 3 février 2013, et de 100% à la troisième date anniversaire, soit 6,72 € au 3 février 2014).

5.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1^{er} janvier 2011

A la connaissance de la Société, au 31 décembre 2010, le capital social de la Société était réparti comme suit :

Actionnaires	Actions et droits de vote au 31 décembre 2010	
	Nombre	%
Mandataires sociaux	9 642 788	59,25
<i>Membres du Conseil de surveillance dont :</i>	<i>9 590 229</i>	<i>58,93</i>
CDC Innovation ⁽¹⁾	1 191 908	7,32
Auriga Partners ⁽²⁾	2 229 778	13,70
Edmond de Rothschild Investment Partners ⁽²⁾	2 543 878	15,63
Siparex / Sigefi ⁽²⁾	1 256 338	7,72
Galinova	496 000	3,05
Kurma Life Sciences Partners / IDInvest Partners ⁽³⁾	1 872 323	9,57
<i>Membres du Directoire</i>	<i>52 559</i>	<i>0,32</i>
Autres actionnaires	6 631 744	40,75
FCJE ⁽⁴⁾	1 064 458	6,54
123 Ventures	874 205	5,37
Bernard Chauvin	344 917	2,12
BML Healthcare	245 460	1,51
Chevrillon & Associés	113 636	0,70
Mercure Epargne Longue	113 636	0,70
Ben Van der Kooij	20 000	0,12
Salariés ⁽⁵⁾	77 859	0,48
Autodétention	90 501	0,56
Public	3 687 072	22,66
TOTAL	16 274 532	100,00

⁽¹⁾ Comprend CDC Innovation, membre du Conseil de surveillance et les entités qui lui sont liées, dont UFF Innovation, un fond dont la société de gestion est Crédit Agricole Asset Management Capital Investors. Cette société a consenti une délégation de gestion à CDC Innovation.

⁽²⁾ Comprend l'entité membre du Conseil de surveillance et les entités qui lui sont liées.

⁽³⁾ Kurma Life Sciences Partners est membre du Conseil de surveillance depuis le 16 décembre 2010. Cette entité a reçu une délégation de gestion d'IDInvest Partners (anciennement AGF Private Equity). Au 31 décembre 2010, les actions détenues par IDInvest Partners mais gérées par Kurma Life Sciences Partners sont, pour les besoins du présent tableau, intégrées dans la ligne de Kurma Life Sciences Partners.

⁽⁴⁾ FCJE est un fond d'investissement qui fait partie du groupe CDC.

⁽⁵⁾ Salariés inscrits au nominatif pur (hors mandataires sociaux).

Hormis les déclarations de franchissement de seuil mentionnées à la Section 1.2 ci-dessus (avis AMF D&I n°211C1874 du 14 octobre 2011), à la date de la présente note en réponse, aucun actionnaire détenant plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société ne s'est fait connaître auprès de la Société.

Les principales modifications intervenues dans le capital social de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres depuis le 1^{er} janvier 2011, autre que celle de Santen mentionnée au paragraphe 1.2 ci-dessus (avis AMF D&I n°211C1874 du 14 octobre 2011), sont les suivantes :

- Edmond de Rothschild Investment Partners
 - o Par courrier reçu le 12 octobre 2011 par l'AMF (cf. D&I n° 211C1860 en date du 12 octobre 2011), la société par actions simplifiée Edmond de Rothschild Investment Partners, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 11 octobre 2011, les seuils de 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la société NOVAGALI PHARMA et ne plus détenir aucun titre de la Société.
 - o Par courrier en date du 13 octobre 2011, la société par actions simplifiée Edmond de Rothschild Investment Partners, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la baisse le seuil statutaire de 1% et ne détenait plus aucune action de la Société.
- Auriga Partners
 - o Par courrier reçu le 12 octobre 2011 par l'AMF (cf. D&I n° 211C1858 en date du 12 octobre 2011), la société anonyme Auriga Partners, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 11 octobre 2011, les seuils de 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucun titre de la Société.
 - o Par courrier en date du 13 octobre 2011, la société anonyme Auriga Partners, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la baisse le seuil statutaire de 1% et ne détenait plus aucune action de la Société.
- IdInvest Partners
 - o Par courrier reçu le 11 octobre 2011 par l'AMF (cf. D&I n° 211C1855 en date du 12 octobre 2011), la société anonyme Idinvest Partners, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 11 octobre 2011, les seuils de 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucun titre de cette Société.
 - o Par courrier en date du 13 octobre 2011, la société anonyme Idinvest Partners, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la baisse le seuil statutaire de 1% et ne détenait plus aucune action de la Société.
- CDC Innovation

- o Par courrier reçu le 13 octobre 2011 par l'AMF (cf. D&I n° 211C1869 en date du 13 octobre 2011), la société par actions simplifiée CDC Innovation, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 11 octobre 2011, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucun titre de cette Société.
- o Par courrier en date du 17 octobre 2011, la société anonyme CDC Innovation, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la baisse le seuil statutaire de 1% et ne détenait plus aucune action de la Société.
- M. Bernard Chauvin
 - o Par courrier en date du 16 octobre 2011, M. Bernard Chauvin a informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la baisse le seuil statutaire de 1% et ne détenait plus aucune action de la Société.
- Natixis Asset Management
 - o Par courrier en date du 10 janvier 2011, Natixis Asset Management avait informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la hausse le seuil statutaire de 1% et détenait à cette date 298.000 actions, soit 1,83% du capital.
 - o Par courrier en date du 3 octobre 2011, Natixis Asset Management a informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la baisse le seuil statutaire de 1% et détenait à cette date 140.000 actions, soit 0,86% du capital.
- HSBC Holdings PLC
 - o Par courrier en date du 20 juillet 2011, HSBC Holding PLC avait informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la hausse le seuil statutaire de 1% et détenait au 14 juillet 2011 1,14% du capital.
 - o Par courrier en date du 15 septembre 2011, HSBC Holding PLC avait informé la Société de ce qu'elle avait franchi à la baisse le seuil statutaire de 1% et détenait au 9 septembre 2011 0,97% du capital.

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

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

5.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Il n'existe pas de tel mécanisme de contrôle.

5.6 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Novagali, en qualité de chef de file, et ses partenaires, Stanipharm, l'UMR CNRS 8612 (Université Paris 11) et Crossject ont soumis un programme de recherche dénommé « VITRENA » (Valorisation et Innovation dans le Traitement des Rétinopathies et Nanotechnologies) auprès de l'OSEO dans le cadre du financement ISI (Innovation Stratégique Industrielle) le 28 janvier 2010. Une aide maximale de 9,4 millions d'euros (sous forme de subventions et d'avances remboursables) a été accordée par OSEO à Novagali et ses partenaires. Novagali est le premier bénéficiaire du soutien public (7,4 millions d'euros). Le projet VITRENA est décrit plus avant au paragraphe 6.2.6 du document de référence de Novagali pour l'exercice 2010, enregistré auprès de l'AMF le 29 avril 2011 sous le numéro R. 11-0021.

Dans le cadre du projet VITRENA, un « contrat bénéficiaire d'avance remboursable » a été signé le 14 septembre 2010 entre Novagali et OSEO. Ce contrat inclut une option pour OSEO de demander le remboursement anticipé de toute avance remboursable déjà versée en cas de changement de contrôle de la Société.

A la connaissance de la Société, aucun autre accord significatif, auquel Novagali est partie, ne contient de clause de changement de contrôle pouvant entraîner la résiliation de l'accord.

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire

Les règles applicables en cette matière sont statutaires et sont conformes à la loi.

5.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

Les règles applicables en cette matière sont statutaires et sont conformes à la loi.

5.8 Pouvoirs du Directoire en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Directoire dispose des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 18 mai 2010 et le 22 juin 2011 :

#	Délégations	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital (en euros)	Durée de la délégation	Utilisation de la délégation à la date du présent document de référence
Délégations consenties au Directoire par l'Assemblée générale du 22 juin 2011				
18	Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	500 000 ⁽¹⁾	26 mois	Non utilisée
19	Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société,	500 000 ⁽¹⁾	26 mois	Non utilisée

	avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires			
20	Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, des actions ordinaires de la Société et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	20% du capital social par an au moment de l'émission	26 mois	Non utilisée
21	Autorisation donnée au Directoire en cas d'augmentation de capital, avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'augmenter le nombre de titres à émettre	15% de l'émission initiale ⁽¹⁾	26 mois	Non utilisée
22	Délégation de compétence à donner au Directoire à l'effet d'augmenter le capital social au profit d'une catégorie de personnes	500 000 ⁽¹⁾	18 mois	Non utilisée
23	Délégation de compétence à donner au Directoire à l'effet de décider une augmentation du capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	500 000 ⁽¹⁾	26 mois	Non utilisée
24	Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en rémunération d'apports en nature constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	10% du capital social ⁽¹⁾	26 mois	Non utilisée
25	Délégation de compétence au Directoire à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société	Inclus dans le plafond de la dix-neuvième résolution	26 mois	Non utilisée
26	Autorisation d'augmenter le capital au profit des adhérents à un plan d'épargne	9 300 ⁽¹⁾	26 mois	Non utilisée
28	Autorisation à donner au Directoire à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la Société	52 330 ⁽²⁾	38 mois	Non utilisée
29	Autorisation à donner au Directoire à l'effet d'émettre des bons de souscription d'actions au bénéfice d'une catégorie de personnes	52 330 ⁽²⁾	18 mois	Utilisée à hauteur de 11 223,28 euros le 3 février 2011
Délégations consenties au Directoire par l'Assemblée générale du 18 mai 2010				
25	Autorisation à donner au Directoire de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société	42 964,72	38 mois	Non utilisée

(1) Aux termes de la 27^{ème} résolution, le montant nominal des émissions effectuées en vertu des 18^e, 19^e, 21^e, 22^e, 23^e, 24^e et 26^e résolutions est limité à la somme de 500 000 euros.

(2) Aux termes de la 30^{ème} résolution, le montant nominal des émissions effectuées en vertu des 28^e et 29^e résolutions est limité à la somme de 52.330 euros.

L'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 22 juin 2011 a également autorisé le Directoire, avec faculté de subdélégation, dans les conditions prévues aux articles L. 225-209 et suivants du Code de commerce, à acheter ou faire acheter des actions de la Société, dans la limite de 10% du capital social, dans le cadre de la mise en œuvre d'un programme de rachat d'actions. Le prix maximal d'achat (hors frais) par action ne pourra excéder huit (8) euros et le montant maximal de fonds destinés à la réalisation de ce programme d'achat d'actions ne pourra pas dépasser un (1) million d'euros.

5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance 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 publique

Jérôme Martinez (Président du Directoire), Jean-Sébastien Garrigue (Directeur de la recherche et du développement), Geneviève Garrigos (Directrice de la communication et des ressources humaines) et Céline Caria (assistante de direction) bénéficient d'indemnité en cas de rupture de leur contrat de travail. Céline Caria bénéficie d'une indemnité de rupture égale à (i) trois mois de salaire brut, (ii) un mois de salaire brut par année passée dans la société et (iii) un solde d'un mois calculé au *prorata temporis* de l'année concernée. Jérôme Martinez bénéficie d'une indemnité de rupture égale à six mois de salaire brut. Geneviève Garrigos et Jean-Sébastien Garrigue bénéficient quant à eux d'une indemnité de rupture égale à trois mois de salaire brut.

6. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Les membres du Conseil de surveillance ont exprimé leur intention d'apporter à l'Offre les Actions et les BSA qu'ils détiennent ou pourraient détenir.

7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Jérôme Martinez

Président du Directoire