Le projet d'offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR GENKYOTEX SA EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

INITIEE PAR CALLIDITAS THERAPEUTICS AB

PRESENTEE PAR BRYAN, GARNIER & CO

PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR LA SOCIETE GENKYOTEX SA

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 19 août 2021, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

Le projet d'offre et le présent projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis important

En application des articles 231-19, 261-1 I 1° et 2° et 261-1 II du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet FINEXSI, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

PRIX DE L'OFFRE : 2,85 euros par action Genkyotex SA

COMPLEMENTS DE PRIX EVENTUELS : les actionnaires qui auront apporté leurs actions à l'Offre se verront remettre des droits à complément de prix éventuels dans les conditions décrites à la Section 1.4.5 du Projet de Note en Réponse (« *Compléments de Prix Eventuels* »)

DUREE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre publique de retrait (l' « **Offre** ») sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») conformément à son Règlement général.

AVIS IMPORTANT

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent Projet de Note en Réponse, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier sera mise en œuvre, les conditions d'un tel retrait obligatoire étant déjà réunies. Les actions Genkyotex SA non apportées à l'offre publique de retrait (à l'exception des actions auto-détenues par Genkyotex SA et des actions issues de la levée de stock-options faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité), seront transférées à Calliditas Therapeutics AB (publ) en contrepartie d'une indemnisation égale au prix de l'Offre par action, soit 2,85 euros par action Genkyotex SA augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels décrits à la Section 1.4.5 du Projet de Note en Réponse et à la Section 2.5 (« *Compléments de Prix Eventuels* ») du Projet de Note d'Information.

Tous les actionnaires de Genkyotex SA (y compris, sans que cela soit exhaustif, les mandataires, fiduciaires ou dépositaires) qui transmettraient, ou envisageraient de transmettre ou seraient tenus par une obligation contractuelle ou légale de transmettre ce document et/ou les documents l'accompagnant à une juridiction située en dehors de la France ou de la Belgique, devront lire attentivement la Section 2.15 (« *Restrictions concernant l'Offre à l'étranger* ») du Projet de Note d'Information avant d'effectuer une quelconque action.

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Genkyotex SA (https://www.genkyotex.com/fr/) et peut être obtenu sans frais auprès de Genkyotex SA, dont le siège social est situé au 218 avenue Marie Curie – Forum 2 Archamps Technopole, 74166 Saint-Julien-en-Genevois Cedex, France.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Genkyotex seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE 4

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 15

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 23

4. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT DES ACTIONS AUTO-DETENUES 24

5. AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL 24

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 24

7. ÉLEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 24

8. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 30

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE 30

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 31

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 236-3 et 237- 1 du Règlement général de l'AMF, Calliditas Therapeutics AB (publ), société à responsabilité limitée (aktiebolag) régie par le droit suédois dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé Nasdaq Stockholm sous le numéro ISIN SE0010441584 et sous forme d'actions de dépositaire américain (ADS) sur le marché réglementé Nasdaq Global Select Market sous le numéro ISIN US13124Q1067, dont le siège social est situé à Kungsbron 1, C8, SE-111 22, Stockholm, Suède et immatriculée au registre des sociétés sous le numéro 556659-9766 (ci-après « **Calliditas** » ou l' « **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Genkyotex SA, société anonyme régie par le droit français, dont le siège social est situé au 218 avenue Marie Curie – Forum 2 Archamps Technopole, 74166 Saint-Julien-en-Genevois Cedex, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 439 489 022 RCS Thonon-les-Bains et dont les actions ordinaires sont admises aux négociations sur les marchés réglementés Euronext Paris et Euronext Brussels sous le numéro ISIN FR0013399474 (ci-après « **Genkyotex** » ou la « **Société** » et, ensemble avec sa filiale Genkyotex Suisse SA, le « Groupe »), d'acquérir la totalité des actions de la Société que l'Initiateur ne détient pas (à l'exclusion des actions auto-détenues par Genkyotex SA et des Actions Indisponibles, telles que décrites à la Section 6 (« *Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue* »)) dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») pour un prix par action de la Société de 2,85 euros augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels décrits à la Section 1.4.5 du présent Projet de Note en Réponse.

Dans ce contexte, l'Initiateur a déposé le 28 juillet 2021 auprès de l'AMF un projet d'Offre et un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») qui ont fait l'objet d'un avis de dépôt AMF n°221C1910 en date du 28 juillet 2021.

La note d'information sera également déposée auprès de l'Autorité belge des marchés et des services financiers (la « **FSMA** ») pour reconnaissance par la FSMA conformément à l'article 20 de la loi belge du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, après avoir obtenu la déclaration de conformité relative à l'Offre par l'AMF.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, Calliditas détient directement 12.716.066 actions de la Société, représentant 90,29% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (soit 90,69% en prenant en considération les actions détenues par assimilation[1]).

Conformément aux dispositions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF, l'Offre vise la totalité des actions existantes non détenues par l'Initiateur à la date des présentes (à l'exception des actions auto-détenues par Genkyotex SA et des Actions Indisponibles, telles que décrites à la Section 6 (« *Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue* ») du Projet de Note en Réponse).

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun titre de capital ni valeur mobilière pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social de la Société autres que (i) les 14.083.408 actions existantes

[1] 0,33% du capital détenu par le directeur général de Genkyotex fait l'objet d'un mécanisme de liquidité (options réciproques d'achat et de vente) conclu avec Calliditas et 0,07% du capital est auto-détenu par Genkyotex

de la Société, (ii) les options de souscription dont l'exercice donne droit à l'attribution de 4.054 actions de la Société décrites à la Section 1.4.3 (« *Situation des titulaires d'options de souscription* ») du Projet de Note en Réponse et (iii) les 666.312 bons de souscription d'actions décrits à la Section 1.4.4 (« *BSA Yorkville* ») du Projet de Note en Réponse.

L'Initiateur a indiqué ne pas agir de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de dix jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, l'Initiateur indique que la procédure de Retrait Obligatoire prévue à l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier sera mise en œuvre, les conditions du Retrait Obligatoire étant déjà réunies. Dans le cadre de ce Retrait Obligatoire, les actions Genkyotex qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre soit 2,85 euros par action, augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels décrits à la Section 1.4.5 (les « *Compléments de Prix Eventuels* ») du présent Projet de Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Bryan, Garnier & Co (l'« **Etablissement Présentateur** »).

L'Etablissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, étant toutefois précisé que l'Etablissement Présentateur a indiqué que cette garantie ne s'applique pas aux engagements pris par l'Initiateur concernant les Compléments de Prix Eventuels décrits en Section 1.4.5 (les « *Compléments de Prix Eventuels* ») du présent Projet de Note en Réponse. L'Etablissement Présentateur a indiqué être habilité à fournir des services de prise ferme en France.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

(a) <u>Acquisition du bloc de contrôle suivie d'une offre publique d'achat simplifiée</u>

L'Initiateur a acquis le 3 novembre 2020 un total de 7.236.515 actions représentant 62,66% du capital et des droits de vote théoriques de la Société par voie d'achat de blocs d'actions hors marché en application d'un contrat d'acquisition en date du 13 août 2020.

Concomitamment à cette acquisition hors marché, l'Initiateur a annoncé son intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée obligatoire portant sur les actions de la Société (l'« **OPAS** ») qu'il ne détenait pas à la suite de l'acquisition hors marché précitée.

L'OPAS a donné lieu au dépôt, le 3 novembre 2020, d'un projet de note d'information relatif à l'OPAS par Calliditas et d'un projet de note d'information en réponse par Genkyotex. Le prix de l'OPAS était de 2,80 euros par action augmenté de trois compléments de prix payables en numéraire sous réserve de l'obtention de différentes approbations réglementaires relatives à la commercialisation du setanaxib, le candidat-médicament le plus avancé de Genkyotex. Calliditas avait annoncé son intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où, à l'issue de l'OPAS, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'OPAS ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société conformément aux articles L. 433-4, II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'OPAS a été déclarée conforme par l'AMF le 24 novembre 2020[2]. La note d'information relative à l'OPAS a été reconnue par la FSMA le 25 novembre 2020 conformément à l'article 20 de la loi belge du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition. L'OPAS s'est ensuite déroulée du 27 novembre 2020 au 11 décembre 2020.

A la clôture de cette OPAS, l'Initiateur détenait un total de 10.121.676 actions de la Société représentant, directement et par assimilation, 86,64% du capital et des droits de vote de la Société[3], ce qui ne lui a pas permis de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire.

(b) Franchissement du seuil de 90% du capital et des droits de vote

A la suite de ces opérations, au cours des mois de janvier et février 2021, l'Initiateur a acquis un nombre total de 337.950 actions de la Société par le biais d'acquisitions hors marché au prix de l'OPAS, augmentant ainsi sa participation au capital de la Société à hauteur de 89,1% (soit 89,5% en tenant compte des assimilations).

D'autre part, afin de permettre à la Société de faire face à ses besoins de financement à court-terme, une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription a été réalisée en mars 2021 en France au prix de 2,15 euros par actions pour un montant total de souscription s'élevant à environ 5,05 millions d'euros (correspondant à 2.347.234 actions nouvelles) dont environ 4,8 millions d'euros (correspondant à 2.243.550 actions nouvelles) ont été souscrits par Calliditas (soit 95% du montant total de l'opération).

Au terme de cette augmentation de capital, l'Initiateur détenait 12.703.176 actions de la Société correspondant à 90,2% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (soit 90,53% en tenant compte de l'assimilation des Actions Indisponibles). Calliditas a donc déclaré à l'AMF par courrier reçu le 29 mars 2021[4] le franchissement à la hausse du seuil de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

Enfin, au mois de mai 2021, l'Initiateur a acquis un nombre total de 12.890 actions de la Société par le biais d'une acquisition hors marché, augmentant ainsi sa participation au capital de la Société à son niveau actuel de 90,29% (soit 90,69% en tenant compte des assimilations).

(c) Nomination de l'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société

Le conseil d'administration de la Société, réuni le 30 juin 2021, a, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, procédé à la création d'un comité *ad hoc* composé des administrateurs indépendants de la Société (Madame Laura Laughlin et Monsieur Guy Eiferman) ainsi que de Monsieur Elmar Schnee, Président du conseil d'administration, à l'effet de recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le conseil d'administration de la Société, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et de préparer un projet d'avis motivé à l'attention du conseil d'administration de la Société sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Réuni par la suite le 2 juillet 2021, le conseil d'administration de la Société a, sur la base de la recommandation du comité *ad hoc*, procédé à la désignation du cabinet FINEXSI représenté par Olivier Courau, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») chargé d'émettre un rapport sur les

[2] D&I n° 220C5122 du 24 novembre 2020.
[3] D&I n° 220C5450 du 16 décembre 2020.
[4] D&I n° 221C0658 du 29 mars 2021.

conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, du Retrait Obligatoire, en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

Le rapport de l'Expert Indépendant est présenté dans son intégralité dans le présent projet de Note en Réponse.

1.2.2 Motifs de l'Offre

Détenant plus de 90 % du capital et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a soumis le 28 juillet 2021 à l'AMF le projet d'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont présentés à la Section 3 (« *Eléments d'appréciation du prix d'Offre* ») du Projet de Note d'Information.

Le Projet de Note d'Information indique que l'Offre Publique de Retrait a notamment pour objectif de permettre à l'Initiateur d'acquérir l'ensemble des Actions non détenues par lui et de radier les Actions de la Société d'Euronext Paris et d'Euronext Brussels.

Plus particulièrement, l'Initiateur a indiqué qu'une Offre suivie d'un Retrait Obligatoire présente un certain nombre d'avantages, tant pour l'Initiateur que pour la Société, en permettant notamment de faciliter le rapprochement des activités de la Société et de l'Initiateur et de faciliter le financement du développement et des besoins de trésorerie de la Société.

Cette opération permettra également une réduction des coûts logistiques et des contraintes législatives et réglementaires liés à l'admission des titres de la Société à la négociation sur Euronext Paris et Euronext Brussels.

Compte tenu de la structure actionnariale actuelle de la Société et du faible volume d'échanges de ses actions sur le marché, la cotation de la Société ne se justifie plus en ce que Genkyotex ne présente plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité de son titre. L'Offre présente donc une opportunité de liquidité immédiate et intégrale aux actionnaires minoritaires.

1.3 Acquisitions d'actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois

Comme indiqué à la Section 1.2.3 du Projet de Note d'Information, au cours des douze derniers mois précédant le dépôt du présent projet d'Offre, l'Initiateur a déclaré avoir réalisé des acquisitions d'actions de la Société dans les conditions suivantes :

Modalités	Date	Nombre d'actions	Prix par action
Acquisition de blocs hors marché	3 novembre 2020	7.236.515	2,80 € + compléments de prix
OPAS	15 décembre 2020	2.885.161	2,80 € + compléments de prix
Acquisition de blocs hors marché auprès de Chihiro Yabe	25 janvier 2021	33.542	2,80 € + compléments de prix
Acquisition de blocs hors marché auprès de Joe McCracken	25 janvier 2021	5.917	2,80 € + compléments de prix

Acquisition de blocs hors marché auprès de Fondation d'Aide aux Entreprises	25 janvier 2021	94.811	2,80 € + compléments de prix
Acquisition de blocs hors marché auprès de MP Healthcare	25 janvier 2021	143.719	2,80 € + compléments de prix
Acquisition de blocs hors marché auprès de Dave Lambeth	28 janvier 2021	13.522	2,80 € + compléments de prix
Acquisition de blocs hors marché auprès de Melissa Hampton	28 janvier 2021	591	2,80 € + compléments de prix
Acquisition de blocs hors marché auprès de Robert Clark	1er février 2021	45.848	2,80 € + compléments de prix
Acquisition de blocs hors marché auprès de Institut Pasteur	13 mai 2021	12.890	2,80 € + compléments de prix

A compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF le 28 juillet 2021, et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, l'Initiateur a indiqué se réserver le droit d'acquérir sur le marché des actions de la Société, dans les limites de l'article 231 38 IV du Règlement général de l'AMF.

1.4 Principales caractéristiques de l'Offre

1.4.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur a déposé auprès de l'AMF le 28 juillet 2021, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions Genkyotex non détenues par l'Initiateur et le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre. Ce dépôt a fait l'objet de l'avis de dépôt AMF n°221C1910.

L'Initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions de la Société (à l'exception des actions auto-détenues et des Actions Indisponibles telles que décrites à la Section 6 (« *Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue*) qui seront apportées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation, au prix de 2,85 euros par action de la Société, augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels décrits à la 1.3.5 (« *Compléments de Prix Eventuels* »).

1.4.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient 12.716.066 actions de la Société représentant 90,29% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (soit 90,69% en tenant compte des assimilations).

Conformément à l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exclusion des 9.243 actions auto-détenues par la Société et des Actions Indisponibles (telles que décrites à la Section 6 (« *Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue* »), soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 1.311.432 actions de la Société déterminé comme suit :

Actions existantes à la date du dépôt de l'Offre	14.083.408
Moins actions détenues par l'Initiateur	12.716.066
Moins actions auto-détenues	9.243
Moins Actions Indisponibles	46.667
TOTAL	1.311.432

Il n'existe aucun titre de capital ou valeur mobilière pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social de la Société autres que (i) les 14.083.408 actions ordinaires existantes de la Société, (ii) les options de souscription dont l'exercice donne droit à l'attribution de 4.054 actions de la Société décrites à la Section 1.4.3 (« *Situation des titulaires d'options de souscription* ») et (iii) les 666.312 bons de souscription d'actions décrits à la Section 1.4.4 (« *BSA Yorkville* »).

1.4.3 Situation des titulaires d'options de souscription

La Société a mis en place depuis 2018 quatre plans d'options de souscription d'actions de la Société destinés aux dirigeants et salariés, tels que notamment décrits en en Section 8 du rapport financier annuel de la Société au 31 décembre 2020 publié le 30 avril 2021.

Les prix d'exercice des options issues des trois premiers plans étaient très significativement supérieurs au prix de l'OPAS (16,70[5] euros pour le plan du 9 janvier 2018, 14,90 euros pour le plan du 11 octobre 2018 et 9,10 euros pour le plan du 21 mars 2019). Seul le prix d'exercice du plan du 4 juin 2020 (le « **Plan de Stock-Options 2020** »), fixé à 2,30 euros, était inférieur au prix de l'OPAS mais ces options n'étaient pas exerçables avant le 4 juin 2021 (pour la première tranche de 25%).

Les bénéficiaires du Plan de Stock-Options 2020 ont été autorisés par le conseil d'administration de la Société à exercer leurs options issues du Plan de Stock-Options 2020 après la réalisation de l'acquisition hors marché en date du 3 novembre 2020 (soit un total de 187.612 actions souscrites à un prix de 2,30 euros par action) au plus tard le quatrième jour ouvré suivant la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du règlement général de l'AMF, des principales dispositions du projet d'OPAS.

Par ailleurs, les bénéficiaires des plans d'attribution d'options de la Société en date du 9 janvier 2018 et 21 mars 2019 qui n'étaient pas également bénéficiaires du Plan de Stock-Options 2020 ont renoncé au bénéfice de leurs options (soit un total d'options de souscription dont l'exercice donne droit à l'attribution de 4.054 actions de la Société) sous réserve de la réalisation d'un retrait obligatoire de la Société à un prix inférieur au prix d'exercice de leurs options (16,70 euros au titre du plan du 9 janvier 2018 et 9,10 euros au titre du plan du 21 mars 2019).

Au résultat de ces différentes opérations, il ne reste plus qu'un nombre d'options de souscription dont l'exercice donne droit à l'attribution de 4.054 actions de la Société au titre des plans antérieurs (3.457 options au titre du plan du 9 janvier 2018 et 597 options au titre du plan du 21 mars 2019) qui seront caduques à l'issue du Retrait Obligatoire.

1.4.4 Situation des titulaires de bons de souscription d'actions

[5] Prix d'exercice ajusté pour tenir compte de l'effet de regroupement d'actions intervenu le 29 mars 2019.

La Société a émis le 20 août 2018 des obligations convertibles en actions assorties de bons de souscription d'actions (BSA) au profit de YA II PN, Ltd, un fonds d'investissement géré par la société de gestion Yorkville Advisors Global LP.

Les obligations convertibles ont été intégralement converties en actions de la Société et ne subsistent à la date du présent Projet de Note en Réponse que 666.312 BSA détenus par YA II PN, Ltd qui, s'ils venaient à être tous exercés, donneraient droit à l'émission de 69.222 actions de la Société après prise en compte du regroupement d'actions intervenu le 29 mars 2019 (les « **BSA Yorkville** »).

Les BSA Yorkville peuvent être exercés jusqu'au 20 août 2023, étant précisé que le prix d'exercice des BSA Yorkville est très significativement supérieur (18,00 euros) au prix de l'Offre.

Les BSA Yorkville ne pouvant pas être cédés à un tiers sans l'accord écrit de la Société, ils ne sont pas librement cessibles et sont donc exclus de l'Offre.

1.4.5 Compléments de Prix Eventuels

(a) Montant et Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels

L'Initiateur s'était engagé, dans le cadre de l'OPAS, à verser trois compléments de prix éventuels payables en numéraire, sous réserve de l'obtention des approbations réglementaires suivantes relatives à la commercialisation du setanaxib (les « **Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels** ») :

- 2,56 euros par action apportée à l'Offre, dans l'hypothèse où le setanaxib obtiendrait, au plus tard le 11 décembre 2030, une autorisation de commercialisation aux Etats-Unis de la part de l'U.S. Food and Drug Administration, quelle que soit l'application thérapeutique pour laquelle le setanaxib est autorisé à être commercialisé (le « **Complément de Prix Eventuel n°1** ») ;

- 1,28 euro par action apportée à l'Offre, dans l'hypothèse où le setanaxib obtiendrait, au plus tard le 11 décembre 2030, une autorisation de commercialisation au sein de l'Union européenne de la part de la Commission européenne, quelle que soit l'application thérapeutique pour laquelle le setanaxib est autorisé à être commercialisé (le « **Complément de Prix Eventuel n°2** ») ; et

- 0,85 euro par action apportée à l'Offre, dans l'hypothèse où le setanaxib obtiendrait, au plus tard le 11 décembre 2030, une autorisation de commercialisation aux Etats-Unis de la part de l'U.S. Food and Drug Administration ou au sein de l'Union européenne de la part de la Commission européenne, pour le traitement spécifique de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1 (le « **Complément de Prix Eventuel n°3** » et, avec le Complément de Prix Eventuel n°1 et le Complément de Prix Eventuel n°2, les « **Compléments de Prix Eventuels** »), étant précisé que si le Complément de Prix Eventuel n°1 ou le Complément de Prix Eventuel n°2 sont versés à la suite de l'obtention d'une autorisation de commercialisation aux Etats-Unis de la part de l'U.S. Food and Drug Administration ou au sein de l'Union européenne de la part de la Commission européenne pour le traitement spécifique de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1, alors le Complément de Prix Eventuel n°3 ne sera pas dû.

Les mêmes Compléments de Prix Eventuels seront remis dans le cadre de la présente Offre au profit des bénéficiaires visés en Section 1.4.5 (« *Bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels* »).

En l'absence de réalisation d'une ou plusieurs des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels au plus tard le 11 décembre 2030, les Compléments de Prix Eventuels concernés ne seront pas dus.

(b) Bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels

Dans le cadre de la présente Offre et sans préjudice des compléments de prix attribués dans le cadre de l'OPAS, seuls les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions de la Société à l'Offre ou qui auront vu leurs actions de la Société transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire bénéficieront des Compléments de Prix Eventuels, sous réserve de la réalisation des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels.

(c) Modalités de paiement des Compléments de Prix Eventuels

CIC Market Solutions, 6 avenue de Provence, 75452 Paris Cedex 9, a été désigné par l'Initiateur en qualité d'agent centralisateur (l'« **Agent Centralisateur** ») pour procéder, le cas échéant, au paiement des Compléments de Prix Eventuels.

Au vu des résultats de l'Offre, l'Agent Centralisateur livrera aux intermédiaires financiers, pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions à l'Offre et bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels, en même temps qu'Euronext leur créditera le produit de cession des actions apportées à l'Offre, un droit à Complément de Prix Eventuel n°1, un droit à Complément de Prix Eventuel n°2 et un droit à Complément de Prix Eventuel n°3 à raison de chaque action de la Société apportée à l'Offre ou le cas échéant, transférée à l'Initiateur au résultat de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Les intermédiaires financiers inscriront les droits aux Compléments de Prix Eventuels aux compte titres de leurs clients en même temps qu'ils leur règleront le prix de l'Offre (hors Compléments de Prix Eventuels) pour chaque action apportée.

Les droits aux Compléments de Prix Eventuels pour les actionnaires de la Société qui auraient apporté leurs actions de la Société à l'Offre ou qui auraient vu leurs actions de la Société être transférées à l'Initiateur lors de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, sont des droits de créance non cessibles et non admis aux négociations, non éligibles au PEA et transférables dans des cas limités (succession ou donation). Les droits aux Compléments de Prix Eventuels seront admis aux opérations d'Euroclear France.

La réalisation des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels fera l'objet de communiqués publiés par l'Initiateur. Dans les 40 jours de bourse suivant la réalisation des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels, l'Initiateur informera par voie d'un avis financier les bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels (c'est-à-dire (i) les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions à l'Offre, (ii) les actionnaires qui auront vu leurs actions de la Société être transférées à l'Initiateur lors de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire ou (iii) leurs ayants-droit respectifs) de la réalisation des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels.

Les Compléments de Prix Eventuels seront payés, le cas échéant, dans les 45 jours de bourse suivant la réalisation des Conditions du Paiement des Compléments de Prix Eventuels. Sous réserve de la réception préalable des fonds à verser au titre des Compléments de Prix Eventuels, l'Agent Centralisateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, versera, à la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, le ou les Compléments de Prix Eventuels aux intermédiaires teneurs de compte des bénéficiaires du ou des Compléments de Prix Eventuels, conformément aux modalités qui seront décrites dans une note circulaire adressée par l'Agent Centralisateur aux intermédiaires financiers via Euroclear France.

L'Agent Centralisateur conservera les fonds non affectés et les tiendra à la disposition des bénéficiaires des Compléments de Prix Eventuels et à celle de leurs ayants-droit pendant une période de dix ans suivant la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, puis les versera à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les conservera pendant un délai de 20 ans. Ces fonds ne porteront pas intérêt.

1.4.6 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 28 juillet 2021 et a fait l'objet de l'avis de dépôt AMF n°221C1910.

Bryan, Garnier & Co., en qualité d'établissement présentateur et garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://www.genkyotex.com/fr/) et peut être obtenu sans frais au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse a été diffusé par la Société.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant 10 jours de négociation. Dans le cadre de cette Offre Publique de Retrait, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant cette période de 10 jours de négociation, en application de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, à acquérir auprès des actionnaires de la Société la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix d'Offre par Action.

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du Règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité emportera visa de la Note en Réponse. La Note en Réponse ainsi visée par l'AMF ainsi que les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, déposées auprès de l'AMF et tenues gratuitement à la disposition du public au siège de l'Etablissement Présentateur au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (https://www.genkyotex.com/fr/).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié par la Société.

Après publication de la déclaration de conformité relative à l'Offre par l'AMF, la note d'information sera déposée auprès de la FSMA pour reconnaissance, conformément à l'article 20 de la loi belge du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris et Euronext Brussels publieront un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, en ce compris sa date d'effet.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié par la Société.

1.5 Centralisation des Ordres

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

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

1.6 Procédures d'apport à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix jours de négociation et sera centralisée par Euronext Paris.

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

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre irrévocable d'apporter à l'Offre Publique de Retrait au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre Publique de Retrait, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société (tenus par CIC Market Solutions) devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » chez un administrateur financier habilité pour apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur (sauf indication contraire du teneur de registres), auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions.

Aucun frais ne sera remboursé ou payé ni aucune commission versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport des actions de la Société à l'Offre Publique de Retrait, sauf en vertu d'un accord écrit conclu avec l'Initiateur ou ses affiliés. En particulier, aucun frais de courtage ni aucune commission ou taxe afférente ne seront supportés par l'Initiateur.

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre, sera porté devant les tribunaux compétents

1.7 Termes et modalités du Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et 237-7 du Règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions de la Société non détenues par l'Initiateur qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des actions auto-détenues par Genkyotex SA et des Actions Indisponibles, telles que décrites à la Section 6 (« *Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue*»)) seront transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de 2,85 euros par action de la Société, augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels décrits à la Section 1.4.5 (« *Compléments de Prix Eventuels* »).

L'AMF publiera un avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et Euronext Paris et Euronext Brussels publieront un avis annonçant le calendrier de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Conformément aux dispositions de l'article 237-3, III du règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera un communiqué informant le public de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire et précisant les modalités de mise à disposition de la Note d'Information établie dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera également un avis informant le public du Retrait Obligatoire dans un journal d'annonces légales du lieu du siège de la Société.

Le montant total de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, par l'Initiateur, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait et au plus tard à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de CIC Market Solutions, 6 avenue de Provence, 75452 Paris Cedex 9, désigné en qualité d'Agent Centralisateur des opérations d'indemnisation du Retrait Obligatoire. CIC Market Solutions, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes de détenteurs des actions de la Société.

Les actions de la Société seront radiées d'Euronext Paris et d'Euronext Brussels le jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions de la Société dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par CIC Market Solutions pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

L'indemnisation complémentaire correspondant aux Compléments de Prix Eventuels sera payée aux actionnaires de Genkyotex concernés par le Retrait Obligatoire selon les modalités et conditions prévues à la Section 1.4.5 (« *Compléments de Prix Eventuels* ») du présent Projet de Note en Réponse.

1.8 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF et Euronext publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait.

Un calendrier, à titre purement indicatif, est proposé à la Section 2.12 du Projet de Note d'Information.

1.9 Publication des résultats et Règlement-livraison de l'Offre

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre et Euronext Paris et Euronext Brussels indiqueront dans un avis la date et les modalités de livraison des actions de la Société.

À la date de règlement-livraison de l'Offre, l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondants au règlement de l'Offre. À cette date, les actions de la Société apportées et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires agissant pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions à l'Offre à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre.

Concomitamment, l'Agent Centralisateur livrera aux intermédiaires financiers, pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions à l'Offre, les droits aux Compléments de Prix Eventuels.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d'apport des actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

1.10 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont exposées à la Section 2.15 du Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration, lors de sa réunion du 30 juin 2021, a mis en place un comité d'administrateurs *ad hoc* composé majoritairement d'administrateurs indépendants (Madame Laura Laughlin et Monsieur Guy Eiferman) et de Monsieur Elmar Schnee, administrateur et président du Conseil d'Administration de la Société (le « **Comité Ad Hoc** »).

Ce Comité *Ad Hoc* a été investi des missions suivantes : (i) proposer au Conseil la désignation d'un expert indépendant chargé de lui remettre, en cas d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, un rapport sur les conditions financières de cette offre, (ii) assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et (iii) préparer un projet d'avis motivé à l'attention du conseil d'administration de la Société sur l'intérêt de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire que Calliditas a indiqué vouloir mettre en œuvre, et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

En application des articles 261-1 I, 1° et 2°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné, le 2 juillet 2021, sur proposition du Comité Ad Hoc, le cabinet FINEXSI, représenté par Monsieur Olivier Courau, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le Comité Ad Hoc s'est réuni à six reprises par voie de téléconférences audiovisuelles :

- le 30 juin 2021, pour, d'une part, désigner son président, Monsieur Guy Eiferman, et d'autre part, procéder à l'analyse de propositions d'intervention d'experts indépendants potentiels en prenant notamment en compte comme critères de sélection leur expérience dans des missions similaires à celle relative à l'Offre, leurs compétences, leur indépendance, la composition et les qualifications des membres de l'équipe devant être dédiée à la mission ainsi que les moyens matériels dédiées à celle-ci.

- le 1er juillet 2021, pour interroger le cabinet FINEXSI en vue de sa présélection éventuelle puis pour décider d'en recommander au conseil d'administration la sélection en qualité d'Expert Indépendant pour les besoins de l'Offre ;

- le 21 juillet 2021, suite à la nomination de FINEXSI en qualité d'Expert Indépendant par le conseil d'administration le 2 juillet 2021 afin de faire un premier point sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et discuter des méthodes d'évaluation financière privilégiées par ce dernier, notamment sur la base du plan d'affaires préparé et communiqué par le management de la Société ;

- le 23 juillet 2021, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter l'état d'avancement de ses travaux ainsi que les premiers éléments chiffrés en ressortant ;

- le 9 août 2021, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter aux membres du Comité Ad Hoc le premier projet de son rapport, sur la base du plan d'affaires préparé par le management de la Société (étant précisé que le Conseil d'administration, lors de sa séance du 28 juillet 2021 a approuvé, sans modifications, ce plan d'affaires communiqué précédemment à l'Expert Indépendant pour les besoins de la préparation de son rapport), et recueillir les commentaires éventuels de ces derniers ;

- le 16 août 2021, lors d'une réunion de synthèse, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport finalisé et sa conclusion, étant précisé que le projet de ce rapport finalisé a été adressé au Comité Ad Hoc le 15 août 2021. A l'occasion de cette dernière réunion, FINEXSI, représenté par Monsieur Maxime Rogeon, a confirmé au Comité Ad Hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission. A l'issue de cette réunion, le Comité Ad Hoc a arrêté les termes de son projet d'avis motivé devant être remis au Conseil d'administration.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 17 août 2021 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents à la réunion par téléconférence audiovisuelle :

- Monsieur Elmar Schnee, président du Conseil d'administration,
- Madame Renée Aguiar-Lucander, membre du Conseil d'administration,
- Monsieur Ilias (Elias) Papatheodorou, membre du Conseil d'administration et directeur général de la Société,
- Monsieur Jonathan Schur, membre du Conseil d'administration,
- Monsieur Guy Eiferman, membre du Conseil d'administration, et
- Madame Laura Laughlin, membre du Conseil d'administration.

ont également assisté à la réunion par conférence téléphonique :

- Monsieur Olivier Courau, du cabinet FINEXSI, uniquement pour la présentation de son rapport au Conseil d'administration
- Madame Hanna-Kaisa Borini, Directrice financière de la Société.
- Monsieur David Revcolevschi, Associé, Cabinet d'avocats Mc Dermott Will & Emery AARPI, conseil juridique de la Société.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci- après :

« Le président constate que la majorité des membres du Conseil d'administration sont présents et qu'en conséquence, le Conseil d'administration peut valablement délibérer sur l'ordre du jour suivant :

- *Examen du projet d'offre publique de retrait visant les actions de la Société (l' « **Offre Publique de Retrait** ») devant être déposé par Calliditas Therapeutics AB (l' « **Initiateur** » ou « **Calliditas** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers, laquelle Offre Publique de Retrait devrait être suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l' « **Offre** ») ; et remise, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »), d'un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre Publique et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés*

Les documents suivants ont été mis à la disposition des administrateurs préalablement à la réunion :

- *le projet d'avis motivé préparé par le comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF ;*

- *la lettre d'affirmation de la Société adressée à FINEXSI préalablement à la remise du rapport de ce dernier ;*

- *le rapport du cabinet FINEXSI, agissant en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement général de l'AMF, pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire ;*

- *le projet de note d'information de l'Initiateur contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre qui a été déposé auprès de l'AMF le 28 juillet 2021 et fait l'objet de l'avis de dépôt AMF n°221C1910 ;*

- *le projet de note en réponse de la Société établi conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF ; et*

- *le projet de communiqué de presse relatif au projet de note en réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF.*

*Le Président rappelle que conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, et en particulier de l'Article 261-1 III, le Conseil d'administration de la Société a constitué à compter du 30 juin 2021 un comité ad hoc composé de Madame Laura Laughlin et Monsieur Guy Eiferman, administrateurs indépendants, et de Monsieur Elmar Schnee, administrateur et président du Conseil d'Administration de la Société (le « **Comité Ad Hoc** »). Ce Comité a pour mission de proposer au Conseil la désignation d'un expert indépendant chargé de lui remettre, en cas d'Offre Publique de Retrait, un rapport sur les conditions financières de l'opération, et de préparer un projet d'avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Le Président rappelle que le Comité Ad Hoc a remis, au terme de sa mission, son projet d'avis motivé au Conseil d'administration et a recommandé, à l'unanimité de ses membres, au Conseil d'administration, de considérer que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait.

*Le Conseil d'administration **prend acte** des travaux du Comité Ad Hoc et de l'avis favorable de ce dernier contenu dans son projet d'avis motivé.*

Les étapes ayant conduit à la désignation du Comité Ad Hoc ainsi que les travaux accomplis par ce dernier dans le cadre de sa mission sont résumés par le Président comme suit :

(i) <u>Sélection et recommandation de l'expert indépendant</u>

- *L'opération envisagée avec Calliditas étant susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration, et afin de se conformer à l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration a décidé, le 30 juin 2021, de constituer en son sein un Comité Ad Hoc composé d'une majorité d'administrateurs indépendants. Par suite, le Conseil d'administration a lors du même conseil désigné Madame Laura Laughlin et Monsieur Guy Eiferman, administrateurs indépendants, et Monsieur Elmar Schnee, comme membres dudit Comité Ad Hoc. Le Conseil d'administration a confié au Comité Ad Hoc le soin, conformément aux disposition de l'Article 261-1 III, d'une part de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant chargé de remettre au Conseil, en cas d'offre publique de retrait, un rapport sur les conditions financières de*

cette offre publique de retrait et du retrait obligatoire qui pourrait le cas échéant s'ensuivre, et d'autre part, d'assurer le suivi des travaux de l'expert et de préparer à l'intention du Conseil d'administration un projet d'avis motivé sur l'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

- *Suite à sa désignation, le Comité Ad Hoc a, le 30 juin 2021, désigné son président, Monsieur Guy Eiferman, puis examiné les propositions d'interventions de deux cabinets d'expertise indépendante. Le 1er juillet 2021, le Comité Ad Hoc a échangé avec le cabinet FINEXSI, représenté par Monsieur Olivier Courau, sur sa proposition d'intervention pour qu'il intervienne, le cas échéant, en qualité d'expert indépendant pour les besoins de l'Offre. Après avoir vérifié que FINEXSI remplissait bien les critères de compétence, d'indépendance et disposait des moyens requis, le Comité Ad Hoc, a, le 1er juillet 2021, décidé de recommander au Conseil d'administration d'accepter la proposition d'intervention de FINEXSI et à partager avec ce dernier des éléments d'information nécessaires à la conduite de sa mission.*

- *Au cours de la séance du Conseil d'administration du 2 juillet 2021, les membres du Comité Ad Hoc ont fait part au Conseil d'administration de leur recommandation sur le choix du Cabinet FINEXSI, représenté par Monsieur Olivier Courau, pour intervenir en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre. Le Conseil d'administration a, par la suite, décidé à l'unanimité de suivre la recommandation du Comité Ad Hoc et de désigner FINEXSI, représenté par Monsieur Olivier Courau, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I 1° et 2°, II et III du Règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** » ou « **FINEXSI** »)), afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire que Calliditas a indiqué vouloir mettre en œuvre à l'issue de l'Offre Publique de Retrait.*

- *Par suite, le Directeur Général de la Société a signé le 9 juillet la proposition d'intervention de FINEXSI.*

(ii) <u>Supervision des travaux de l'Expert Indépendant</u>

Le Comité Ad Hoc, assisté du directeur général et de la directrice financière de la Société, s'est ensuite réuni par téléconférence à quatre reprises avec l'Expert Indépendant, représenté par Monsieur Olivier Courau, en vue d'assurer le suivi de ses travaux :

- *le 21 juillet 2021, afin de faire un premier point sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et discuter des méthodes d'évaluation financière privilégiées par ce dernier, notamment sur la base du plan d'affaires préparé et communiqué par le Management de la Société ;*

- *le 23 juillet 2021, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter l'état d'avancement de ses travaux ainsi que les premiers éléments chiffrés en ressortant ;*

- *le 9 août 2021, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter aux membres du Comité Ad Hoc le premier projet de son rapport , sur la base du plan d'affaires préparé par le Management de la Société (étant précisé que le Conseil d'administration, lors de sa séance du 28 juillet 2021, a approuvé, sans modifications, ce plan d'affaires communiqué précédemment à l'Expert Indépendant pour les besoins de la préparation de son rapport), et recueillir les commentaires éventuels de ces derniers ;*

- *le 16 août 2021, lors d'une réunion de synthèse, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport finalisé et sa conclusion, étant précisé que le projet de ce rapport finalisé a été adressé au*

Comité Ad Hoc le 15 août 2021. A l'occasion de cette dernière réunion, FINEXSI, représenté par Monsieur Maxime Rogeon, a confirmé au Comité Ad Hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

(iii) <u>Projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc à destination du Conseil d'administration</u>

Le Président rappelle que le Comité Ad Hoc s'est réuni le 16 août 2021, en présence du directeur général et de la directrice financière de la Société, pour finaliser les termes de son projet d'avis motivé devant être remis au Conseil d'administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant et du projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 28 juillet 2021.

Dans son projet d'avis, le Comité Ad Hoc a indiqué au Conseil d'administration qu'il :

- *n'avait pas relevé dans le cadre de sa mission d'éléments de nature à remettre en cause, selon lui, le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant ;*

- *avait constaté qu'aucune question ou réflexion d'actionnaires de la Société n'a, à la date de son projet d'avis motivé, été reçue par la Société ni porté à sa connaissance ;*

- *avait noté que l'Initiateur proposait aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions, au prix d'Offre Publique de 2,85 euros par action, auquel s'ajoute 0,59 euro par action de la Société représentant la valeur de l'ensemble des droits à Compléments de Prix éventuels, probabilisés et actualisés au 30 juin 2021; et*

- *avait pris bonne note, en général, de la prise en compte par l'Expert Indépendant, en vue de l'établissement de son rapport, des éléments ci-après, propres à l'Offre Publique de Retrait et au contexte dans laquelle elle intervient, tels que reflétés dans le projet de note d'information de l'Initiateur, que le Comité Ad Hoc a également pris en compte pour établir son projet d'avis au Conseil d'administration.*

a) <u>Intérêt et conséquences de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire pour la Société</u>

Le Conseil a pris acte des éléments suivants qui résultent des intentions déclarées par l'Initiateur dans son projet de note d'information et qui ont été portés à la connaissance de l'Expert Indépendant.

Le Conseil prend acte que l'Initiateur a indiqué que l'Offre Publique de Retrait est réalisée dans un objectif de simplification de la structure capitalistique par l'acquisition du solde du capital de la Société et l'intégration opérationnelle de ses activités à celles de l'Initiateur.

Il note également que l'Offre Publique de Retrait, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire, vise en outre à procéder au retrait de la Société du marché boursier. Une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire présente un certain nombre d'avantages, tant pour l'Initiateur que pour la Société, en permettant notamment de faciliter le rapprochement des activités de la Société et de l'Initiateur et de faciliter le financement du développement et des besoins de trésorerie de la Société.

Cette opération permettra également une réduction des coûts logistiques et des contraintes législatives et réglementaires liés à l'admission des titres de la Société à la négociation sur Euronext Paris et Euronext Brussels.

Enfin, le Conseil prend note que l'Initiateur indique que compte tenu de la structure actionnariale actuelle de la Société et du faible volume d'échanges de ses actions sur le marché, la cotation de la Société ne se justifie plus en ce que Genkyotex ne présente plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité de son titre. L'Offre présente donc une opportunité de liquidité immédiate et intégrale aux actionnaires minoritaires.

b) Intérêt et conséquences de l'Offre pour les salariés

En matière d'impact sur la politique sociale, l'Initiateur a indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement du Groupe, Calliditas souhaitant développer la plateforme existante par l'intermédiaire d'investissements afin de soutenir son développement clinique.

c) Synergies – Gains économiques

Le Conseil note que selon les indications de l'Initiateur, l'Offre permettra d'assurer la pérennité de la Société en l'adossant à un actionnaire ayant l'expertise et les moyens financiers nécessaires à son développement.

A cet égard, l'Initiateur indique avoir conclu, le 15 juillet 2021, un accord de financement avec Kreos Capital lui accordant une facilité de prêt de 75 millions de dollars afin de financer le lancement de ses produits et soutenir ses efforts de développement clinique et ses capacités commerciales. Selon les indications de l'Initiateur, l'obtention de ce financement permet ainsi aux acteurs du marché de réaffirmer leur confiance dans Calliditas et ses perspectives de croissance. L'Offre permettrait à Calliditas d'en faire bénéficier la Société.

Il indique en outre que l'Offre facilitera par ailleurs le rapprochement des activités de Calliditas et de Genkyotex. Si le fonctionnement du groupe s'en trouvera simplifié et permettra à Calliditas de mieux soutenir Genkyotex, les synergies opérationnelles resteront toutefois très limitées dans la mesure où les produits qu'ils développent sont différents.

Enfin, le Conseil note que l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion et de rapprochement entre la Société et l'Initiateur ou certaines de leurs filiales, d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport, ou encore des augmentations de capital. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société.

d) Intérêt et conséquences de l'Offre pour les actionnaires

L'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 2,85 euros par action, assorti de droits à Compléments de Prix éventuels, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre Publique de Retrait.

Le Conseil a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix de l'Offre Publique de Retrait de 2,85 euros par action auquel s'ajoute 0,59 euro par action de la Société représentant la valeur maximum des Compléments de Prix éventuels, probabilisés et actualisés au 30 juin 2021, soit un montant total maximum de 3,44 euros par action) établis par Bryan, Garnier & Co., établissement présentateur de l'Offre Publique. Le Comité Ad Hoc rappelle que l'Expert Indépendant a procédé à une analyse des éléments d'appréciation du prix qui sont présentés dans son rapport figurant dans le Projet de Note en Réponse et dans lequel il aboutit à une valeur moyenne des Compléments de Prix éventuels de 0,59 euro, soit un montant maximum de 3,44 euros par action.

Le Conseil constate une forte convergence entre les conclusions de l'Expert Indépendant et celles de Bryan, Garnier & Co., établissement présentateur de l'Offre.

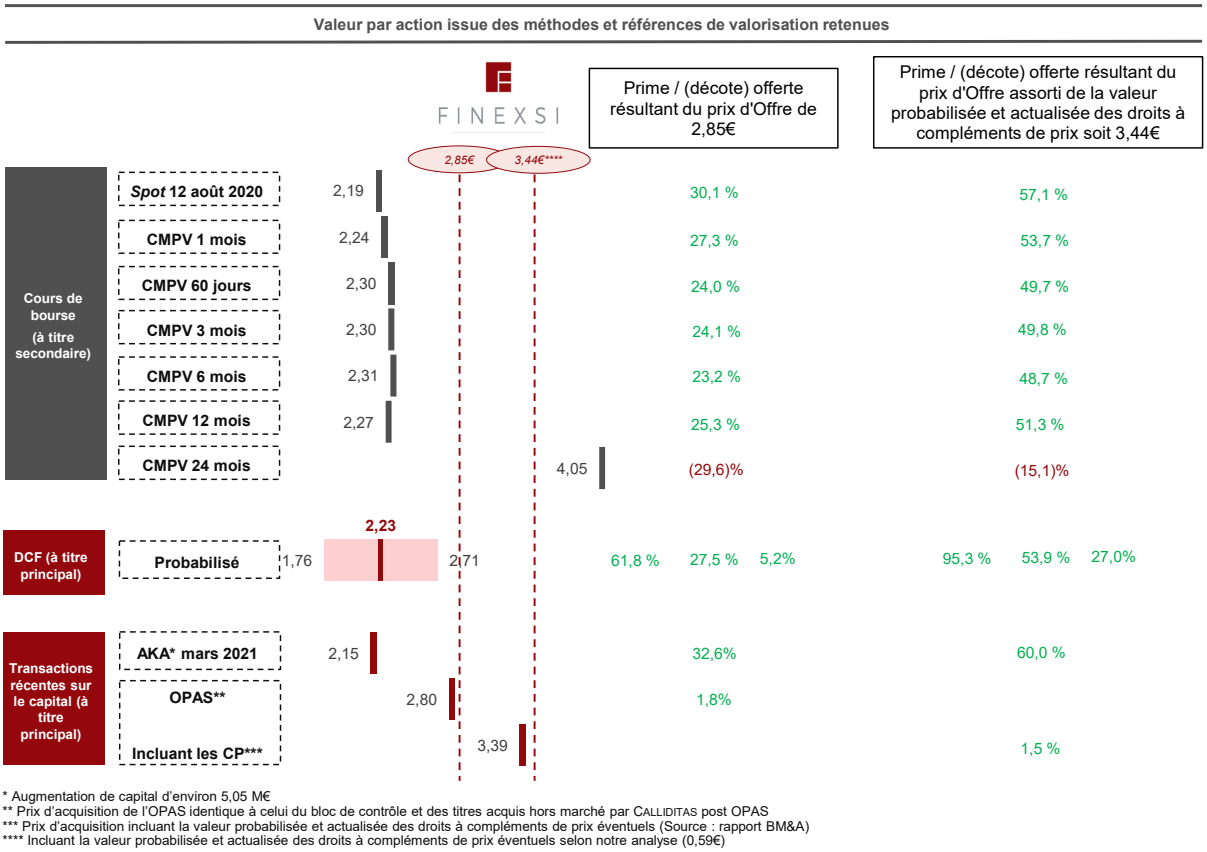
Il constate que tant l'Expert Indépendant que l'Etablissement Présentateur ont écarté les méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué, des transactions comparables, des comparables boursiers, la référence aux objectifs de cours des analystes ainsi que l'actualisation des dividendes.

Il observe de même que les méthodes de valorisation retenues à la fois par l'Expert Indépendant et l'Etablissement Présentateur font, en tout état de cause, ressortir une prime pour les actionnaires, quelle que soit la méthode de valorisation retenue :

- *approche de valeur par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels en intégrant les probabilités de mise sur le marché des différents traitements développés par la Société (« DCF probabilisé », cette méthode, usuelle pour évaluer des sociétés du secteur biotechnologique, étant également fréquemment désignée risk-adjusted Net Present Value ou rNPV) ;*
- *références aux opérations récentes sur le capital de la Société intervenues en juillet 2020 (Acquisition du bloc de contrôle par Calliditas), en décembre 2020 (OPAS), Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription en mars 2021 ; et*
- *cours de bourse (cette dernière méthode n'étant retenue qu'à titre secondaire par l'Expert Indépendant).*

Le prix d'Offre de 3,44 euros par action (2,85 euros en numéraire et 0,59 euro représentant la valeur de l'ensemble des droits à Compléments de Prix éventuels probabilisés et actualisés au 30 juin 2021) fait ressortir une prime d'environ 53,9% par rapport à la valeur centrale du modèle de valorisation DCF probabilisé. Le prix d'Offre fait également ressortir des primes d'environ 95,3% et 27% sur, respectivement, les bornes basse et haute issues de cette méthode retenue par l'Expert Indépendant.

Le tableau ci-dessous récapitule les valeurs par action issues des méthodes et références de valorisation retenues par l'Expert Indépendant.



* Augmentation de capital d'environ 5,05 M€
** Prix d'acquisition de l'OPAS identique à celui du bloc de contrôle et des titres acquis hors marché par CALLIDITAS post OPAS
*** Prix d'acquisition incluant la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix éventuels (Source : rapport BM&A)
**** Incluant la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix éventuels selon notre analyse (0,59€)

Le Conseil observe de même que le prix d'Offre de Calliditas de 3,44 euros par action (2,85 euros en numéraire et 0,59 euro pour l'ensemble des droits à Compléments de Prix éventuels) est supérieur au prix de l'Offre publique d'achat simplifiée réalisée le 16 décembre 2020, faite au prix de 2,80 euros par action, auquel s'ajoute 0,59 euro par action représentant la valeur de l'ensemble des droits à Compléments de Prix éventuels, probabilisés et actualisés au 30 juin 2021, soit 3,39 euros par action (prime de 1,5%). Il note que ces mêmes conditions de droits à Complément de Prix ont été proposées lors de l'offre publique d'achat simplifiée terminée en décembre 2020 au résultat de laquelle Calliditas a acquis environ 86,24% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Le Conseil observe de même que le prix par action de l'Offre présente une prime significative par rapport au prix de souscription de l'augmentation de capital avec maintien du droit de souscription des actionnaires réalisée en mars 2021 par la Société dans le cadre de laquelle la Société a levé un montant de 5.046.553 euros, se traduisant par la création de 2.347.234 actions nouvelles au prix de 2,15 euros par action.

Enfin, sur la base du cours de clôture du 12 août 2020 (veille de l'annonce du projet d'OPAS) et du cours moyen pondéré par les volumes (CMPV) 60 jours avant l'annonce du projet d'Offre, le prix d'Offre, en ce compris la valeur probabilisée et actualisée des droits à Compléments de Prix éventuels (soit 3,44€ par action), extériorise respectivement des primes de +57,1% et de +49,7% et, hors valeur probabilisée et actualisée de l'ensemble des droits à compléments de prix éventuels (soit 2,85 € par action), de respectivement +30,1% et +24%.

Le Conseil note que depuis l'annonce de l'Offre le 28 juillet 2021, le cours de bourse de Genkyotex a évolué entre 3,06€ et 3,09€ sur la période du 29 juillet au 6 août 2021, puis a fortement progressé à 3,72€ le 9 août 2021 suite à l'annonce par la Société de l'octroi par la FDA d'une désignation Fast Track pour

le setanaxib dans la cholangite biliaire primitive (CBP), avant de baisser les jours suivants pour s'établir à 3,24€ le 16 août 2021. Après en avoir conféré, le Conseil estime que la désignation Fast Track accordée par la FDA pour le setanaxib dans la cholangite biliaire primitive (CBP) n'est pas de nature à remettre en cause les hypothèses sous-tendant son plan d'affaires, tel que notamment communiqué à FINEXSI pour les besoins de son attestation d'équité.

Le Conseil prend enfin acte que, selon le rapport établi par le cabinet FINEXSI agissant en qualité d'Expert Indépendant, le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire de 2,85€ en numéraire par action de la Société, assortis respectivement de droits à compléments de prix éventuels, sont équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de Genkyotex.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, connaissance prise ***(i)*** *des termes de l'Offre Publique de Retrait,* ***(ii)*** *des motifs et intentions de l'Initiateur,* ***(iii)*** *du projet d'avis du Comité Ad Hoc,* ***(iv)*** *de la lettre d'affirmation communiquée à l'Expert Indépendant,* ***(v)*** *du rapport de l'Expert Indépendant, et* ***(vi)*** *des projets de Note en Réponse et de communiqué de presse relatif au projet de Note en Réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF,*

Constate *que :*

l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exclusion des 9.243 Actions Auto-Détenues par la Société et des 46.667 actions souscrites par Monsieur Elias Papatheodorou en levant ses options de souscription d'actions émises le 4 juin 2020 et qu'il est tenu de conserver au nominatif, soit, à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 1.311.432 actions de la Société ;

l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société des marchés réglementés Euronext Paris et Euronext Brussels ;

Après échange de vues sur le projet d'Offre Publique de Retrait et au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, à l'unanimité :

décide *de reprendre à son compte les travaux et recommandations du Comité Ad Hoc tel que figurant dans l'avis motivé du Comité Ad Hoc dont le contenu est exposé ci-dessus ;*

décide *que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ; et*

recommande *aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait ».*

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la date du Projet de Note en Réponse, aucun membre du conseil d'administration de la Société autre que Monsieur Papatheodorou ne détient d'actions de la Société.

Comme décrit dans la Section 6 ci-dessous ainsi que dans la section 1.5 du Projet de Note d'Information, Monsieur Elias Papathéodorou est tenu de conserver jusqu'à la cessation de ses fonctions de Directeur Général 46.667 actions issues de la levée de ses options de souscription d'actions précitée et a conclu avec l'Initiateur un accord de liquidité sur ces actions.

4. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT DES ACTIONS AUTO-DETENUES

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 9.243 actions.

Ces Actions Auto-Détenues ne sont pas visées par l'Offre et ne seront pas apportées à l'Offre.

5. AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL

Non applicable.

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

L'Initiateur a conclu le 2 novembre 2020 un accord de liquidité avec le directeur général de la Société, Monsieur Elias Papatheodorou. En tant que directeur général de la Société, Monsieur Elias Papatheodorou est tenu, en application de l'article L. 225-185 du code de commerce et du plan d'attribution d'options de souscriptions d'actions de la Société en date du 4 juin 2020, de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de ses fonctions deux tiers des 70.000 actions issues de l'exercice de ses options, soit 46.667 actions (les « **Actions Indisponibles** »).

Aux termes de l'accord de liquidité, Monsieur Elias Papatheodorou bénéficie d'une promesse d'achat lui permettant de céder les Actions Indisponibles dans les 15 jours ouvrés de la cessation de ses fonctions de directeur général et l'Initiateur bénéficie d'une promesse de vente lui permettant d'acquérir les Actions Indisponibles détenues par Monsieur Elias Papatheodorou dans les 15 jours ouvrés de l'expiration de la promesse d'achat. Le prix d'exercice de la promesse d'achat et de la promesse de vente est égal au prix de l'OPAS (soit 2,80 euros et Compléments de Prix Eventuels).

Lors de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les Actions Indisponibles seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du code de commerce et ne seront pas visées par ledit Retrait Obligatoire (mais seront cédées à terme à l'Initiateur en application des promesses).

En dehors des accords mentionnés dans la présente Section 6 (« *Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue* »), dont la Société estime l'incidence toutefois peu significative, la Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, et n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord.

7. ÉLEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital social de la Société s'élève à 14.083.408 euros, divisé en 14.083.408 actions ordinaires.

Le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social [6]	Nombre de droits de vote	% des droits de vote [7]
Calliditas	12.716.066	90,29%	12.716.066	90,35%
Elias Papatheodorou (Actions Indisponibles)	46.667	0,33%	46.667	0,33%
Auto-détention	9.243	0,07%	N/A	N/A
Autres investisseurs	1.311.432	9,31%	1.311.432	9,32%
TOTAL	**14.083.408**	**100,00%**	**14.074.165**	**100,00%**

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Non applicable.

7.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce)

Non applicable.

7.4 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

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 7.1 ci-dessus.

Depuis le 1er janvier 2021, la Société a reçu une déclaration de franchissement de seuil en date du 29 mars 2021 par laquelle l'Initiateur indiquait avoir franchi à la hausse le seuil de 90% du capital ou des droits de vote, à la suite de la souscription à une augmentation de capital de la Société le 26 mars 2021.

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

Non applicable.

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

Non applicable.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote

Non applicable (voir toutefois s'agissant des actions détenues par Monsieur Papatheodorou la section 6 ci-dessus relative à l'accord de liquidité entre ce dernier et Calliditas).

[6] Sur une base non-diluée.

[7] Sur une base non-diluée. Toutes les actions disposent des mêmes droits de vote, à l'exception des 9.243 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Kepler Cheuvreux le 23 avril 2018 dont les droits de vote sont suspendus.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil composé de personnes physiques ou morales dont le nombre est fixé par l'assemblée générale ordinaire dans les limites de la loi.

Toute personne morale doit, lors de sa nomination, désigner une personne physique en qualité de représentant permanent au Conseil d'administration. La durée du mandat du représentant permanent est la même que celle de l'administrateur personne morale qu'il représente. Lorsque la personne morale révoque son représentant permanent, elle doit aussitôt pourvoir à son remplacement. Les mêmes dispositions s'appliquent en cas de décès ou démission du représentant permanent.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois (3) années. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont toujours rééligibles ; ils peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale des actionnaires.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Les nominations effectuées par le conseil, en vertu de l'alinéa ci-dessus, sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire, en vue de compléter l'effectif du conseil.

Un salarié de la société peut être nommé administrateur. Son contrat de travail doit toutefois correspondre à un emploi effectif. Il ne perd pas, dans ce cas, le bénéfice de son contrat de travail.

Le nombre des administrateurs qui sont liés à la société par un contrat de travail ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

7.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les droits des actionnaires tels que figurant dans les statuts de la Société ne peuvent être modifiés que par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société.

7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations en matière d'émission ou de rachat d'actions.

Le détail de ces autorisations et de ces délégations est le suivant :

Nature de la délégation	Durée de validité/ date d'expiration	Montant maximum des émissions d'obligations	Plafond d'émission des actions et/ou VMDAC	Modalités de détermination du prix	Montant utilisé en 2021	Montant disponible à la date de l'URD
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres actions **(16e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	18 mois 27 novembre 2022		Annulation dans la limite maximum de 10 % du montant du capital social par période de 24 mois		-	100% du plafond
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires **(17e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	26 mois 27 juillet 2023	90.000.000 €	14.083.408 € (1)		-	6.502.008,9 (1)
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital immédiatement ou à terme par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public **(18e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	26 mois 27 juillet 2023	90.000.000 €	14.083.408 € (1)	Se référer au (2)	-	6.502.008,9 (1)
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires à émettre dans le cadre d'une offre au profit d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs visée au II de l'article L.411-2 du code monétaire et financier **(19e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	26 mois 27 juillet 2023	35.000.000 €	7.041.704 € (1) dans la limite de 20% du capital social par période de 12 mois	Se référer au (3)	-	100% du plafond (1)

Nature de la délégation	Durée de validité/ date d'expiration	Montant maximum des émissions d'obligations	Plafond d'émission des actions et/ou VMDAC	Modalités de détermination du prix	Montant utilisé en 2021	Montant disponible à la date de l'URD
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières qui sont des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées **(20e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	18 mois 27 novembre 2022	90.000.000 €	14.083.408 € (1)	Se référer au (4)	-	6.502.008,9 (1)
Autorisation au Conseil d'administration, en cas d'émission d'actions ou de toute valeur mobilière avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, de fixer le prix d'émission dans la limite annuelle de 10 % du capital social et dans les limites prévues par l'assemblée générale **(21e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	26 mois 27 juillet 2023	-	Dans la limite de 10 % du capital social	Se référer au (5)	-	100% du plafond
Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription **(22e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	26 mois 27 juillet 2023	-	Dans la limite de 15% de l'émission initiale (1) (6)	Même prix que l'émission initiale	-	6.502.008,9 (1)
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique comportant une composante d'échange initiée par la Société **(23e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	26 mois 27 juillet 2023	90.000.000 €	14.083.408 € (1)		-	6.502.008,9 (1)
Délégation de pouvoir à consentir au Conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'actions ordinaires de la Société ou de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement et/ou à terme, à des actions ordinaires de la Société, dans la limite de 10% du capital, pour rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces en dehors d'une offre publique d'échange **(24e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	26 mois 27 juillet 2023	90.000.000 €	Dans la limite de 10% du capital social tel qu'existant à la date de l'opération considérée (1)		-	
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres **(26e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	26 mois 27 juillet 2023	-	850.000 €		-	6.502.008,9 (1)
Autorisation à donner au Conseil d'administration de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société **(27e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	38 mois 27 septembre 2024	-	800.000 actions (7)	Se référer au (8)	-	700.000 €
Autorisation à donner au Conseil d'administration de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre **(28e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	38 mois 27 septembre 2024	-	800.000 actions et dans la limite de 10 % du capital social		-	482.388

Nature de la délégation	Durée de validité/ date d'expiration	Montant maximum des émissions d'obligations	Plafond d'émission des actions et/ou VMDAC	Modalités de détermination du prix	Montant utilisé en 2021	Montant disponible à la date de l'URD
Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'émettre et attribuer des bons de souscription d'actions au profit (i) de membres et censeurs du Conseil d'administration de la Société en fonction à la date d'attribution des bons n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales ou (ii) de personnes liées par un contrat de services ou de consultant à la Société ou à l'une de ses filiales ou (iii) de membres de tout comité mis en place par le Conseil d'administration ou que le Conseil d'administration viendrait à mettre en place n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales **(29e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	18 mois 27 novembre 2022	-	800.000 BSA (7)	Se référer au (9)	-	482.388(7)
Délégation consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital social par émission d'actions de la Société au profit des salariés adhérant au plan d'épargne groupe **(31e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	18 mois 27 novembre 2022	-	280.000€ (1)	Se référer au (10)	-	100% du plafond
Limitation globale du montant des émissions effectuées en vertu de la 17ème résolution, de la 18ème résolution, de la 19ème résolution, de la 20ème résolution, de la 22ème résolution, de la 23ème résolution, de la 24ème résolution et de la 31ème résolution **(25e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	-	90.000.000€	14.083.408 €		-	100% du plafond
Limitation globale du montant des émissions effectuées en vertu de la 27ème résolution, de la 28ème résolution, et de la 29ème résolution **(31e résolution de l'AGM du 27 mai 2021)**	-		800.000 actions		-	100% du plafond -

(1) Ces montants ne sont pas cumulatifs. Le plafond cumulé maximum autorisé par l'assemblée générale des augmentations de capital en valeur nominale est fixé à 14.083.408 €.

(2) Le prix d'émission des actions et des valeurs mobilières, susceptibles d'être émises en vertu de la présente délégation, sera fixé par le Conseil d'administration, conformément aux dispositions de l'article L. 22-10-52° du code de commerce et sera en en conséquence au moins égal à la moyenne pondérée des cours cotés des trois derniers jours de bourse précédant sa fixation, telle que le cas échéant diminuée de la décote maximale autorisée par la législation (soit, actuellement, 10%) et corrigée en cas de différence de date de jouissance, étant précisé que (i) dans l'hypothèse de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, le prix d'émission des actions susceptibles de résulter de leur exercice, de leur conversion ou de leur échange pourra le cas échéant être fixé, à la discrétion du conseil d'administration, par référence à une formule de calcul définie par celui-ci et applicable postérieurement à l'émission desdites valeurs mobilières (par exemple lors de leur exercice, conversion ou échange) auquel cas la décote maximale susvisée pourra être appréciée, si le conseil d'administration le juge opportun, à la date d'application de ladite formule (et non à la date de début de l'offre), et que (ii) le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital émises en vertu de la présente résolution sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle lors de l'exercice, la conversion ou l'échange desdites valeurs mobilières, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'exercice, la conversion ou l'échange de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini ci-dessus.

(3) le prix d'émission des actions sera déterminé par le conseil d'administration conformément aux dispositions de l'article L. 22-10-52° du code de commerce et sera en conséquence au moins égal à la moyenne pondérée des cours cotés des trois derniers jours de bourse précédant le début de l'offre, telle que le cas échéant diminuée de la décote maximale autorisée par la législation (soit, actuellement, 10 %) et corrigée en cas de différence de date de jouissance, étant précisé que (i) dans l'hypothèse de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, le prix d'émission des actions susceptibles de résulter de leur exercice, de leur conversion ou de leur échange pourra le cas échéant être fixé, à la discrétion du conseil d'administration, par référence à une formule de calcul définie par celui-ci et applicable postérieurement à l'émission desdites valeurs mobilières (par exemple lors de leur exercice, conversion ou échange) auquel cas la décote maximale susvisée pourra être appréciée, si le conseil d'administration le juge opportun, à la date d'application de ladite formule (et non à la date de début de l'offre), et que (ii) le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital émises en vertu de la présente résolution sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle lors de l'exercice, la conversion ou l'échange desdites valeurs mobilières, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'exercice, la conversion ou l'échange de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini ci-dessus.

(4) le prix d'émission des actions émises en vertu de la présente délégation sera déterminé par le conseil d'administration et sera au moins égal à la moyenne pondérée par les volumes des cours cotés de l'action choisis parmi une période comprenant entre trois et trente séances consécutives parmi les trente dernières séances de bourse précédant la fixation du prix de l'émission, cette moyenne pouvant le cas échéant être corrigée pour tenir compte des différences de date de jouissance et être éventuellement diminuée d'une décote maximum de 20 %.

(5) dans la limite de 10 % du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'opération) par période de 12 mois, à déroger aux conditions de fixation du prix prévues par les résolutions susvisées et à fixer le prix d'émission des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital émises, selon les modalités suivantes :

- le prix d'émission des actions ordinaires sera au moins égal à la moyenne pondérée des cours des 3 dernières séances de bourse précédant la fixation du prix, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 15 %, étant rappelé qu'il ne pourra en tout état de cause être inférieur à la valeur nominale d'une action de la Société à la date d'émission des actions concernées,
- le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini au paragraphe ci-dessus.

(6) 15% ou toute autre fraction qui aurait été déterminée par la réglementation en vigueur.

(7) Ces montants ne sont pas cumulatifs. Le plafond cumulé maximum autorisé par l'assemblée générale des émissions de valeurs mobilières donnant accès au capital est fixé à 800.000 actions.

(8) le prix d'achat ou de souscription par action sera fixé par le conseil d'administration au jour où l'option est consentie dans les limites prévues par la loi et la présente résolution, sans pouvoir être inférieur à la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision du conseil d'attribuer les options, arrondi au centime d'euro supérieur, ni s'agissant des options d'achat, au prix moyen d'achat des actions auto-détenues par la Société, arrondi au centime d'euro supérieur.

(9) le prix d'émission d'un BSA sera déterminé par le conseil d'administration au jour de l'émission dudit BSA en fonction des caractéristiques de ce dernier et sera au moins égal à 5 % de la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes des cinq (5) dernières séances de bourse sur le marché réglementé Euronext Paris précédant la date d'attribution dudit BSA par le conseil d'administration.

(10) le prix d'émission des actions ou des valeurs mobilières nouvelles donnant accès au capital sera déterminé par le conseil d'administration dans les conditions prévues aux articles L. 3332-18 à L. 3332-23 du code du travail.

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

Non applicable.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres accords que ce qui est décrit dans le tableau n°11 de la Section 13 « *Rémunération et avantages* » du Document d'enregistrement universel de la Société relatif à l'exercice clos le 31 décembre 2020 qui a été déposé le 30 avril 2021 auprès de l'AMF.

8. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique qui sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« *Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Monsieur Ilias (Elias) Papatheodorou
Directeur général de Genkyotex SA

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Rapport de l'Expert Indépendant en date du 17 août 2021

FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO) initiée par CALLIDITAS THERAPEUTICS AB visant les actions de GENKYOTEX S.A.

17 août 2021

14, rue de Bassano - 75116 Paris
Tél. : 01 43 18 42 42
Fax : 01 44 40 04 16
Email : finexsi@finexsi.com

Société de commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Membre de l'organisation A.T.H.
S.A. au capital de 336 813 € - RCS Paris B 415 195 189

Sommaire

1. Présentation de l'Opération 6

1.1. Sociétés concernées par l'Opération 6

1.1.1. Présentation de la société initiatrice 6

1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre 6

1.2. Présentation de l'Offre 8

1.2.1. Rappel du contexte de l'Offre 8

1.2.2. Principaux termes de l'Offre 9

1.3. Motifs de l'Offre 10

1.4. Synergies 10

1.5. Fusion et réorganisation juridique 11

1.6. Retrait obligatoire 11

1.7. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre 11

2. Déclaration d'indépendance 12

3. Diligences effectuées 13

4. Présentation des activités et de l'environnement économique de GENKYOTEX 15

4.1. Présentation de la société GENKYOTEX 15

4.1.1. Rappel de l'historique 15

4.1.2. Actionnariat et structure organisationnelle 17

4.2. Présentation des activités de GENKYOTEX 18

4.2.1. L'activité de recherche sur les thérapies NOX 19

4.2.2. L'activité de recherche vaccinale 21

4.3. Caractéristiques de l'environnement opérationnel de GENKYOTEX 22

4.3.1. Les réglementations du marché de la santé 22

4.3.2. Le marché des processus pathologiques visés par les thérapies NOX 23

4.3.3. GENKYOTEX au sein du marché des processus fibrosants 26

4.4. Analyse financière de GENKYOTEX 27

4.4.1. Compte de résultat du Groupe sur la période 2016 - 2020 27

4.4.2. Bilan du Groupe sur la période 2016 - 2020 30

4.4.3. Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2016 - 2020 34

4.4.4. Activité du premier semestre 2021 36

4.5. Matrice SWOT 39

5. Evaluation des actions de la société GENKYOTEX 40

5.1. Méthodes d'évaluation écartées 40

5.1.1. Actif net comptable consolidé 40

5.1.2. Actif net comptable réévalué 40

5.1.3. Actualisation des dividendes futurs 40

5.1.4. Transactions comparables 41

5.1.5. Comparables boursiers 41

5.1.6. Objectifs de cours des analystes 41

5.1.7. Valeur liquidative 43

5.2. Méthodes d'évaluation retenues 43

5.3. Données de référence de la Société GENKYOTEX 43

5.3.1. Nombre de titres retenu 43

5.3.2. Dette financière nette 44

5.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société GENKYOTEX 45

5.4.1. L'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal) 45

5.4.2. Analyse des compléments de prix 53

5.4.3. Transactions récentes intervenues sur le capital de GENKYOTEX (à titre principal) 57

5.4.4. La référence au cours de bourse de la Société (à titre secondaire) 59

6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre 65

7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement Présentateur 66

7.1. Méthodes et références d'évaluation 66

7.2. Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation 67

7.2.1. Données de références 67

7.2.2. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels 67

7.2.3. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société 69

7.2.4. Analyse du cours de bourse 69

8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre 70

8.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation de GENKYOTEX 70

8.2. Attestation sur le caractère équitable de l'Offre 71

9. Annexes 73
9.1. Description des transactions comparables identifiées 73
9.2. Description des comparables boursiers retenus pour le calcul du beta .. 73
9.2.1. Echantillon de sociétés matures 73
9.2.2. Echantillon de Tier 1 à un stade avancé 74
9.3. Présentation de FINEXSI et de la mission 75

Contexte de l'Offre

Le groupe GENKYOTEX (ci-après « GENKYOTEX », le « Groupe », ou « la Société ») est une entreprise biopharmaceutique française spécialisée dans la recherche et le développement de solutions thérapeutiques innovantes, issue du rapprochement en 2017 entre GENTICEL et le groupe GENKYOTEX (Suisse) (ci-après « GENKYOTEX (SUISSE) »).

GENKYOTEX est cotée en bourse sur le compartiment C du marché réglementé EURONEXT PARIS et sur le marché EURONEXT BRUSSELS depuis le 8 avril 2014.

Le 3 novembre 2020, la société suédoise CALLIDITAS THERAPEUTICS AB (PUBL) (ci-après « CALLIDITAS » ou « l'Initiateur ») a acquis hors marché un bloc d'actions représentant 62,66% du capital de GENKYOTEX auprès des principaux actionnaires historiques de la Société et de son équipe de direction, conformément au contrat d'acquisition conclu le 13 août 2020. Le 27 novembre 2020, CALLIDITAS a initié une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) obligatoire portant sur la totalité des actions non détenues, au prix de 2,80€ par action assorti de droits à compléments de prix éventuels. À l'issue de l'OPAS, CALLIDITAS détenait 86,24% du capital de GENKYOTEX. CALLIDITAS a ensuite acquis 337.950 actions hors marché en janvier et en février 2021 au prix de l'OPAS, avant de porter sa participation à 90,20% du capital de la Société, en souscrivant majoritairement à l'augmentation de capital d'environ 5,05 M€ en mars 2021. En mai 2021, CALLIDITAS a acquis 12.890 actions supplémentaires hors marché au prix de l'OPAS, portant alors sa participation à 90,29% du capital et 90,35% des droits de vote de GENKYOTEX.

Le 28 juillet 2021, après suspension de la cotation pendant une journée, l'Initiateur a annoncé son intention de lancer une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après « l'Offre », « l'OPR-RO » ou « l'Opération ») sur les actions GENKYOTEX au prix de 2,85€ par action, assorti des mêmes droits à compléments de prix éventuels que ceux proposés lors de l'OPAS.

Il est précisé que l'Offre porte sur la totalité des actions GENKYOTEX non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 9.243 actions auto-détenues par GENKYOTEX, ainsi que des 46.667 actions indisponibles détenues par Monsieur Elias PAPATHEODOROU[1], soit un nombre maximum total de 1.311.432 actions.

Dans ce contexte, nous avons été désignés par le Conseil d'Administration de GENKYOTEX du 2 juillet 2021, sur avis du comité *ad hoc* composé de deux administrateurs indépendants de la Société (Madame Laura LAUGHLIN et Monsieur Guy EIFERMAN) et de Monsieur Elmar SCHNEE (Président du Conseil d'Administration de GENKYOTEX), en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette nomination a été effectuée sur le fondement des articles 261-1-I 1° et 2° et 261-1-II du Règlement Général de l'AMF.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par GENKYOTEX et ses conseils. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

[1] Cf. §1.7 ci-après.

Nous précisons que le présent rapport, établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre est ouverte aux actionnaires résidants dans d'autres pays et notamment en Belgique.

1. Présentation de l'Opération

1.1. Sociétés concernées par l'Opération

1.1.1. Présentation de la société initiatrice

CALLIDITAS est une société à responsabilité limitée de droit suédois (*aktiebolag*) immatriculée au Registre des Sociétés sous le numéro 556659-9766, et dont le siège social est situé à Kungsbron 1, C8, SE-111 22, Stockholm, Suède.

Les titres CALLIDITAS sont admis aux négociations sur le marché réglementé NASDAQ STOCKHOLM (ISIN : SE0010441584), et sous forme d'actions de dépositaire américain (ADS) sur le marché réglementé NASDAQ GLOBAL SELECT MARKET (ISIN : US13124Q1067).

Son capital social s'élevait à 1.997.663,36 SEK[2] (soit environ 198.847,41€) au 31 décembre 2020 et était composé de 49.941.584 actions ordinaires de valeur nominale de 0,04 SEK chacune (soit environ 0,004€).

CALLIDITAS est une société biopharmaceutique spécialisée dans la recherche, le développement et la commercialisation de médicaments qui visent à soigner des maladies orphelines. La société se concentre principalement sur la recherche de traitements pour des pathologies rénales et hépatiques pour lesquelles les soins proposés aujourd'hui ne sont pas ou peu satisfaisants. Son candidat-médicament au stade de recherche le plus avancé (le NEFECON) s'adresse à des patients souffrant d'une maladie rénale auto-immune, la néphropathie à immunoglobulines A (également dénommée maladie de Berger). CALLIDITAS oriente également ses recherches vers le traitement de la cholangite biliaire primitive et de l'hépatite auto-immune.

1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre

Issue du rapprochement en 2017 des sociétés biopharmaceutiques française GENTICEL et suisse (GENKYOTEX (SUISSE)), GENKYOTEX est une société anonyme de droit français immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Thonon-les-Bains, sous le numéro 439 489 022. Son siège social est situé au 218 avenue Marie Curie - Forum 2 Archamps Technopole à Saint-Julien-en-Genevois Cedex (74166) en France.

[2] *SEK = couronne suédoise.*

Elle est la société mère du groupe éponyme. Comptant 8 employés à fin avril 2021, dont 5 sont dédiés à la recherche et au développement (ci-après « R&D »), le Groupe est spécialisé dans la R&D de nouvelles thérapies destinées à traiter des maladies fibrosantes pour lesquelles l'offre thérapeutique actuelle n'est pas ou peu suffisante.

Les actions GENKYOTEX ont été introduites sur le compartiment C d'EURONEXT PARIS et sur EURONEXT BRUSSELS le 8 avril 2014 (code ISIN : FR0013399474).

Au 31 décembre 2020, le capital social de GENKYOTEX s'élevait à 11.736.174€ et était composé de 11.736.174 actions d'une valeur nominale de 1€.

Selon le projet de note d'information, la répartition du capital et des droits de vote de GENKYOTEX se présente comme suit au 28 juillet 2021 :

Tableau 1 - Actionnariat du Groupe au 28 juillet 2021

En nombre d'actions	Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Calliditas Therapeutics AB	12 716 066	90,29%	12 716 066	90,35%
Elias Papatheodorou	46 667	0,33%	46 667	0,33%
Auto-détention	9 243	0,07%	*n/a*	*n/a*
Autres investisseurs	1 311 432	9,31%	1 311 432	9,32%
Total	**14 083 408**	**100,00%**	**14 074 165**	**100,00%**

Source : projet de note d'information du 28 juillet 2021

Les actions auto-détenues (dans le cadre d'un programme de liquidité) sont privées de droit de vote. Il n'existe pas de titres bénéficiant de droits de vote double.

Par ailleurs, nous précisons qu'à la suite de l'acquisition par CALLIDITAS d'une participation majoritaire de 62,66% dans le capital de GENKYOTEX en novembre 2020, les BSA attribués en février 2010, décembre 2013 et septembre 2014 ont été abandonnés par leurs bénéficiaires.

De la même manière, la majorité des stock-options des plans de janvier 2018, octobre 2018, et mars 2019 ont été abandonnés par leurs bénéficiaires. À ce jour, les seuls instruments dilutifs en circulation correspondent :

- aux 666.312 BSA émis avec la première tranche des OCABSA[3] 2018 au profit de YA II PN, Ltd, un fonds d'investissement géré par la société de gestion américaine YORKVILLE ADVISORS GLOBAL LP (ci-après « YORKVILLE »), donnant le droit de souscrire à 69.222 actions au prix d'exercice de 18€ ;
- ainsi qu'aux 4.054[4] stock-options non abandonnés au titre des plans de janvier 2018 et de mars 2019. Ces stock-options ne sont pas dans la monnaie et seront caduques en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

[3] *Obligations convertibles assorties de bons de souscription d'actions.*

[4] *Mais pour lesquels les bénéficiaires ont signé des lettres de renonciation sous réserve que le prix de l'OPAS et de l'OPR-RO soit inférieur aux prix d'exercice de leurs options (16,03€ au titre du plan du 8 janvier 2018 et 8,73€ au titre du plan du 21 mars 2019).*

1.2. Présentation de l'Offre

1.2.1. Rappel du contexte de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information du 28 juillet 2021 établi par la société CALLIDITAS :

(a) *Acquisition du bloc de contrôle suivie d'une offre publique d'achat simplifiée*

« L'Initiateur a acquis le 3 novembre 2020 un total de 7.236.515 actions représentant 62,66% du capital et des droits de vote théoriques de la Société par voie d'achat de blocs d'actions hors marché en application d'un contrat d'acquisition en date du 13 août 2020.

Concomitamment à cette acquisition hors marché, l'Initiateur a annoncé son intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée obligatoire portant sur les actions de la Société (l'« OPAS ») qu'il ne détenait pas à la suite de l'acquisition hors marché précitée.

L'OPAS a donné lieu au dépôt, le 3 novembre 2020, d'un projet de note d'information relatif à l'OPAS par CALLIDITAS et d'un projet de note d'information en réponse par GENKYOTEX. Le prix de l'OPAS était de 2,80 euros par action augmenté de trois compléments de prix payables en numéraire sous réserve de l'obtention de différentes approbations réglementaires relatives à la commercialisation du SETANAXIB, le candidat-médicament le plus avancé de GENKYOTEX. CALLIDITAS avait annoncé son intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où, à l'issue de l'OPAS, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'OPAS ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société conformément aux articles L. 433-4, II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'OPAS a été déclarée conforme par l'AMF le 24 novembre 2020[5]. La note d'information relative à l'OPAS a été reconnue par la FSMA le 25 novembre 2020 conformément à l'article 20 de la loi belge du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition. L'OPAS s'est ensuite déroulée du 27 novembre 2020 au 11 décembre 2020.

A la clôture de cette OPAS, l'Initiateur détenait un total de 10.121.676 actions de la Société représentant, directement et par assimilation, 86,64% du capital et des droits de vote de la Société[6], ce qui ne lui a pas permis de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire.

(b) *Franchissement du seuil de 90% du capital et des droits de vote*

[5] *D&I n° 220C5122 du 24 novembre 2020.*
[6] *D&I n° 220C5450 du 16 décembre 2020.*

A la suite de ces opérations, au cours des mois de janvier et février 2021, l'Initiateur a acquis un nombre total de 337.950 actions de la Société par le biais d'acquisitions hors marché au prix de l'OPAS, augmentant ainsi sa participation au capital de la Société à hauteur de 89,1% (soit 89,5% en tenant compte des assimilations).

D'autre part, afin de permettre à la Société de faire face à ses besoins de financement à court-terme, une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription a été réalisée en mars 2021 en France au prix de 2,15 euros par actions pour un montant total de souscription s'élevant à environ 5,05 millions d'euros (correspondant à 2.347.234 actions nouvelles) dont environ 4,8 millions d'euros (correspondant à 2.243.550 actions nouvelles) ont été souscrits par CALLIDITAS (soit 95% du montant total de l'opération).

Au terme de cette augmentation de capital, l'Initiateur détenait 12.703.176 actions de la Société correspondant à 90,2% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (soit 90,53% en tenant compte de l'assimilation des Actions Indisponibles). CALLIDITAS a donc déclaré à l'AMF par courrier reçu le 29 mars 2021[7] le franchissement à la hausse du seuil de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

Enfin, au mois de mai 2021, l'Initiateur a acquis un nombre total de 12.890 actions de la Société par le biais d'une acquisition hors marché, augmentant ainsi sa participation au capital de la Société à son niveau actuel de 90,29% (soit 90,69% en tenant compte des assimilations) ».

1.2.2. Principaux termes de l'Offre

*[…] « L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions de la Société (à l'exception des actions auto-détenues et des Actions Indisponibles telles que décrites à la Section 1.*5 [du projet de note d'information] *(« Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre ») qui seront apportées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation, au prix de 2,85 euros par action de la Société, augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels […].*

Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote, les actions de la Société non détenues par l'Initiateur qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de 2,85 euros par action de la Société, augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels […] ».

[…] « L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exclusion des 9.243 actions auto-détenues par la Société et des Actions Indisponibles (telles que décrites à la Section 1.5 (« Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre »)), soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total maximum de 1.311.432 actions de la Société ». […]

[7] *D&I n° 221C0658 du 29 mars 2021.*

« A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun titre de capital ou valeur mobilière pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social de la Société autres que (i) les 14.083.408 actions ordinaires existantes de la Société, (ii) les options de souscription dont l'exercice donne droit à l'attribution de 4.054 actions de la Société décrites à la Section 2.3 [du projet de note d'information] *(« Situation des titulaires d'options de souscription ») et (iii) les 666.312 bons de souscription d'actions décrits à la Section 2.4 (« BSA YORKVILLE ») du Projet de Note d'Information » […] « donnant droit à l'émission de 69.222 actions de la Société après prise en compte du regroupement d'actions intervenu le 29 mars 2019 ».*

1.3. Motifs de l'Offre

« Détenteur de plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur soumet à l'AMF le présent projet d'Offre visant la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur dans un but de simplification de sa structure capitalistique par l'acquisition du solde du capital de la Société et l'intégration opérationnelle de ses activités à celles de l'Initiateur.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire, vise en outre à procéder au retrait de la Société du marché boursier. Une Offre suivie d'un Retrait Obligatoire présente un certain nombre d'avantages, tant pour l'Initiateur que pour la Société, en permettant notamment de faciliter le rapprochement des activités de la Société et de l'Initiateur et de faciliter le financement du développement et des besoins de trésorerie de la Société.

Cette opération permettra également une réduction des coûts logistiques et des contraintes législatives et réglementaires liés à l'admission des titres de la Société à la négociation sur EURONEXT Paris et EURONEXT Brussels.

Compte tenu de la structure actionnariale actuelle de la Société et du faible volume d'échanges de ses actions sur le marché, la cotation de la Société ne se justifie plus en ce que GENKYOTEX ne présente plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité de son titre. L'Offre présente donc une opportunité de liquidité immédiate et intégrale aux actionnaires minoritaires ».

1.4. Synergies

« L'Offre permettra d'assurer la pérennité de la Société en l'adossant intégralement à un actionnaire ayant l'expertise et les moyens financiers nécessaires à son développement. A cet égard, CALLIDITAS a conclu, le 15 juillet 2021, un accord de financement avec KREOS CAPITAL lui accordant une facilité de prêt de 75 millions de dollars afin de financer le lancement de ses produits et soutenir ses efforts de développement clinique et ses capacités commerciales. L'obtention de ce financement permet ainsi aux acteurs du marché de réaffirmer leur confiance dans CALLIDITAS et ses perspectives de croissance. L'Offre permettra à CALLIDITAS d'en faire bénéficier la Société.

L'Offre facilitera par ailleurs le rapprochement des activités de CALLIDITAS et de GENKYOTEX. Si le fonctionnement du groupe s'en trouvera simplifié et permettra à CALLIDITAS de mieux soutenir GENKYOTEX, les synergies opérationnelles resteront toutefois très limitées dans la mesure où les produits qu'ils développent sont différents.

Le Retrait Obligatoire permettra également de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé, et dès lors, de réduire les coûts associés ».

1.5. Fusion et réorganisation juridique

« A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion et de rapprochement entre la Société et l'Initiateur ou certaines de leurs filiales, d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport, ou encore des augmentations de capital. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société ».

1.6. Retrait obligatoire

« Dans la mesure où les conditions prévues aux articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF sont déjà réunies, l'Initiateur sollicitera dès la clôture de l'Offre la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire afin de se voir transférer la totalité des actions GENKYOTEX non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par GENKYOTEX et des Actions Indisponibles […].

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire entrainera ainsi la radiation des actions GENKYOTEX D'EURONEXT Paris et D'EURONEXT Brussels. Les actions de la Société non apportées à l'Offre […] seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnisation égale au prix de l'Offre par action, soit 2,85 euros par action de la Société augmenté, le cas échéant, des Compléments de Prix Eventuels […] ».

1.7. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

« L'Initiateur a conclu le 2 novembre 2020 un accord de liquidité avec le directeur général de la Société, Monsieur Elias PAPATHEODOROU. En tant que directeur général de la Société, Monsieur Elias PAPATHEODOROU est tenu, en application de l'article L. 225-185 du code de commerce et du plan d'attribution d'options de souscriptions d'actions de la Société en date du 4 juin 2020, de conserver au nominatif jusqu'à la cessation de ses fonctions deux tiers des 70.000 actions issues de l'exercice de ses options, soit 46.667 actions (les « Actions Indisponibles »).

Aux termes de l'accord de liquidité, Monsieur Elias PAPATHEODOROU bénéficie d'une promesse d'achat lui permettant de céder les Actions Indisponibles dans les 15 jours ouvrés de la cessation de ses fonctions de directeur général et l'Initiateur bénéficie d'une promesse de vente lui permettant d'acquérir les Actions Indisponibles détenues par Monsieur Elias PAPATHEODOROU dans les 15 jours ouvrés de l'expiration de la promesse d'achat. Le prix d'exercice de la promesse d'achat et de la promesse de vente est égal au prix de l'OPAS (soit 2,80 euros et Compléments de Prix Eventuels).

Lors de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les Actions Indisponibles seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du code de commerce et ne seront pas visées par ledit Retrait Obligatoire (mais seront cédées à terme à l'Initiateur en application des promesses).

En dehors des accords mentionnés dans la présente Section 1.5 [du projet de note d'information] *(« Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre »), l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, et l'Initiateur n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord ».*

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission (détail en Annexes) comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 également modifiée le 10 février 2020 :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de GENKYOTEX ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de GENKYOTEX, qui comprend notamment :
  - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour GENKYOTEX susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
  - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
  - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
  - L'analyse de l'information publique incluant l'analyse détaillée et qualitative des prévisions retenues par les analystes financiers suivant le titre GENKYOTEX (KEPLER CHEUVREUX et ODDO BHF) ainsi que les objectifs de cours publiés par ces derniers ;
  - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la Société, et en particulier des modalités de l'acquisition par CALLIDITAS d'un bloc de 62,66% du capital de GENKYOTEX annoncée en août 2020, des modalités de l'OPAS qui en a résulté, des acquisitions de titres GENKYOTEX hors marché en janvier et en février 2021, ainsi que de l'augmentation de capital de mars 2021 ;
  - L'analyse détaillée des comptes et du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées, notamment en ce qui concerne les probabilités d'obtention des autorisations de mise sur le marché pour les différents candidats médicaments, et l'appréciation de leur pertinence. Nous avons également procédé à la mise en perspectives des prévisions et probabilités de succès du plan d'affaires avec celles issues d'études sectorielles ;
  - L'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions comparables ;
  - L'examen détaillé des hypothèses sur lesquelles se fondent les droits à compléments de prix ;
  - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;

- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur (ci-après « Etablissement Présentateur ») de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement Général précité ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions GENKYOTEX et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Il n'entre pas dans la mission de FINEXSI de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui pourront lui être communiqués.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management et les conseils de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- le contexte et les modalités de l'Opération ;
- l'activité de GENKYOTEX, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de GENKYOTEX afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de l'Etablissement Présentateur, BRYAN, GARNIER & CO, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'Etablissement Présentateur.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet et spécialiste en évaluation financière, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation des activités et de l'environnement économique de GENKYOTEX

4.1. Présentation de la société GENKYOTEX

4.1.1. Rappel de l'historique

Figure 1 - Historique de la société GENKYOTEX

GENKYOTEX :
Création de la Société
2001 - 2012

- 2001 : **Création** de la Société française GENTICEL, spécialisée dans la biopharmaceutique et dans le développement de vaccins et d'immunothérapies.
- 2006 : **Création** de la Société suisse GENKYOTEX SA, spécialisée dans la biopharmaceutique et dans la recherche de traitements contre certains processus pathologiques.

GENKYOTEX :
Premiers résultats, introduction en Bourse et recentrage de l'activité
2013 - 2016

- 2013 : **Obtention de résultats encourageants par GENKYOTEX** sur 4 essais cliniques de Phase 1 avec la molécule GKT-831 (ou SETANAXIB) et lancement d'essais cliniques de Phase 2 avec cette molécule pour le traitement d'une complication sévère du diabète, la néphropathie diabétique.
- 2014 : **Introduction en Bourse de GENTICEL** sur les marchés réglementés EURONEXT Paris et EURONEXT Bruxelles.
- 2015 : **Signature d'un contrat de licence d'utilisation** de la plateforme technologique VAXICLASE développée par GENTICEL avec le SERUM INSTITUTE OF INDIA, pour la mise au point de vaccins contre la coqueluche.
- 2015 : **Obtention des résultats de l'essai de Phase 2 de GENKYOTEX** sur la néphropathie diabétique, mettant en évidence des effets statistiquement significatifs de la molécule de SETANAXIB, mais n'atteignant pas le critère d'efficacité attendu.
- 2016 : **Arrêt par GENTICEL de ses projets de recherche contre l'infection au papillomavirus humain (HPV)** pour se concentrer sur le développement de nouveaux candidats médicaments.

GENKYOTEX :
Rapprochement stratégique et changement de contrôle
2017 - 2021

- 2017 : **Rapprochement entre GENTICEL et GENKYOTEX SA** : les actionnaires de GENKYOTEX SA apportent la totalité de leurs actions à GENTICEL, renommé GENKYOTEX.
- 2017 : **Recentrage de l'activité du nouveau Groupe** autour du développement d'inhibiteurs des enzymes NOX, dont fait partie le SETANAXIB.
- 2018 : **Obtention d'un financement de 5 M€** auprès du fonds YA II PN, LTD par l'émission d'OCABSA*.
- 2019 : **Inscription des inhibiteurs de NOX** comme nouvelle classe thérapeutique par l'Organisation Mondiale de la Santé.
- Février 2020 : **Augmentation de capital de 4,9 M€** avec maintien du droit préférentiel de souscription au prix de 2,02€ par action.
- Août 2020 : Annonce par **CALLIDITAS** d'un accord sur l'acquisition d'un bloc de 62,66% du capital de GENKYOTEX au prix de 2,80€ par action, minoré de certains frais de transaction. En complément, les actionnaires cédants seront en droit de percevoir au titre du contrat d'acquisition leur prorata des compléments de prix éventuels.
- Novembre 2020 : Finalisation de l'acquisition par **CALLIDITAS** de 62,66% du capital de GENKYOTEX et lancement d'une **OPAS** sur le solde du capital de la Société le 27 novembre au prix de 2,80€ par action (assorti de droits à compléments de prix éventuels).
- Décembre 2020 : **Clôture de l'OPAS** le 11 décembre à l'issue de laquelle 86,24% du capital est détenu par CALLIDITAS.
- Mars 2021 : **Augmentation du capital de 5,05 M€** avec maintien du droit préférentiel de souscription au prix de 2,15€ par action, à l'issue de laquelle CALLIDITAS détient 90,20% du capital et des droits de votes théoriques de GENKYOTEX.
- Juillet 2021 : Annonce par **CALLIDITAS** d'une **OPR-RO** sur le solde du capital de la Société non encore détenu au prix de 2,85€ par action (assorti de droits à compléments de prix éventuels).

* Obligations convertibles assorties de bons de souscription d'actions
Sources : Document d'Enregistrement Universel (ci-après « DEU ») 2020, analyses FINEXSI

Anciennement dénommée GENTICEL, la Société, entreprise biopharmaceutique française, a été créée en 2001 et renommée GENKYOTEX en 2017, à l'occasion de son rapprochement avec la société GENKYOTEX (SUISSE) fondée en 2006.

À sa création en octobre 2001 par Benedikt TIMMERMAN, GENTICEL était spécialisée dans la recherche et le développement de vaccins et d'immunothérapies. En 2002, la Société a obtenu un accord de licence exclusive avec l'INSTITUT PASTEUR pour la toxine adénylate cyclase (dite CyaA), une protéine produite par la bactérie responsable de la coqueluche. Deux ans plus tard, GENTICEL a déposé des brevets en copropriété avec l'INSTITUT PASTEUR sur ses travaux.

En 2006, GENTICEL a déposé un brevet sur une nouvelle méthode d'immunisation, reposant sur le ciblage de cellules présentant des antigènes.

De 2010 à 2012, GENTICEL a réalisé des essais cliniques de Phase I pour son candidat-vaccin PROCERVIX (également appelé GTL001) contre le papillomavirus humain (ci-après « HPV »), qui se sont révélés encourageants.

La Société a été introduite en avril 2014 sur EURONEXT Paris et EURONEXT BRUSSELS, et a levé à cette occasion 34,7 M€.

En 2015, GENTICEL a accordé au SERUM INSTITUTE OF INDIA LTD (ci-après « SIIL ») une licence d'utilisation de sa plateforme technologique VAXICLASE afin de permettre au SIIL de développer des vaccins contre des pathologies infectieuses telles que la coqueluche, en vue d'une commercialisation dans les pays émergents. Ayant obtenu des résultats de Phase 2 peu concluants pour ses candidats-vaccins contre les pathologies liées à l'HPV, GENTICEL a abandonné en 2016 ses activités dans ce domaine.

Depuis sa création en 2006, GENKYOTEX (SUISSE) s'est quant à elle concentrée sur le développement d'une nouvelle classe de médicament basée sur l'inhibition sélective des enzymes NOX (NADPH Oxydase), qui sont impliquées dans le développement de processus pathologiques sévères tels que les fibroses (ou scléroses), les cancers et la neurodégénérescence. GENKYOTEX (SUISSE) a obtenu en 2013 des résultats prometteurs sur 4 essais cliniques de Phase 1 reposant sur la molécule GKT-831 (appelée également SETANAXIB), et a noté en 2015 des effets statistiquement significatifs de ce traitement sur des critères d'efficacité secondaires lors d'une étude de Phase 2 contre la néphropathie diabétique.

En 2017, les sociétés GENTICEL et GENKYOTEX (SUISSE) se sont rapprochées via une opération d'apport des titres de GENKYOTEX (SUISSE) à GENTICEL. À l'issue de ce rapprochement, GENTICEL a pris le nom de la société absorbée GENKYOTEX. Le nouveau Groupe a alors recentré son activité sur les thérapies NOX développées par la société absorbée, axant notamment ses recherches vers le traitement de maladies comme la cholangite biliaire primitive (ci-après « CBP ») et la néphropathie diabétique (ci-après « DKD ») dès 2017. Cette même année, un essai clinique de Phase 2 de 48 semaines avec le SETANAXIB pour cette dernière pathologie a été initié par le BAKER HEART AND DIABETES INSTITUTE de Melbourne (Australie), cet essai étant financé de manière autonome par le Baker Heart Institute et JDRF Australia.

En 2018, l'accord d'utilisation de VAXICLASE par le SIIL (Inde) a été étendu afin de permettre une commercialisation dans les pays industrialisés, augmentant ainsi les potentielles redevances qui pourraient être versées à GENKYOTEX. Cette même année, un essai clinique de Phase 2 sur 24 semaines avec le SETANAXIB contre la fibrose pulmonaire idiopathique (ci-après « FPI »), financé en intégralité par le NATIONAL INSTITUTES OF HEALTH (ci-après « NIH ») aux Etats-Unis, a été initié par des chercheurs de l'Université de l'Alabama à Birmingham.

En 2019, l'Organisation Mondiale de la Santé a reconnu les inhibiteurs de NOX tels que le SETANAXIB comme nouvelle classe thérapeutique.

En février 2020, la Société a réalisé une augmentation de capital de 4,9 M€ avec maintien du DPS. La société CALLIDITAS a acquis, le 3 novembre 2020, un bloc de 62,66% du capital de GENKYOTEX, et a porté sa participation à 86,24% du capital à la clôture de l'OPAS initiée le 27 novembre 2020. Après avoir acquis des titres GENKYOTEX hors marché aux mêmes conditions que l'OPAS, CALLIDITAS a également souscrit à la majeure partie de l'augmentation de capital de 5,05 M€ lancée par GENKYOTEX le 1er mars 2021, portant ainsi sa participation à 90,20%, puis à 90,29% après l'acquisition de titres GENKYOTEX en mai 2021.

4.1.2. Actionnariat et structure organisationnelle

Evolution de l'actionnariat de GENKYOTEX

Nous rappelons que le 13 août 2020, CALLIDITAS THERAPEUTICS AB a annoncé avoir conclu un accord avec GENKYOTEX en vue de l'acquisition d'un bloc de 62,66% de son capital, au prix de 2,80€ par action minoré de certains frais de transaction. Cette opération a été réalisée hors marché le 3 novembre 2020. À la suite de cette opération, les salariés du Groupe ont abandonné (i) les BSA des plans de 02/2010, 12/2013, 09/2014, et (ii) la majorité des stock-options des plans de 01/2018, 10/2018 et 03/2019. De plus, il est à noter que 187.612 stock-options du plan de 06/2020 ont été exercés, augmentant ainsi le capital de 432 k€.

Le 27 novembre 2020, CALLIDITAS a initié une OPAS obligatoire sur les actions GENKYOTEX non encore détenues au prix de 2,80€ par action, assortie de droits à compléments de prix, portant ainsi sa participation à 86,24% du capital de la Société à la clôture de l'offre en décembre de la même année. Nous rappelons que postérieurement à la clôture de l'OPAS, CALLIDITAS a effectué des rachats d'actions hors marché en janvier et février 2021, lui permettant d'augmenter sa participation de 86,24% à 89,12% du capital de la Société.

Le 24 mars 2021, GENKYOTEX a réalisé une augmentation de capital de 5,05 M€ avec maintien du DPS au prix de 2,15€ par action, majoritairement souscrite par CALLIDITAS, lui permettant de dépasser le seuil de détention de 90% du capital de GENKYOTEX (90,20%).

Après l'acquisition d'actions complémentaires par CALLIDITAS en mai 2021, la répartition du capital et des droits de vote théoriques exerçables de GENKYOTEX, sur base non diluée, se présente comme suit au 28 juillet 2021 :

Tableau 2 - Actionnariat du Groupe au 28 juillet 2021

En nombre d'actions	Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Calliditas Therapeutics AB	12 716 066	90,29%	12 716 066	90,35%
Elias Papatheodorou	46 667	0,33%	46 667	0,33%
Auto-détention	9 243	0,07%	*n/a*	*n/a*
Autres investisseurs	1 311 432	9,31%	1 311 432	9,32%
Total	**14 083 408**	**100,00%**	**14 074 165**	**100,00%**

Source : projet de note d'information du 28 juillet 2021

4.2. Présentation des activités de GENKYOTEX

Organigramme du groupe GENKYOTEX

La structure juridique sur laquelle s'appuient les activités par pays de GENKYOTEX est présentée ci-après :

Figure 2 - Organigramme du groupe GENKYOTEX

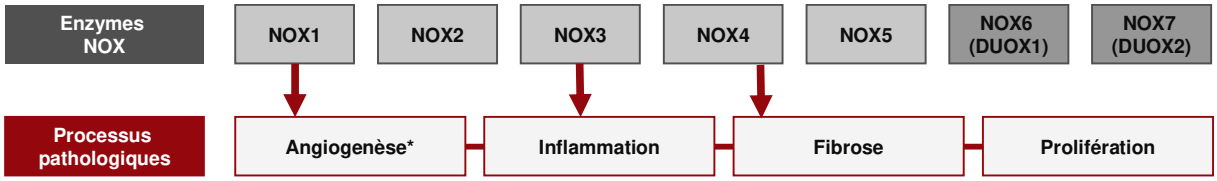
Source : projet de note d'information du 28 juillet 2021

Activités du groupe GENKYOTEX

Comme nous l'avons vu, GENKYOTEX est un groupe franco-suisse spécialisé dans la recherche et le développement de traitements appartenant à une nouvelle classe thérapeutique, les thérapies NOX, fondées sur l'inhibition sélective des enzymes NADPH Oxydase.

La famille des enzymes NOX regroupe 7 enzymes isoformes. Dans l'organisme, ces enzymes induisent l'oxydation de certaines protéines cibles, qui servent initialement à signaler et réguler le déroulement de processus cellulaires spécifiques. Par cette oxydation, les enzymes NOX modifient ou altèrent la fonction de ces protéines cibles qui ne remplissent alors plus leurs rôles, à savoir notamment la régulation de processus inflammatoires, de réponse à la douleur ou d'inhibition de processus fibrosants. Ainsi, ces enzymes sont impliquées dans le développement de processus physiopathologiques.

Figure 3 - Présentation des enzymes NOX



*L'angiogenèse est un processus de croissance de nouveaux vaisseaux sanguins à partir de vaisseaux préexistants, utilisé notamment par les cellules cancéreuses pour se développer dans l'organisme.

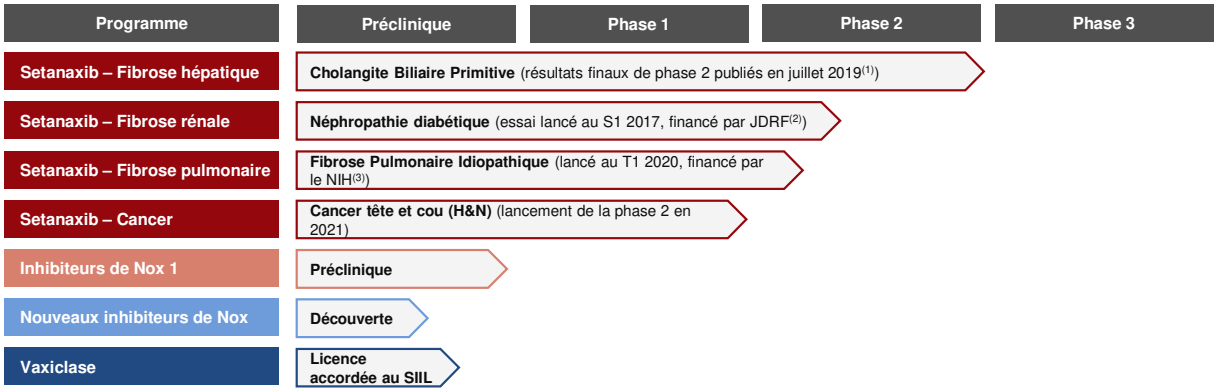
Source : DEU 2020

L'inhibition sélective des enzymes NOX 1 et NOX 4 permettrait ainsi le traitement de pathologies inflammatoires et fibrosantes, qui seraient au contraire amplifiées sans cette inhibition (cf. Figure 3). Le SETANAXIB développée par le Groupe a pour objectif d'assurer ce rôle d'inhibition, réduisant l'effet des enzymes NOX sur les voies biologiques et par voie de conséquence le développement de fibroses et d'apoptoses (autodestruction cellulaire).

Le Groupe a historiquement orienté ses recherches de candidats-médicaments pour traiter 4 pathologies principales, à savoir la CBP, la FPI, la DKD et la stéatohépatite non alcoolique (ci-après « NASH »), étant précisé que le Groupe a récemment pris la décision de ne pas poursuivre le développement des deux dernières indications (DKD et NASH) en raison de l'impossibilité de les commercialiser avant l'expiration de leurs brevets.

Si l'activité principale du Groupe réside dans la recherche de traitements contre des maladies liées à des fibroses, celui-ci licencie également au SIIL sa technologie VAXICLASE, pouvant être utilisée dans la recherche de candidats-vaccins pour traiter des affections telles que la coqueluche.

Figure 4 - Etat d'avancement des programmes de recherche de GENKYOTEX



(1) Essai pivot et potentiellement de Phase 2/3 dans la CBP envisagée pour le S2 2021, dont le protocole sera commenté par la FOOD AND DRUG ADMINISTRATION.
(2) JUVENILE DIABETES RESEARCH FOUNDATION
(3) NATIONAL INSTITUTES OF HEALTH
Source : DEU 2020

En 2020, le Groupe ne réalise pas encore de chiffre d'affaires, mais a perçu 35 k€ de la part du SIIL représentant des honoraires de frais de maintien de brevets, dans le cadre de l'accord de licence et d'utilisation de la technologie VAXICLASE.

À ce jour, la Société continue de soutenir deux études de Phase 2 initiées par des investigateurs avec le SETANAXIB, respectivement dans le diabète de type 1 et la DKD (étude financée par la JUVENILE DIABETES RESEARCH FOUNDATION OF AUSTRALIA et le BAKER INSTITUTE, cf. §4.2.1) et dans la FPI (étude financée par le NIH et dirigée par le Professeur Steven DUNCAN de l'Université d'Alabama à Birmingham).

4.2.1. L'activité de recherche sur les thérapies NOX

Les études au stade préclinique de GENKYOTEX ont souligné les potentiels effets curatifs des inhibiteurs des enzymes NOX 1 et 4 sur les inflammations des poumons (FPI), du foie (DKD), des reins (CBP) et de la peau. En effet, sans inhibition, ces enzymes induiraient potentiellement la production de protéines provoquant des fibroses, des inflammations, des cancers ou des pathologiques neurodégénératives.

À date, le Groupe a développé 2 candidats médicaments reposant sur la thérapie NOX :

- le SETANAXIB, ou molécule GKT-831, à savoir un inhibiteur des enzymes NOX 1 et 4 ;
- la molécule GKT-771, à savoir un inhibiteur des enzymes NOX 1.

Le candidat médicament pour lequel la recherche du Groupe est la plus avancée est le SETANAXIB (molécule GKT-831). Le SETANAXIB, qui serait administré par voie orale, a aujourd'hui été testé dans des essais cliniques de Phase 2 pour le traitement de la CBP, la DKD (essai mené, avec un financement autonome, par le BAKER HEART AND DIABETES INSTITUTE de Melbourne), et la FPI (essai mené et dirigé, avec un financement autonome, par l'Université d'ALABAMA DE BIRMINGHAM). Ces essais de Phase 2 visent à évaluer la sécurité et l'efficacité de ce produit candidat, tout en étudiant ses propriétés pharmacocinétiques et pharmacodynamiques.

L'essai de Phase 2 du SETANAXIB réalisé par le Groupe sur la CBP a été mené de juin 2017 à mai 2019 et a porté sur 111 patients de 9 pays différents. Le critère d'efficacité défini n'a pas été atteint, et le profil d'efficacité du SETANAXIB reste inférieur à celui des autres molécules autorisées dans le traitement de la CBP (OCALIVA et ELAFIBRANOR) (cf. Tableau 3). Toutefois, les résultats de l'étude se sont révélés encourageants sur des critères d'efficacité secondaires (réduction de symptômes, etc.) et ont souligné le potentiel anti-fibrosant du SETANAXIB, en particulier en cas d'utilisation à haute dose.

Tableau 3 - Profil d'efficacité du SETANAXIB contre la CBP par rapport à ceux d'autres médicaments autorisés

Critères d'efficacité	Modalité	setanaxib	elafibranor	Ocaliva
		24 semaines	12 semaines	12 semaines
% de baisse de GGT(1)	Traitement	-19%	-39%	-48%
	Placebo	-5%	n.a.	7%
% de baisse d'ALP(2)	Traitement	-13%	-48%	-24%
	Placebo	-3%	3%	-3%

(1) L'élévation du taux de gamma-glutamyl transférase (GGT), une enzyme du foie et des canaux biliaires, traduit une atteinte hépatique.

(2) L'élévation du taux de phosphatase alcaline (ALP), une enzyme produite par des tissus (os, foie, etc.), traduit le plus fréquemment une atteinte du foie ou des os.

Sources : Société, projet de note d'information de l'OPAS, INTERCEPT PHARMACEUTICALS, GENFIT

L'essai mené sur la DKD a été lancé en mai 2017 et a porté sur 142 personnes en Australie et en Nouvelle-Zélande. Les résultats finaux n'ont pas encore été publiés. Toutefois, il est à noter qu'aucun signal de sécurité n'a été identifié pour cette étude financée par la JUVENILE DIABETES RESEARCH FOUNDATION OF AUSTRALIA et le BAKER INSTITUTE où 36 patients (41 patients randomisés[8] à fin juin 2021) ont terminé le traitement complet de 48 semaines.

Concernant la FPI, le premier patient de l'essai clinique de Phase 2 a été recruté en septembre 2020 (14 patients randomisés à fin juin 2021). Cette étude durera 24 semaines et sera menée sur 60 patients.

Il est à noter que les recherches sur la CBP et la FPI ont été retardées de 2 à 3 ans[9] par la crise sanitaire de la Covid-19, qui a notamment engendré des difficultés dans le recrutement de patients.

[8] *La randomisation est un procédé selon lequel l'attribution d'un traitement à une personne se prêtant à la recherche est réalisée de façon aléatoire, en vue de réduire les biais dans la réalisation de la recherche en ayant des groupes homogènes. Le patient est randomisé le plus tard possible avant l'intervention afin d'éviter les perdus de vue entre la randomisation et le début de l'intervention.*

[9] *Par rapport à ce qui était envisagé lors de l'OPAS.*

En janvier 2021, GENKYOTEX a dévoilé des résultats intermédiaires positifs d'une étude de Phase I sur la pharmacocinétique du SETANAXIB à hautes doses menée depuis mai 2020, avec l'accord de l'AGENCE NATIONALE DE SECURITE DU MEDICAMENT (ci-après « ANSM »). La Société entend ainsi mener un essai pivot de Phase 2/3 avec setanaxib dans la CBP dès le deuxième semestre 2021, dont les résultats seront soumis à la FOOD AND DRUG ADMINISTRATION (ci-après « FDA »).

Le Groupe étudie par ailleurs l'utilisation de ce médicament dans le traitement d'autres pathologies inflammatoires ou liées à des fibroses. Par exemple, pour les recherches sur le cancer de la tête et du cou (ci-après « H&N »), GENKYOTEX souhaiterait conclure un partenariat avec une société biopharmaceutique, qui pourra développer et potentiellement commercialiser un candidat médicament à base de SETANAXIB. Aussi, la Société prévoit de lancer en 2021 une étude de preuve de concept de Phase 2 dans le cancer H&N, afin d'évaluer l'administration du SETANAXIB, ciblant les fibroblastes associés au cancer, en association avec une immunothérapie.

Concernant la molécule GKT-771, GENKYOTEX n'a pour l'instant mené de travaux qu'au stade pré-clinique. Le Groupe a toutefois déjà signé en 2017 un contrat-cadre de services renouvelable avec SYNGENE INTERNATIONAL LIMITED[10] pour pouvoir, le cas échéant, disposer des produits nécessaires lors de la mise en œuvre d'autres essais pré-cliniques et cliniques de Phase 1.

4.2.2. L'activité de recherche vaccinale

Grâce à sa plateforme technologique VAXICLASE et à son partenariat avec le SIIL mis en place en 2015 par GENTICEL, GENKYOTEX dispose d'un savoir-faire dans les vaccins et les immunothérapies. Cet accord de licence sur la technologie VAXICLASE devait permettre à terme la synthèse de vaccins acellulaires et multivalents, notamment efficaces contre la coqueluche.

Cet accord initial a été renégocié en juin 2018, autorisant l'extension de la licence pour une commercialisation aux pays industrialisés, alors qu'elle ne concernait initialement que les pays émergents. À l'issue de la signature de cet accord, GENKYOTEX a reçu un paiement de 750 k€ du SIIL, et pourrait recevoir jusqu'à environ 150 M€[11] en fonction des étapes de développement (*milestones*) et des ventes, ainsi que des redevances selon un pourcentage des ventes nettes du SIIL. Le contrat a été comptabilisé en immobilisation incorporelle à l'actif du bilan de la Société pour un montant brut de 10.697 k€.

Toutefois, des difficultés techniques ainsi que la crise de la Covid-19 ont décalé le calendrier prévisionnel concernant la réalisation d'un premier produit utilisant la technologie VAXICLASE. En effet, le SERUM INSTITUTE OF INDIA Ltd concentre temporairement ses efforts sur la production de vaccins contre la Covid-19. L'essai clinique de Phase 1 du premier produit développé en utilisant la technologie VAXICLASE ne devrait pas débuter avant le premier trimestre 2024, et non plus en 2022 comme prévu initialement. Tout le calendrier devrait ainsi être reporté de 2 ans, en ce compris la potentielle autorisation de mise sur le marché (ci-après « AMM »), ce qui a entrainé la constatation d'une dépréciation du contrat pour un montant de 5.859 k€ au 31 décembre 2020 (cf. §4.4.2 ci-après).

[10] *Organisation intégrée de R&D et de fabrication fournissant des services scientifiques - de la découverte précoce à la fourniture commerciale. Le groupe offre des services dans un large éventail de secteurs industriels, notamment les entreprises pharmaceutiques, de biotechnologie, de nutrition, de santé animale, de biens de consommation et de chimie de spécialité.*

[11] *57 M$ au titre des marchés émergents (soit environ 50 M€) et 100 M€ au titre des pays industrialisés.*

4.3. Caractéristiques de l'environnement opérationnel de GENKYOTEX

4.3.1. Les réglementations du marché de la santé

Pour commercialiser ses candidats médicaments dans un pays, une société biotechnologique doit obtenir les AMM des nombreuses autorités régulant ce marché, en fonction des résultats des phases d'essais cliniques. Les processus règlementés conditionnant l'autorisation de commercialisation des candidats médicaments sont particulièrement lourds et concernent notamment la recherche et développement, les essais précliniques et cliniques, l'innocuité, l'étiquetage ou encore l'archivage.

À titre d'exemple, en France, les étapes nécessaires à l'obtention d'une AMM par l'ANSM sont les suivantes[12] :

- La réalisation de tests pré-cliniques, à savoir des tests ayant pour but de comprendre l'action des molécules sélectionnées pour un futur traitement, ainsi que leur toxicité, leur efficacité, et leurs éventuels effets secondaires. Ces tests sont en grande partie effectués sur des animaux ;
- La réalisation d'essais cliniques de Phase 1, qui ne peuvent être menés qu'après l'obtention de l'autorisation de l'ANSM et d'un avis favorable du comité de protection des personnes. Ils consistent à tester les effets de la molécule sélectionnée sur une vingtaine de volontaires sains ou malades, dans le but de déterminer une dose tolérable à administrer aux patients en fonction de la toxicité de la molécule, et d'étudier ses effets sur l'organisme en fonction du temps (pharmacocinétique). Des examens cardiaques, respiratoires et sanguins sont notamment effectués ;
- La réalisation d'essais cliniques de Phase 2, auxquels plusieurs centaines de patients atteints de la maladie ciblée participent, vise à déterminer en milieu hospitalier la posologie adéquate et notamment la dose minimale efficace, ainsi que les effets secondaires ;
- La réalisation d'essais cliniques de Phase 3, auxquels plusieurs centaines voire parfois plusieurs milliers de patients atteints de la maladie ciblée participent, sert à étudier de façon comparative les effets du candidat-médicament sur la maladie des patients, par rapport aux effets d'un placebo et/ou d'un médicament déjà autorisé. Cette phase est supposée durer plusieurs années et vise à déterminer le rapport bénéfice/risque (ou intérêt thérapeutique), ainsi que le mode d'administration et le conditionnement du principe actif.

[12] *Sources :*
- https://www.vie-publique.fr/questions-reponses/274064-lautorisation-de-mise-sur-le-marche-des-medicaments-en-9-questions
- https://www.inserm.fr/recherche-inserm/recherche-clinique/essais-cliniques-recherches-interventionnelles-portant-sur-produit-sante

À l'issue de la Phase 3, le dossier d'AMM peut être remis à l'ANSM et à l'EMA, et doit comprendre les résultats des travaux réalisés par l'entreprise pharmaceutique ou de biotechnologie souhaitant commercialiser un nouveau médicament, en ce compris les conclusions de ses essais cliniques. Le but de ce dossier est ainsi de prouver (i) la qualité chimique, biologique ou microbiologique du médicament et la qualité des procédés de fabrication, (ii) la sécurité d'emploi par l'examen des effets indésirables prévisibles et (iii) l'efficacité du médicament selon les maladies ciblées, le profil des patients et la posologie recommandée. Par ailleurs, il est à noter que le dossier d'AMM a le même contenu et le même format pour toute procédure engagée au niveau national et européen, ainsi que dans certains autres pays (Amérique du Nord et Japon notamment).

Après l'obtention de l'AMM, débutent les essais cliniques de Phase 4 qui font office de pharmacovigilance et qui ont pour but d'étudier à long terme, à grande échelle et dans les conditions réelles d'utilisation les effets du nouveau médicament autorisé, dont ceux potentiellement indésirables.

Si le laboratoire ne commercialise pas le médicament ayant reçu une AMM sous 3 ans, celle-ci devient caduque. Par ailleurs, l'AMM peut également être retirée par l'ANSM si (i) des effets secondaires graves sont déclarés, ou si (ii) le rapport bénéfice/risque n'est pas satisfaisant.

4.3.2. Le marché des processus pathologiques visés par les thérapies NOX

D'après une étude de 2007 du « *The Journal of Clinical Investigations*[13] », près de 45% des décès dans les pays développés sont liés à des fibroses. Les thérapies NOX visent aujourd'hui 4 marchés principaux, correspondant à des processus pathologiques plus ou moins fréquents liés à des fibroses.

Le marché de la cholangite biliaire primitive (CBP)

La cholangite biliaire primitive est une maladie auto-immune qui détériore progressivement les canaux biliaires. Les femmes ont tendance à être beaucoup plus touchées par cette maladie que les hommes (90% des cas), et se font en général diagnostiquer de cette pathologie à l'âge de 55 ans[14] (médiane). Parmi la population mondiale, 10 à 40 personnes sur 100.000 sont touchées par la CBP qui, à ce titre, est considérée comme une maladie orpheline. Si cette maladie n'est pas traitée, elle peut évoluer en cirrhose biliaire secondaire, engendrer diverses complications et nécessiter une transplantation du foie.

À ce jour, seuls deux traitements ont été approuvés par les autorités de santé pour cette maladie. Il convient de noter toutefois que ces traitements ne servent qu'à ralentir la progression de la fibrose sans parvenir à guérir la pathologie :

- L'ACIDE URSODEOXYCHOLIQUE (ou AUDC), à savoir un acide biliaire hydrophile, permet de diluer les autres acides biliaires détruisant le foie. Il s'agit du traitement le plus anciennement commercialisé pour cette maladie, qui est par ailleurs bien toléré. Il contribue à retarder l'aggravation de la maladie, permettant aux malades de vivre sans avoir à recourir à une transplantation. Il améliore par ailleurs le fonctionnement hépatique ;

[13] *Source : "Common and unique mechanisms regulate fibrosis in various fibroproliferative diseases", mars 2007*

[14] *Source : Association Française de Formation Médicale Continue en Hépato-Gastro-Entérologie, Sara LEMOINNE, POST'U 2018. Cholangite biliaire primitive – FMC-HGE (fmcgastro.org)*

- L'ACIDE OBETICHOLIQUE (ou AOC), à savoir un acide biliaire synthétique, peut être utilisé en cas d'échec ou de non-tolérance de l'AUDC. Ce médicament a bénéficié d'une autorisation de mise sur le marché accélérée aux Etats-Unis en mai 2016, et d'une autorisation conditionnelle de mise sur le marché en décembre de cette même année en Europe. Ces procédures particulières de mise sur le marché ont contraint par exemple INTERCEPT PHARMACEUTICALS, société commercialisant ce traitement[15], à mener des tests cliniques de Phase 4 toujours en cours fin 2020, afin d'obtenir une approbation de mise sur le marché définitive.

Selon les estimations de GENKYOTEX, ce marché pourrait représenter un montant annuel d'environ 2,6 Mds€ en 2024.

Le marché de la fibrose pulmonaire idiopathique (FPI)

La fibrose pulmonaire idiopathique est une maladie conduisant à la rigidification progressive des poumons par la formation excessive de tissu cicatriciel au sein de ceux-ci, sans aucune cause identifiée. Ainsi, le patient perd progressivement ses capacités respiratoires. Chaque année, au moins 4.400[16] nouveaux cas sont déclarés en France.

En 2011, l'ESBRIET (principe actif : PIRFENIDONE) est le premier médicament à avoir été autorisé pour les formes légères à modérées de maladie en Europe. En 2014, la FDA a autorisé aux Etats-Unis l'OFEV (principe actif : NINTEDANIB). Cependant, ces deux principes actifs ne soignent pas la maladie, mais ralentissent seulement son développement par l'inhibition de la production de tissu fibreux dur.

D'après l'étude IHEALTHCARE de 2019, le marché de la FPI devrait représenter un montant annuel de 5,9 Mds$ (soit environ 5,2 Mds€) en 2025.

Le marché du cancer de la tête et du cou (H&N)

Le cancer de la tête et du cou, également appelé cancer ORL ou cancer des voies aérodigestives supérieures, correspond au développement d'une tumeur maligne au niveau de la cavité buccale, de l'oropharynx, du larynx, de l'hypopharynx, des fosses nasales ou des sinus. En France, les cancers ORL touchent 14.000 personnes par an et sont les 4ème cancers les plus fréquents[17].

Les cancers de la tête et du cou ont tendance à toucher moins souvent les femmes que les hommes, ces derniers représentant 75% des cas. Le tabagisme, la consommation d'alcool et l'infection par le papillomavirus humain sont répertoriés comme des facteurs de risques.

Les traitements existants pour le cancer ORL sont fondés sur une association entre la chirurgie, la radiothérapie et la chimiothérapie :

- Le traitement de référence est chirurgical et permet de retirer la tumeur et de procéder, si nécessaire, à une reconstruction de la zone pour limiter les séquelles fonctionnelles ;
- La radiothérapie peut être utilisée en traitement pour détruire la tumeur si le cancer est à un stade prématuré, ou en association avec un traitement chirurgical ou une chimiothérapie (PLATINE, TAXANES, GEMCITABINE) s'il est à un stade plus avancé ;

---

[15] *Sous le nom « OCALIVA ».*

[16] *Source : Association Pierre ENJALRAN Fibrose Pulmonaire Idiopathique.*

[17] *Institut Curie, Dossier Pédagogique du 25/03/2020, « Les cancers de la tête et du cou ».*

- La chimiothérapie peut être utilisée en complément des autres traitements. Elle s'adresse également aux patients souffrant d'un cancer récidivant ou présentant des métastases (développement des cellules cancéreuses dans un autre organe), pour lesquels les autres traitements ne sont plus adaptés.

Dans le cas de récidive, d'autres thérapies telles que les immunothérapies (NIVOLUMAB, PEMBROLIZUMAB) et autres thérapies ciblées (CETUXIMAB) peuvent être envisagées.

Le marché de la néphropathie diabétique (DKD)

Une étude de 2014 de l'AMERICAN DIABETES ASSOCIATION a mis en exergue que des maladies du rein se développent chez 20% à 40% des diabétiques. Dans les pays occidentaux, la néphropathie diabétique est responsable de 25 à 50% des cas d'insuffisance rénale terminale[18], représentant ainsi la première cause de cette complication qui peut ensuite nécessiter une dialyse ou une transplantation rénale. La DKD peut se développer à la fois chez les personnes souffrant d'un diabète de type 1 (insulino-dépendant) et de type 2 (diabète gras). L'évolution de la maladie est conditionnée par l'équilibre glycémique sanguin.

La prévention de la maladie consiste en un contrôle glycémique adapté par des injections d'insuline, des traitements hyper-tenseurs (qui contribuent également à ralentir sa progression), et l'arrêt, le cas échéant, du tabagisme.

Lorsque la maladie est déclarée, il existe plusieurs traitements[19] visant à retarder sa progression par une réduction de l'hypertension artérielle, qui induirait dans le cas contraire l'aggravation de l'insuffisance rénale.

En 2019, un médicament hypoglycémiant de JANSSEN PHARMACEUTICALS a été approuvé par la FDA pour le traitement de cette maladie. Pour autant, il ne répond pas entièrement au besoin de ce marché dans la mesure où il ne peut être prescrit aux patients souffrant d'un diabète de type 1.

Dans la mesure où le nombre de personnes diabétiques augmente dans le monde, avec une proportion croissante de populations obèses ou en surpoids dans les pays développés, le marché de la néphropathie diabétique pourrait croitre à moyen terme.

Le marché de la stéatohépatite non alcoolique (NASH)

La stéatohépatite non alcoolique, également appelée cirrhose non alcoolique, est une maladie causée par une accumulation de graisses au niveau du foie, qui engendre une dégénérescence des cellules du foie qui sont alors remplacées par un tissu fibreux. Le diagnostic de cette maladie est souvent tardif, en raison d'un développement longtemps asymptomatique ou de la non-spécificité de ses symptômes. À un stade avancé, cette pathologie peut provoquer de graves complications telles qu'un cancer du foie, ou nécessiter une greffe. D'après THE NASH EDUCATION PROGRAM[20], 38% des décès de patients souffrant de la NASH ont été causés par des accidents cardiovasculaires.

---

[18] *Manuel CUEN 2018, 11, néphropathies diabétiques.*

[19] *Dont les principaux traitements sont : les IEC et les ARA2.*

[20] *Le NASH EDUCATION PROGRAM est une initiative de santé publique engagée par GENFIT pour sensibiliser à la NASH les médecins de toutes les spécialités médicales concernées ainsi que les patients, à travers le monde. Il s'agit d'un fonds de dotation pour développer des actions de sensibilisation autour de la NASH, et répondre ainsi aux besoins d'information d'un grand nombre d'acteurs sur la maladie.*

Il n'existe toujours pas de médicament approuvé pour traiter la NASH. N'ayant rien de plus adapté, les médecins prescrivent généralement des médicaments pour contrôler le diabète de type 2 ou l'hypercholestérolémie. Plusieurs traitements sont encore en essais cliniques de Phase 3, mais aucun n'a reçu l'aval de la FDA pour une commercialisation. Le laboratoire INTERCEPT PHARMACEUTICALS a notamment enregistré des résultats prometteurs, de même que le laboratoire MADRIGAL PHARMACEUTICALS pour sa molécule MGL-3196 (RESMETIROM) qui permettrait de réduire la graisse présente dans le foie et l'étendue de la fibrose. La molécule NGM282 du laboratoire NGM BIOPHARMACEUTICALS aurait également des effets positifs similaires.

Le marché de la NASH devrait être en croissance, car la prévalence de cette maladie est fortement liée à des facteurs aggravants en augmentation dans les pays développés tels que l'obésité, le prédiabète et le diabète, et à des comportements comme la sédentarité ou encore la consommation de boissons gazeuses sucrées. D'après un rapport de l'INSTITUT PASTEUR DE PARIS[21], 20% des Français pourraient développer une maladie du foie. Les hommes seraient par ailleurs deux fois plus touchés que les femmes par cette indication.

4.3.3. GENKYOTEX au sein du marché des processus fibrosants

La Société dispose d'une position singulière au sein du marché des maladies liées à des fibroses, dans la mesure où elle propose un nouveau type de traitement pour des pathologies qui ne peuvent être guéries par les médicaments autorisés et commercialisés à ce jour.

Ainsi, GENKYOTEX avait l'avantage[22] d'être la première société à avoir mené des études cliniques sur les thérapies NOX. Avant la crise de la Covid-19, la Société disposait d'une avance stratégique en termes de recherche et développement et de connaissance sur les enzymes NOX, par rapport à de potentiels concurrents.

Par ailleurs, contrairement aux médicaments aujourd'hui disponibles, les thérapies NOX pourraient également avoir une efficacité aux stades avancés des pathologies fibrosantes, réduisant à la fois les fibroses et l'inflammation. Elles représenteraient ainsi une réponse à des besoins encore non satisfaits.

Les inhibiteurs de NOX permettraient également de traiter plusieurs pathologies avec un composé unique, ce qui constituerait un avantage important en termes d'investissement en de recherche et développement.

[21] *Dossier de presse du 5e Paris NASH meeting du 11 & 12 juillet 2019, par l'Institut Pasteur de Paris.*
[22] *Source : DEU 2020.*

4.4. Analyse financière de GENKYOTEX

Les états financiers consolidés de GENKYOTEX, tels que présentés dans les documents de référence 2016 à 2018 ainsi que les Documents d'Enregistrement Universel 2019 et 2020 sont reproduits ci-après. Ces comptes ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes de GENKYOTEX, les cabinets KPMG et SYGNATURES.

4.4.1. Compte de résultat du Groupe sur la période 2016 - 2020

L'évolution des agrégats du compte de résultat consolidé de GENKYOTEX est résumée ci-après :

Tableau 4 - Compte de résultat consolidé de GENKYOTEX sur la période 2016 - 2020

En k€	12 mois (Avant IFRS 16)			12 mois (Après IFRS 16)	
	31/12/2016*	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Chiffre d'affaires net	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Coût de revient des ventes	-	-	-	-	-
Marge brute	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Revenus issus des contrats avec les clients	-	-	750	-	-
Autres revenus	-	-	44	142	38
Frais de R&D nets	(4 287)	(8 806)	(8 389)	(5 406)	(11 208)
Frais généraux et administratifs	(1 641)	(5 299)	(2 836)	(2 160)	(2 885)
Résultat opérationnel courant	**(5 928)**	**(14 104)**	**(10 430)**	**(7 425)**	**(14 055)**
Autres produits opérationnels	-	-	-	-	-
Autres charges opérationnelles	-	(11 408)	-	-	-
Résultat opérationnel	**(5 928)**	**(25 512)**	**(10 430)**	**(7 425)**	**(14 055)**
Produits financiers	254	54	176	384	74
Charges financières	(20)	(309)	(1 163)	(163)	(79)
Résultat financier	234	(256)	(987)	222	(5)
Résultat avant impôts	**(5 694)**	**(25 768)**	**(11 417)**	**(7 203)**	**(14 060)**
Impôts	(158)	(5)	-	-	-
% du résultat avant impôts	*2,8 %*	*0,0 %*	*0,0 %*	*0,0 %*	*0,0 %*
Résultat net	**(5 853)**	**(25 773)**	**(11 417)**	**(7 203)**	**(14 060)**
dont résultat net part du Groupe	(6 699)	(25 773)	(11 417)	(7 203)	(14 060)
dont intérêts minoritaires **	846	-	-	-	-

* Les montants présentés correspondent aux données historiques de la société GENKYOTEX (SUISSE) avant le rapprochement avec la société GENTICEL en 2017

** La part du résultat net 2016 attribuable aux intérêts minoritaires correspond au pourcentage de participation de GENKYOTEX (SUISSE) dans GENKYOTEX INNOVATION SAS.

Sources : DEU 2020, 2019 et DDR 2018, 2017 et 2016 de la Société

- **Chiffre d'affaires et autres revenus :**

Sur la période analysée, la Société n'a pas réalisé de chiffre d'affaires en raison du stade de développement embryonnaire de ses candidats médicaments.

En 2018, la Société a signé une extension de son contrat de licence conclu en 2015 avec le laboratoire pharmaceutique SERUM INSTITUTE OF INDIA LTD, et portant sur la technologie VAXICLASE. Elle a à ce titre comptabilisé un produit de 750 k€.

Dans le cadre de ce contrat SIIL, la Société a également reconnu 35 k€ d'autres revenus au 31 décembre 2020, correspondant principalement à des refacturations d'honoraires de maintien de brevets.

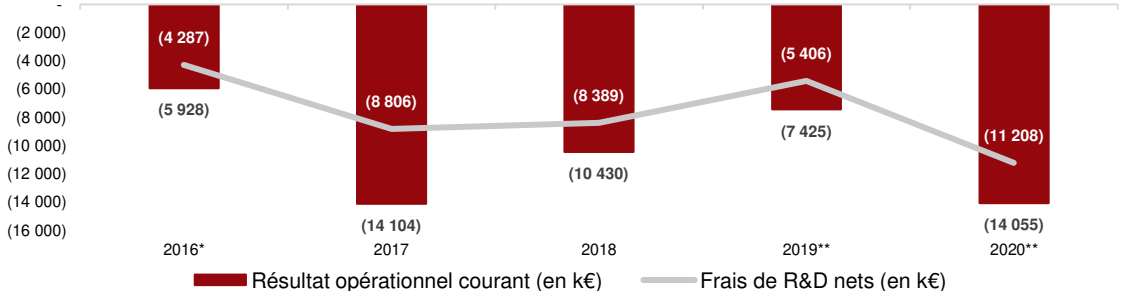
Par ailleurs, la Société a reconnu 142 k€ de revenus en 2019, au titre d'un contrat de recherche avec le BAKER HEART AND DIABETE INSTITUTE.

- **Résultat opérationnel :**

En l'absence de chiffre d'affaires, le résultat opérationnel de la Société, principalement composé de frais de R&D comptabilisés en charges, et de frais généraux et administratifs, est négatif sur la période analysée. Il convient de noter que les frais de R&D sont comptabilisés en charges dans la mesure où la Société estime ne pas remplir les six critères d'activation permettant la comptabilisation de ces dépenses en immobilisations incorporelles, conformément à la norme IAS 28.

Nous présentons ci-après l'évolution du résultat opérationnel courant entre 2016 et 2020, qui intègre en 2019 et 2020, l'impact non significatif de l'application de la norme IFRS 16, ainsi que des frais de R&D nets du crédit d'impôt recherche (ci-après « CIR »).

Figure 5 - Evolution du résultat opérationnel courant et des frais de R&D nets sur la période 2016 - 2020



* Les montants présentés correspondent aux données historiques de la société GENKYOTEX (SUISSE) avant le rapprochement avec la société GENTICEL en 2017
** Après application de la norme IFRS 16.
Sources : DEU 2020, 2019, et DDR 2018, 2017 et 2016 de la Société, analyses FINEXSI

Sur la période 2016 - 2020, l'évolution du résultat opérationnel courant est principalement le reflet des frais de R&D engagés puisque ces dépenses représentent en moyenne 73% du résultat opérationnel courant sur la période. L'évolution du résultat opérationnel courant est également à mettre en regard des frais généraux et administratifs.

Le résultat opérationnel courant s'établit à son niveau le plus bas en 2017 à -14.104 k€, soit une baisse de 8.176 k€ par rapport à l'exercice précédent. Cette baisse s'explique notamment par la hausse des frais de R&D et des frais généraux et administratifs notamment en raison de :

i. La phase 2 du produit SETANAXIB (GKT-831) de la Société dans l'indication de la CBP cumulée à des travaux précliniques sur le composé GKT-771 ayant induit une hausse de 2.406 k€ des coûts de recherche et d'études ;

ii. L'attribution de bons de participation à des salariés de la société GENKYOTEX (SUISSE) en janvier 2017, ayant ainsi induit une charge de paiements fondés sur des actions de 3.838 k€, répartie entre des frais de R&D (1.990 k€) et des frais généraux et administratifs (1.848 k€) ;

iii. Le rapprochement entre les sociétés GENTICEL et GENKYOTEX S.A. pour lequel la Société a engagé d'importants coûts juridiques, comptables et d'audit, ainsi que l'introduction en bourse qui a entrainé des coûts de communication et de frais de cotation. Le montant total des honoraires a augmenté de 1.511 k€ par rapport à l'exercice précédent.

Dans le cadre de ce rapprochement, le Groupe a également engagé des coûts non courants pour 11.408 k€ correspondant à des coûts de cotation pour 10.898 k€ et à des frais de restructuration de GENKYOTEX S.A. pour 510 k€. Pour ces raisons, le résultat opérationnel s'établit à -25.512 k€ en 2017, en forte baisse par rapport à l'exercice précédent.

En 2018, le résultat opérationnel est en amélioration par rapport à l'exercice précédent en lien avec les revenus générés par le contrat SIIL (750 k€) et avec la baisse des frais généraux et notamment des charges d'honoraires et de paiements fondés sur des actions.

Bien que le résultat opérationnel soit toujours déficitaire, celui-ci est de nouveau en amélioration en 2019 du fait de la diminution des frais de R&D de 2.938 k€ en lien avec la fin de la phase 2 du produit SETANAXIB (GKT-831), et de la diminution des frais généraux et administratifs (notamment des frais de déplacement et de missions, des honoraires et des charges de personnel).

Enfin en 2020, la baisse du résultat opérationnel à -14.055 k€ s'explique principalement par la constatation d'une perte de valeur de 5.859 k€ sur le contrat SIIL en raison du retard dans le développement des produits utilisant la technologie VAXICLASE.

- **Résultat financier et résultat net :**

Compte tenu du faible niveau de résultat financier et d'impôt sur les sociétés, les évolutions du résultat net de la Société sont le reflet de celles du résultat opérationnel.

En 2018, le résultat financier de GENKYOTEX atteint un point bas à -987 k€ en raison de l'émission d'OCABSA[23], le 20 août 2018, au profit de YA II LTD (ou YORKVILLE). Cette émission a engendré une charge financière de 1.152 k€ sur l'exercice, légèrement compensée par un effet de change favorable sur les parités CHF / EUR pour 173 k€.

En 2019, le résultat financier positif est lié à l'effet de change favorable de 320 k€ sur les parités de change CHF / EUR, partiellement compensé par les frais d'émission (103 k€) de nouvelles OCA au profit de YORKVILLE au cours de l'exercice.

En ce qui concerne le résultat net de GENKYOTEX, celui-ci est négatif depuis 2016 et s'établit à -14.060 k€ au 31 décembre 2020, soit une baisse de -95,2% par rapport à 2019, principalement en lien avec la perte de valeur comptabilisée sur le contrat SIIL.

[23] Obligations convertibles en actions avec bons de souscription d'actions permettant à la Société de lever des fonds immédiatement et à terme lors de l'exercice des bons de souscription.

4.4.2. Bilan du Groupe sur la période 2016 - 2020

L'évolution du bilan de GENKYOTEX sur la période 2016 - 2020 est résumée ci-après :

Tableau 5 - Evolution du bilan de GENKYOTEX sur la période 2016 - 2020

Au 31 décembre - En k€	Avant IFRS 16			Après IFRS 16	
	2016*	2017	2018	2019	2020
Immobilisations incorporelles (dont contral SIIL et extensions)	-	10 221	9 653	9 086	2 755
Immobilisations corporelles	93	51	31	16	8
Droits d'utilisation	-	-	-	138	173
Autres actifs financiers non courants	15	64	45	29	28
Impôts différés actifs	4	-	-	-	-
Actif immobilisé	**112**	**10 336**	**9 729**	**9 270**	**2 964**
Autres actifs courants	795	1 932	2 157	1 500	1 547
Actifs financiers courants	-	3 280	-	-	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	13 937	11 345	10 309	2 417	1 613
Actif circulant	**14 733**	**16 557**	**12 466**	**3 917**	**3 160**
Actif	**14 844**	**26 893**	**22 195**	**13 186**	**6 124**
Capitaux propres (part du groupe)	**12 217**	**23 535**	**14 442**	**9 836**	**2 657**
Provisions	**-**	**-**	**-**	**-**	**141**
Dettes financières non courantes	-	115	-	-	-
Dettes financières courantes	-	288	3 641	789	-
Obligations locatives non courantes	-	-	-	17	53
Obligations locatives courantes	-	-	-	122	121
Dettes financières brutes	**-**	**403**	**3 641**	**928**	**175**
Engagements envers le personnel	874	822	996	1 348	827
Dettes fournisseurs	1 203	1 312	2 214	562	1 683
Autres dettes courantes	550	820	903	512	642
Autres passifs	**2 627**	**2 955**	**4 112**	**2 422**	**3 152**
Passif	**14 844**	**26 893**	**22 195**	**13 186**	**6 124**

* Les montants présentés correspondent aux données historiques de la société GENKYOTEX (SUISSE) avant le rapprochement avec la société GENTICEL en 2017
Sources : DEU 2020, 2019, et DDR 2018, 2017 et 2016 de la Société, analyses FINEXSI

- **Actif immobilisé :**

L'actif immobilisé est principalement composé d'immobilisations incorporelles et dans une moindre mesure, d'immobilisations corporelles ainsi que d'autres actifs financiers non courants.

Dans le cadre de l'acquisition de GENTICEL par GENKYOTEX (SUISSE) en février 2017, nous rappelons que la Société a reconnu en immobilisation incorporelle le contrat de licence (et ses extensions) conclu avec le SIIL pour l'utilisation de la technologie VAXICLASE. Ce contrat, initialement valorisé à 10.697 k€ et amorti linéairement sur 19 ans, a fait l'objet d'une dépréciation à hauteur de 5.859 k€ au 31 décembre 2020, compte tenu de la crise de la Covid-19, des retards antérieurs et des défis techniques rencontrés avec la technologie.

Les immobilisations corporelles sont principalement constituées de matériels et outillages de laboratoire.

L'application de la norme IFRS 16 à partir de 2019 a entrainé la comptabilisation de droits d'utilisation à hauteur de 138 k€ en 2019 et de 173 k€ en 2020.

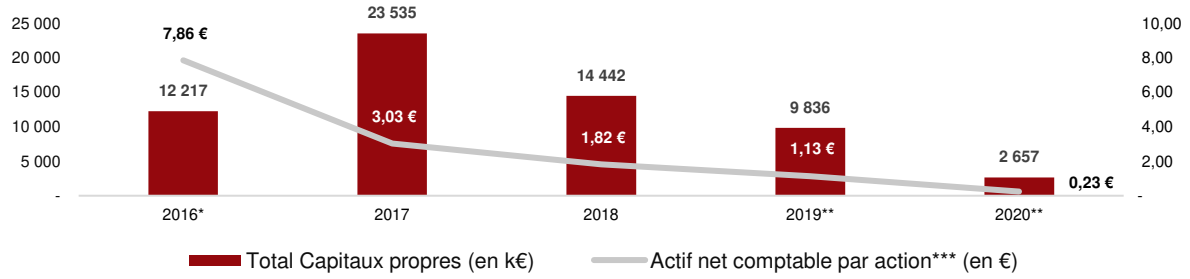
Quant aux autres actifs financiers non courants, ceux-ci sont constitués de cautions ainsi que de la réserve de trésorerie du contrat de liquidité.

- **Structure financière :**

Capitaux propres

L'évolution des capitaux propres et de l'actif net comptable par action GENKYOTEX qui en résulte sur la période 2016 - 2020 est présentée ci-après :

Figure 6 - Evolution des capitaux propres et de l'actif net comptable par action GENKYOTEX sur la période 2016 - 2020



* Les montants présentés correspondent aux données historiques de la société GENKYOTEX (SUISSE) avant le rapprochement avec la société GENTICEL en 2017
** Après application de la norme IFRS 16
*** L'actif net comptable par action a été calculé sur la base du nombre d'actions en circulation à la clôture de chaque exercice
Sources : DEU 2020, 2019, et DDR 2018, 2017 et 2016 de la Société, analyses FINEXSI

Au 31 décembre 2016, les capitaux propres de GENKYOTEX, principalement composés des primes d'émissions[24] liées aux augmentations de capital effectuées les années précédentes, des pertes accumulées et du résultat de l'exercice[25], s'élevaient à 12.217 k€.

Sur l'exercice 2017, le capital de GENKYOTEX a été reconstitué à la suite de l'acquisition inversée de GENKYOTEX SA par GENKYOTEX (SUISSE) portant ainsi les capitaux propres de la Société à 23.535 k€, du fait notamment de l'effet périmètre ayant un impact positif de 33.476 k€, étant précisé que la comptabilisation d'une prime d'émission et d'apport de 117.025 k€ compense partiellement l'annulation des pertes accumulées de -120.017 k€, en ce compris le coût d'acquisition des titres GENKYOTEX SA d'un montant de 33.476 k€.

Sur la période 2017 - 2020, les capitaux propres sont en diminution notamment en raison des résultats déficitaires sur la période.

[24] Pour 44.998 k€.
[25] Pour -35.083 k€.

Nous rappelons qu'au 31 décembre 2020, le nombre d'actions composant le capital social de la Société s'élève à 11.736.174. Les principaux mouvements intervenus au cours de l'exercice sont les suivants :

i. Une émission de 187.612 actions ordinaires suite à l'exercice de BSA, le 3 novembre 2020. L'exercice de ces BSA s'inscrit dans le cadre de l'acquisition du bloc de 62,66% par CALLIDITAS THERAPEUTICS AB et a entrainé une augmentation de capital de 188 k€, et la constatation d'une prime d'émission de 244 k€ ;

ii. Une augmentation de capital de 418 k€, majorée d'une prime d'émission de 382 k€ suite à l'émission de 417.816 actions nouvelles en contrepartie de la conversion de 80 OCA ;

iii. Une augmentation de capital avec maintien du DPS au prix de souscription de 2,02€ par action, pour un montant de 2 447 k€, augmentée d'une prime d'émission de 2.496 k€ ayant donné lieu à la création de 2.447.297 actions nouvelles.

Provisions et engagement envers le personnel

Entre 2016 et 2019, les provisions sont uniquement composées d'engagement de retraite envers les salariés français et suisses de GENKYOTEX. Les montants de ces engagements sont stables entre 2016 et 2018, étant précisé que les engagements envers les salariés suisses constituent la majeure partie de ce poste. En 2019, ces engagements sont en augmentation de 344 k€ (+34,7%) par rapport à l'exercice précédent en raison d'une diminution du taux d'actualisation[26] utilisé pour l'évaluation actuarielle des obligations envers les collaborateurs suisses.

En 2020, les engagements envers les collaborateurs suisses sont en baisse de 526 k€, compte tenu du départ d'un salarié et du transfert d'un autre salarié de la Suisse vers la France ayant induit une reprise de charges de 325 k€. Le nombre total de salariés à fin 2020 est de 9 dont 4 en France et 5 en Suisse.

Par ailleurs, la Société a comptabilisé une provision pour incertitudes fiscales d'un montant de 141 k€ sur la base du redressement qui lui a été notifié par l'administration fiscale française au titre du CIR pour les exercices 2016, 2017 et 2018.

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de GENKYOTEX sur la période 2016 - 2020 est présentée ci-après :

[26] Passant de 0,85% en 2018 à 0,20% en 2019.

Tableau 6 - Evolution de l'endettement financier net de GENKYOTEX sur la période 2016 - 2020

Au 31 décembre - En k€	Avant IFRS 16			Après IFRS 16	
	2016	2017	2018	2019	2020
Dettes financières non courantes	-	115	-	-	-
Obligations locatives non courantes	-	-	-	17	53
Dettes financières courantes	-	287	3 628	789	-
Obligations locatives courantes	-	-	-	122	121
Concours bancaires courants	-	1	13	-	-
Emprunts et dettes financières	**-**	**403**	**3 641**	**928**	**175**
Trésorerie et équivalents de trésorerie	**(13 937)**	**(11 344)**	**(10 309)**	**(2 417)**	**(1 613)**
Endettement financier net	**(13 937)**	**(10 941)**	**(6 668)**	**(1 489)**	**(1 438)**

Sources : DEU 2020, 2019, et DDR 2018, 2017 et 2016 de la Société, analyses FINEXSI

Sur l'ensemble de la période, GENKYOTEX se trouve en position de trésorerie nette, bien que celle-ci soit en diminution, compte tenu notamment de la consommation de trésorerie de la Société pour les besoins de son activité.

Historiquement, la Société se finance soit par augmentation de capital, soit par émission de dette obligataire. En conséquence, les emprunts et dettes financières sur la période sont principalement composés :

- Des OCABSA émises en 2018 au profit de YORKVILLE pour 3.510 k€ ;
- Des OCA émises en 2019 au profit de YORKVILLE pour 725 k€.

Ces obligations ont été converties en totalité par YORKVILLE au cours des exercices 2018, 2019 et 2020 de sorte que les emprunts et dettes financières au 31 décembre 2020 sont uniquement composés des dettes de loyers comptabilisées en application de la norme IFRS 16 pour 174 k€ (139 k€ en 2019).

4.4.3. Flux de trésorerie du Groupe sur la période 2016 - 2020

L'évolution des flux de trésorerie de GENKYOTEX sur la période 2016 - 2020 est résumée ci-après :

Tableau 7 - Evolution des flux de trésorerie de GENKYOTEX sur la période 2016 - 2020

En k€	12 mois (Avant IFRS 16)			12 mois (Après IFRS 16)	
	31/12/2016*	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Résultat net de la période	**(5 853)**	**(25 773)**	**(11 417)**	**(7 203)**	**(14 060)**
Elim. des amortissements des immobilisations incorporelles	-	476	567	567	473
Elim. des amortissements des immobilisations corporelles	74	39	24	147	146
Dépréciation du contrat SIIL	-	-	-	-	5 859
Autres **	100	14 719	1 199	287	662
Capacité d'autofinancement avant coût de l'endettement financier net avant impôts	(5 678)	(10 538)	(9 627)	(6 201)	(6 919)
Variation du besoin en fonds de roulement	598	1 256	679	(1 386)	1 203
Impôts payés	(39)	(81)	81	-	-
Flux de trésorerie nets liés aux activités opérationnelles	**(5 120)**	**(9 363)**	**(8 866)**	**(7 588)**	**(5 715)**
Acquisition d'immobilisations incorporelles	-	(2)	(3)	(1)	(2)
Démobilisation de placements classés en actifs financiers courants et non courants	-	4 000	3 283	-	-
Intérêts perçus sur les dépôts à terme	-	6	-	-	-
Variation de périmètre	-	3 587	-	-	-
Flux de trésorerie nets liés aux activités d'investissement	**-**	**7 590**	**3 279**	**(1)**	**(2)**
Augmentation de capital nette des conversions d'emprunts	13 590	-	-	-	4 944
Emission de bons de participations de Genkyotex (Suisse)	-	159	-	-	-
Exercice de stock-options	-	-	-	-	432
Emission d'emprunts obligataires	-	-	4 658	-	-
Emission de BSA	-	-	242	-	-
Diminution de la dette financière relatives au droit d'utilisation	-	-	-	(130)	(137)
Remboursement d'avances	-	(384)	(291)	(118)	-
Augmentation de capital pour les intérêts ne conférant pas le contrôle	1 131	-	-	-	-
Frais d'augmentation de capital	(224)	(32)	-	(27)	(323)
Autres	(7)	9	-	(5)	(4)
Flux de trésorerie nets liés aux activités de financement	**14 490**	**(248)**	**4 609**	**(280)**	**4 912**
Incidence des variations des cours de change	(96)	(572)	(69)	(11)	1
Variation de trésorerie	**9 369**	**(2 021)**	**(979)**	**(7 869)**	**(805)**
Trésorerie et équivalents de trésorerie, début de période	**4 664**	**13 937**	**11 344**	**10 297**	**2 417**
Incidence des variations des cours de change	(96)	(572)	(69)	(11)	1
Trésorerie et équivalents de trésorerie, fin de période	**13 937**	**11 344**	**10 296**	**2 417**	**1 613**

* Les montants présentés correspondent aux données historiques de la société GENKYOTEX (SUISSE) avant le rapprochement avec la société GENTICEL en 2017.

** En ce compris les écarts de change non réalisés, les provisions au titre des engagements de retraites, les provisions pour risques et charges, les charges liées aux paiements fondés sur des actions, la juste valeur des emprunts obligataires, les coûts de cotation, les variations des impôts différés, les variations des justes valeurs des dérivés, les intérêts perçus sur les dépôts à terme, la juste valeur du contrat de capitalisation, les charges d'intérêts et l'impact de la désactualisation des avances remboursables.

Sources : DEU 2020, 2019, et DDR 2018, 2017 et 2016 de la Société, analyses FINEXSI

- **Flux de trésorerie opérationnels**

Sur la période 2016 - 2020, la Société ne génère pas de flux de trésorerie opérationnels positifs compte tenu de l'évolution du résultat opérationnel courant commentée ci-avant. Ces flux atteignent un point bas en 2017 à -9.363 k€ du fait de i) l'importance des coûts de recherche et d'études engagés dans le cadre de la phase 2 du SETANAXIB et ii) des coûts supportés dans le cadre du rapprochement de GENTICEL et GENKYOTEX SA. Bien que restant négatifs, les flux de trésorerie opérationnels se sont ensuite améliorés jusqu'en 2020, notamment en raison de la diminution des coûts de recherche et d'études.

- **Flux de trésorerie liés aux investissements**

En l'absence d'acquisition d'immobilisations incorporelles et corporelles significative, l'évolution des flux de trésorerie liés aux investissements est à mettre en regard de celle des placements financiers et des effets de périmètre.

En 2017, les flux d'investissements sont à mettre en regard de i) l'acquisition de la trésorerie et équivalents de trésorerie de GENKYOTEX SA lors du rapprochement avec GENTICEL pour 3.587 k€ et de ii) l'arrivée à échéance en 2017 d'un dépôt à terme souscrit en 2016 ayant entraîné un flux entrant de 4.000 k€.

En 2018, les flux positifs d'un montant de 3.283 k€ correspondent au remboursement d'un contrat de capitalisation souscrit auprès de NATIXIS LIFE.

- **Flux de trésorerie liés aux financements**

Sur la période analysée, l'évolution des flux de trésorerie liés aux financements s'inscrit dans la continuité de l'évolution de la structure financière de la Société, principalement rythmée par :

- les augmentations de capital effectuées en 2016 pour 13.590 k€ et 1.131 k€ en lien avec la réorganisation du groupe GENKYOTEX (SUISSE) et, en 2020, pour 4.944 k€ comme décrit ci-avant ;
- l'émission de 180.000 bons de participations GENKYOTEX (SUISSE) le 16 janvier 2017 pour 159 k€ ;
- l'émission de BSA en 2018 pour 242 k€, dans le cadre de l'émission des OCABSA 2018 (remboursées en 2019 et auxquelles se sont substituées des OCA 2019 pour un montant correspondant au montant remboursé) au profit de YORKVILLE pour un montant total de 3.510 k€ ;
- l'exercice en novembre 2020 des options de souscription émises le 4 juin 2020 ayant généré un flux positif de 432 k€.

4.4.4. Activité du premier semestre 2021[27]

Observation sur la continuité d'exploitation

CALLIDITAS a exprimé son intention d'accorder un prêt à GENKYOTEX *via* sa filiale GENKYOTEX (SUISSE) pour lui permettre de poursuivre ses activités au-delà de juillet 2021, et le 20 juillet 2021, CALLIDITAS a signé une lettre de soutien afin de permettre à la Société de faire face à ses engagements, de poursuivre ses activités normales sans aucune réduction significative de ses opérations ainsi que de financer les développements futurs de GENKYOTEX.

Il est par ailleurs indiqué dans le rapport financier semestriel au 30 juin 2021 qu'un retard dans le lancement de l'OPR-RO envisagée par CALLIDITAS et l'absence d'obtention des financements nécessaires pourront conduire la Société à interrompre ou à réduire ses activités de R&D et de développement clinique.

Compte de résultat

L'évolution des agrégats du compte de résultat consolidé de GENKYOTEX au premier semestre 2021 par rapport au 30 juin 2020 est résumée ci-après :

[27] Rapport financier semestriel au 30 juin 2021 publié le 29 juillet 2021.

Tableau 8 - Compte de résultat consolidé de GENKYOTEX au premier semestre 2021

En k€	6 mois		Variation %
	30/06/2020	30/06/2021	
Chiffre d'affaires net	**-**	**-**	**n/a**
Coût de revient des ventes	-	-	n/a
Marge brute	**-**	**-**	**n/a**
Revenus issus des contrats avec les clients	-	-	n/a
Autres revenus	37	7	-81%
Frais de R&D nets	(2 018)	(4 832)	139%
Frais généraux et administratifs	(868)	(931)	7%
Résultat opérationnel courant	**(2 850)**	**(5 755)**	**102%**
Autres produits opérationnels	-	-	n/a
Autres charges opérationnelles	-	-	n/a
Résultat opérationnel	**(2 850)**	**(5 755)**	**102%**
Produits financiers	271	4	-98%
Charges financières	(96)	(44)	-55%
Résultat financier	175	(39)	-122%
Résultat avant impôts	**(2 675)**	**(5 794)**	**117%**
Impôts	-	-	n/a
% du résultat avant impôts	*0,0 %*	*0,0 %*	*n/a*
Résultat net	**(2 675)**	**(5 794)**	**117%**
dont résultat net part du Groupe	(2 675)	(5 794)	117%
dont intérêts minoritaires	-	-	n/a

Sources : Rapports financiers semestriels au 30 juin 2021 et 2020

Au 30 juin 2021, un autre revenu de 7 k€ a été comptabilisé dans le cadre du contrat de licence avec le SIIL en lien avec la refacturation d'honoraires de frais de maintien de brevets.

Le résultat opérationnel du Groupe s'élève à -5.755 k€ au 30 juin 2021, en diminution par rapport au 30 juin 2020, compte tenu notamment de :

- La hausse des frais de R&D dont une partie a été réalisée par CALLIDITAS pour le compte de GENKYOTEX. Cette hausse est à mettre en regard des essais de Phase 1 avec le SETANAXIB à hautes doses, de la préparation du lancement de l'essai clinique de Phase 2/3 avec le SETANAXIB dans la CBP, ainsi que l'étude de preuve de concept de Phase 2 dans le cancer de la tête et du cou (H&N) ;
- La baisse du CIR pour 112 k€ ; et
- La hausse des frais généraux et administratifs en lien principalement avec l'augmentation des honoraires ainsi que d'un produit lié aux engagements de retraite plus faible du fait du départ de salariés sur le premier semestre 2021.

L'évolution défavorable du taux de change EUR / CHF sur la période explique la baisse du résultat financier au 30 juin 2021. Ainsi, le résultat net s'établit à -5.794 k€ au 30 juin 2021 contre -2.675 k€ un an plus tôt.

Bilan

L'évolution du bilan de GENKYOTEX au 30 juin 2021 est résumée ci-après :

Tableau 9 - Bilan de GENKYOTEX au 30 juin 2021

Au 31 décembre - En k€	Après IFRS 16		
	2019	2020	30/06/2021
Immobilisations incorporelles	9 086	2 755	2 664
Immobilisations corporelles	16	8	100
Droits d'utilisation	138	173	229
Autres actifs financiers non courants	29	28	28
Impôts différés actifs	-	-	-
Actif immobilisé	**9 270**	**2 964**	**3 021**
Autres actifs courants	1 500	1 547	1 531
Actifs financiers courants	-	-	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	2 417	1 613	1 518
Actif circulant	**3 917**	**3 160**	**3 049**
Actif	**13 186**	**6 124**	**6 070**
Capitaux propres (part du groupe)	**9 836**	**2 657**	**1 963**
Provisions	**-**	**141**	**141**
Dettes financières non courantes	-	-	-
Dettes financières courantes	789	-	1
Obligations locatives non courantes	17	53	95
Obligations locatives courantes	122	121	136
Dettes financières brutes	**928**	**175**	**232**
Engagements envers le personnel	1 348	827	545
Dettes fournisseurs	562	1 683	2 616
Autres dettes courantes	512	642	573
Autres passifs	**2 422**	**3 152**	**3 734**
Passif	**13 186**	**6 124**	**6 070**

Sources : Rapports financiers semestriels au 30 juin 2021, DEU 2020 et 2019

Au cours du premier trimestre 2021, la trésorerie et équivalents de trésorerie de la Société a été principalement utilisée en R&D et notamment pour la phase 1 de l'évaluation du SETANAXIB à haute dose. Au 31 mars 2021, la trésorerie et équivalents de trésorerie de GENKYOTEX s'élève à 3,8 M€, notamment grâce à l'augmentation de capital de 5,05 M€ réalisée le 24 mars 2021. Le produit de cette augmentation de capital a été utilisé au cours du deuxième trimestre 2021 en dépenses de R&D pour les développements en cours avec le SETANAXIB. Ainsi, la trésorerie et équivalents de trésorerie s'établit à environ 1,5 M€ au 30 juin 2021 contre 3,8 M€ au 31 mars 2021 et 1,6 M€ au 31 décembre 2020.

Au 30 juin 2021, les capitaux propres de GENKYOTEX s'établissent à 1.963 k€, soit 0,14€[28] par action GENKYOTEX en raison des pertes accumulées et du résultat déficitaire du semestre.

La provision pour incertitudes fiscales s'établit au même montant qu'au 31 décembre 2020, soit 141 k€.

Les dettes financières au 30 juin 2021 sont composées des dettes de loyers comptabilisées en application de la norme IFRS 16 pour 231 k€ (175 k€ au 31 décembre 2020).

[28] Sur la base du nombre d'actions en circulation au 30 juin 2021.

Enfin, les engagements envers le personnel sont en baisse de 282 k€ au 30 juin 2021 en raison du départ d'un salarié et du transfert d'un autre salarié de la Suisse vers la France.

4.5. Matrice SWOT

Les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 7 - Matrice SWOT de la Société

Sources : Société, analyses FINEXSI

5. Evaluation des actions de la société GENKYOTEX

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société GENKYOTEX en *standalone*, dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

5.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) de GENKYOTEX au 30 juin 2021 s'établit à 1.963 k€, soit une valeur par action de 0,14€[29].

5.1.2. Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings,* foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de GENKYOTEX.

5.1.3. Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Depuis son introduction en bourse sur les marchés réglementés d'EURONEXT PARIS et EURONEXT BRUSSELS en 2014, GENKYOTEX n'a pas distribué de dividende et n'a pas non plus annoncé de politique de distribution à court et moyen terme.

[29] Sur la base d'un nombre d'actions de 14.074.165 (14.083.408 actions composant le capital social diminué des 9.243 actions auto-détenues) au 30 juin 2021.

5.1.4. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

La mise en œuvre de cette approche est notamment limitée par la difficulté à identifier des transactions pleinement comparables à GENKYOTEX en termes de taille, de type de médicaments développés et d'avancée des essais cliniques, ainsi qu'à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Par ailleurs, dans la mesure où GENKYOTEX n'a pas réalisé de chiffre d'affaires et où sa rentabilité opérationnelle est négative sur les derniers exercices clos, l'application de multiples extériorisés par des transactions comparables à ses agrégats n'est pas pertinente. Pour ces raisons, cette méthode n'a pas été retenue.

À titre purement indicatif, nous présentons en Annexe des transactions intervenues sur les cinq dernières années au sein du secteur diversifié des biotechnologies ou des produits pharmaceutiques, ainsi que dans le domaine des maladies du foie, des maladies métaboliques et de la fibrose. Il est à noter que la majorité des transactions présentées portent sur des sociétés non cotées, raison pour laquelle peu d'informations publiques sont disponibles.

5.1.5. Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Comme indiqué ci-avant, compte tenu des spécificités du groupe GENKYOTEX, et notamment du fait que la Société n'a pas réalisé de chiffre d'affaires sur les derniers exercices clos, qu'elle n'anticipe pas d'en générer à court terme, et que son résultat opérationnel devrait également demeurer déficitaire lors des années à venir, la mise en œuvre de cette méthode n'est pas pertinente.

Nous présentons toutefois à titre purement indicatif en Annexe, les sociétés jugées les plus comparables à GENKYOTEX, que nous avons par ailleurs retenues pour le calcul du beta du taux d'actualisation (cf. §5.4.1). Ces sociétés sont plus matures que GENKYOTEX en termes de développement et de diversification des produits.

5.1.6. Objectifs de cours des analystes

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre GENKYOTEX fait l'objet d'un suivi limité par seulement deux analystes, KEPLER CHEUVREUX et ODDO BHF, étant précisé que le cours de bourse du titre GENKYOTEX apparait historiquement peu sensible à leurs recommandations.

Pour rappel, le 13 août 2020 avant bourse, la Société a annoncé un accord sur l'acquisition d'un bloc de contrôle de 62,66% du capital de GENKYOTEX par CALLIDITAS au prix de 2,80€ assorti de droits à compléments de prix (réalisation de l'acquisition le 3 novembre 2020). Le 28 juillet 2021, après suspension de la cotation, pendant une journée, la Société a annoncé la présente OPR-RO au prix de 2,85€ assorti des mêmes droits à compléments de prix éventuels.

Tableau 10 - Notes d'analystes suivant le titre GENKYOTEX publiées en 2020 et 2021

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation	Cours veille	Prix cible vs. cours veille
12/02/2020	Oddo BHF	5,40 €	Neutre	2,14 €	152,3 %
14/05/2020	Oddo BHF	5,40 €	Neutre	2,20 €	145,5 %
20/04/2021	**Oddo BHF (note sectorielle)**	**5,40 €**	**Neutre**	**2,83 €**	**90,8 %**
24/07/2020	Kepler Cheuvreux	8,00 €	Achat	2,26 €	254,0 %
14/08/2020	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	2,93 €	(4,4)%
15/09/2020	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	3,05 €	(8,2)%
18/09/2020	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	3,06 €	(8,5)%
21/10/2020	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	2,96 €	(5,4)%
23/10/2020	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	2,96 €	(5,4)%
04/11/2020	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	3,02 €	(7,3)%
18/01/2021	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	2,90 €	(3,4)%
28/01/2021	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	2,77 €	1,1 %
19/02/2021	Kepler Cheuvreux	2,80 €	*"Accept offer"*	3,00 €	(6,7)%
24/03/2021	**Kepler Cheuvreux**	**2,68 €**	***"Accept offer"***	**2,82 €**	**(5,0)%**

Sources : notes d'analystes

ODDO BHF n'a pas republié de note sur le titre GENKYOTEX depuis le 14 mai 2020, étant précisé que cette note faisait apparaitre un objectif de cours sensiblement supérieur au prix d'offre de 2,80€ annoncé trois mois plus tard.

Le dernier objectif de cours publié par ODDO BHF s'établit à 5,40€ dans sa note sectorielle du 20 avril 2021 qui ne constitue pas une analyse détaillée sur les fondamentaux de la Société. Il est à noter que l'objectif de cours de 5,40€ publié plus d'un an plus tôt a été maintenu sans explication et sans prendre en compte les opérations intervenues sur le capital de la Société pendant cette période.

Quant à KEPLER CHEUVREUX, l'analyste avait recommandé d'apporter ses titres à l'OPAS dans sa note publiée le 14 août 2020, en alignant son objectif de cours sur le prix d'offre de 2,80€ par action, étant rappelé que l'analyste avait publié, le 24 juillet 2020, un objectif de cours de 8,00€ par action GENKYOTEX. Il est à noter que KEPLER CHEUVREUX avait valorisé les droits à compléments de prix éventuels à 1,00€ par action GENKYOTEX.

La note de KEPLER CHEUVREUX du 19 février 2021 est à mettre en regard de la publication des résultats de l'exercice 2020, en ligne avec les attentes. Cette note fait état d'un objectif de cours de 2,80€, toujours par référence au prix d'acquisition des titres GENKYOTEX dans le cadre de l'OPAS qui s'est clôturée en décembre 2020.

La dernière note publiée par KEPLER CHEUVREUX en date du 24 mars 2021[30], fait ressortir un objectif de cours en baisse, à 2,68€ par action GENKYOTEX, sans explication particulière sur cette évolution par rapport à la précédente publication.

Pour ces raisons, la référence aux objectifs de cours des analystes n'a pas été retenue comme méthode de valorisation.

5.1.7. Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions de la Société GENKYOTEX sont à retenir.

5.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, intégrant les probabilités de mise sur le marché des différents traitements développés par la Société (ci-après « DCF probabilisé[31] ») ;
- La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de GENKYOTEX.

À titre secondaire, nous avons retenu :

- La référence au cours de bourse.

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

5.3. Données de référence de la Société GENKYOTEX

5.3.1. Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2021 (14.083.408 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues par la Société (9.243 actions) à cette même date, soit un nombre de 14.074.165.

[30] Cette note mentionne une dernière mise à jour du modèle le 14 août 2020.

[31] Nous précisons que la méthode du DCF probabilisé correspond à la méthode appelée « rNPV » par l'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS.

Les seuls instruments dilutifs en circulation au 30 juin 2021 correspondent aux (i) BSA émis avec la première tranche des OCABSA 2018 au profit de YORKVILLE, donnant le droit de souscrire à 69.222 actions au prix d'exercice de 18€, ainsi qu'aux (ii) 4.054 stock-options au titre des plans de janvier 2018 et de mars 2019. L'ensemble de ces instruments dilutifs étant en dehors de la monnaie, nous ne les retenons pas dans notre calcul du nombre d'actions dilué.

Pour ces raisons, le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 14.074.165.

5.3.2. Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de GENKYOTEX tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2021.

La dette financière nette ajustée au 30 juin 2021 a été déterminée comme suit :

Tableau 11 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de GENKYOTEX au 30 juin 2021

En k€	30/06/2021
Comptes bancaires	1 518
Trésorerie disponible	**1 518**
Endettement financier net	**1 518**
Contrats SIIL et extensions	2 664
Crédit d'Impôt Recherche	741
Provision pour incertitudes fiscales après impôts	(106)
Engagements envers le personnel après impôts	(469)
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres - cash / (dette)	**4 348**

Sources : Rapport financier semestriel au 30 juin 2021, analyses FINEXSI

Hormis la trésorerie qui n'appelle pas de commentaires particuliers, nous avons inclus dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, les principaux éléments suivants :

- La valeur nette comptable du contrat SIIL[32] d'un montant de 2.664 k€, étant rappelé que celui-ci a fait l'objet d'une dépréciation de 5.859 k€ au 31 décembre 2020 en raison du retard dans le développement attendu par le SIIL des produits utilisant la technologie VAXICLASE ;
- Le Crédit d'Impôt Recherche d'un montant de 741 k€, qui fera l'objet d'un remboursement par l'Etat français ;
- La provision pour incertitudes fiscales d'un montant de 141 k€ au 30 juin 2021, que nous avons retenue pour son montant après impôts (106 k€) ;
- Les engagements envers le personnel au titre des régimes de retraite suisse et français, pour un montant de 469 k€ après impôts.

[32] Il est à noter que ce contrat n'est pas appréhendé dans les flux du plan d'affaires, raison pour laquelle sa valeur nette comptable est retenue dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Après retraitements, la dette financière nette correspond à une position de trésorerie nette d'un montant de 4.348 k€.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme a été retraitée dans le plan d'affaires du management sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, la trésorerie nette présentée ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant de 231 k€ au 30 juin 2021.

5.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société GENKYOTEX

5.4.1. L'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

GENKYOTEX est une société dont les produits sont en phase de développement, et qui n'a à ce jour reçu aucune autorisation de commercialisation.

Afin de tenir compte des risques inhérents à cette situation, et en particulier de l'incertitude relative à la commercialisation des produits en cours de développement, nous avons mis en œuvre une approche DCF probabilisée, c'est-à-dire tenant compte des probabilités d'obtention des autorisations de mise sur le marché des produits en fonction de leur stade actuel de développement.

Cette approche d'évaluation, usuelle dans le secteur des sociétés de biotechnologie, consiste ainsi à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie probabilisés issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise compte tenu de son risque, et en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de GENKYOTEX.

Présentation du plan d'affaires du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires *standalone* 2021-2039 élaboré par le management. Celui-ci a fait l'objet d'une approbation par le Conseil d'administration de la Société du 28 juillet 2021.

Ce plan d'affaires, construit pour chaque indication, intègre les programmes SETANAXIB dans la CBP, la FPI et dans le H&N. Les indications NASH et DKD n'étant pas poursuivies par la Société en raison de l'impossibilité de les commercialiser avant l'expiration de leurs brevets, elles ne sont pas appréhendées dans le plan d'affaires.

Ce plan d'affaires fait par ailleurs apparaitre un besoin de financement de l'ordre de 140 M€ sur la période 2021 - 2027, avant que la Société ne génère un *cash-flow* positif. Ce financement sera assuré par CALLIDITAS.

Hypothèses du plan d'affaires

Chiffre d'affaires de l'indication CBP

Le marché de la CBP est estimé par le management à 2,6 Mds€ en 2024, en croissance de +1,5% par an après cette date. L'hypothèse retenue par le management est une commercialisation directe de ce produit *via* l'entité suisse, qui permettra à la Société de percevoir la totalité des revenus générés. Le coût de ventes a été estimé à 10% du chiffre d'affaires.

Le plan d'affaires prévoit un début de commercialisation de ce produit en 2026[33], avec une part de marché de 2%, qui devrait croitre jusqu'en 2031 pour atteindre 14% et se maintenir à ce niveau jusqu'en 2034.

Nous précisons que le management a revu à la baisse la part de marché du CBP à l'horizon 2034 par rapport aux estimations communiquées dans le cadre de l'OPAS de novembre 2020, en raison de produits concurrents en phase 2 ou 3 de développement dont notamment la récente entrée en phase 3 de deux produits concurrents développés par GENFIT et CYMABAY THERAPEUTICS, qui pourraient obtenir des autorisations de mise sur le marché avant la CBP.

La CBP étant une indication orpheline, elle bénéficiera en particulier d'une période d'exclusivité de 7 ans à partir de sa première commercialisation (le point de départ de cette durée de protection de la propriété intellectuelle du produit étant, dans le cas d'une maladie orpheline, indépendant de celle du ou des brevets protégeant le produit), c'est-à-dire jusqu'en 2032. Le management a ensuite fait l'hypothèse que les ventes pourraient être maintenues au même niveau (i.e. 14% de part de marché) pendant deux années supplémentaires, avant l'arrivée sur le marché de produits génériques.

Les ventes sont ensuite attendues en baisse significative à partir de 2035 (8,4% de part de marché) pour représenter moins de 2% des parts de marché en 2039. Le management a cependant considéré que le prix de vente du CBP à partir de 2035 pourrait être maintenu au même niveau que pendant la période d'exclusivité malgré l'arrivée de concurrents génériques, ce qui est une hypothèse favorable. Il est en effet généralement observé une baisse importante des prix lors de la mise sur le marché de médicaments génériques.

Chiffre d'affaires de l'indication FPI

Le marché de la FPI est estimé par le management à 5,2 Mds€ à horizon 2025, en croissance de +1,5% par an après cette date. Comme pour la CBP, l'hypothèse retenue est celle d'une commercialisation directe de ce produit *via* l'entité suisse avec un coût des ventes estimé à 10% du chiffre d'affaires.

La première commercialisation de ce produit est attendue en 2027[34], avec une part de marché de 1%, qui devrait croitre jusqu'en 2032 pour atteindre 9% et se maintenir à ce niveau jusqu'en 2034.

[33] Contre 2024 dans le plan d'affaires utilisé dans le cadre de l'OPAS.
[34] Contre 2024 dans le plan d'affaires dans le cadre de l'OPAS.

En tant qu'indication orpheline, la FPI bénéficiera également d'une période d'exclusivité de 7 ans à partir de sa première commercialisation, c'est-à-dire jusqu'en 2033. Les ventes sont ensuite maintenues à ce même niveau pour une année supplémentaire, avant l'arrivée sur le marché de produits génériques.

Les ventes sont attendues en baisse significative à partir de 2035 (5,4% de part de marché) pour représenter moins de 1% des parts de marché en 2039. Comme pour la CBP, le management a considéré une hypothèse favorable de maintien du prix de vente au-delà 2034, malgré l'arrivé de concurrents génériques.

Chiffre d'affaires de l'indication H&N

En ce qui concerne le H&N qui n'était pas inclus dans les estimations communiquées dans le cadre de l'OPAS, la Société a retenu un modèle de distribution différent des autres produits, basé sur un partenariat avec une société pharmaceutique, étant précisé que le partenaire n'est pas identifié à ce jour. Ce modèle a l'avantage de faire supporter les coûts de développement et la commercialisation du produit au partenaire. En contrepartie, GENKYOTEX percevrait un paiement « *upfront* » de 100 M€ en 2024, date estimée de la conclusion du partenariat, puis des redevances correspondant à un pourcentage du chiffre d'affaires réalisé.

Compte tenu des incertitudes importantes liées à une éventuelle commercialisation de ce produit, qui ne pourra pas intervenir avant une longue période de développement, la Société n'a pas modélisé de redevances dans le plan d'affaires, qui intègre uniquement le paiement « *upfront* » de 100 M€ en 2024.

Résultat opérationnel

Pour les deux principales indications, la CBP et la FPI, les coûts de distribution et administratifs sont estimés respectivement à 5% et 2% de la marge brute.

Par ailleurs, sont pris en compte :

- Des frais de R&D clinique d'un montant cumulé d'environ 55 M€ pour la CBP (recrutement de 318 patients pour la Phase 2b/3), 80 M€ pour la FPI, et 12 M€ pour le H&N ;
- Des frais de R&D pré-clinique correspondant à des coûts de recherche récurrents et non directement rattachables aux produits en développement à hauteur de 407 k€ par an en moyenne sur la période du plan d'affaires ;
- Des dépenses marketing liées à la commercialisation des produits à hauteur de 122 M€ pour la CBP et de 77 M€ pour la FPI ;
- Des frais généraux affectés à chaque produit et fixés à 25% du chiffre d'affaires généré à partir de leur commercialisation, soit en 2026 pour la CBP et en 2027 pour la FPI ;
- Des coûts centraux de fonctionnement estimés à environ 4,5 M€ en 2021, en croissance de +5% par an entre 2021 et 2029 puis de +1% au-delà ;
- L'économie de coût résultant de la sortie de cote de la Société pour un montant de 830 k€ par an. La prise en compte de cette économie, qui s'analyse comme une synergie, est favorable à l'actionnaire minoritaire.

Ce plan d'affaires repose sur l'hypothèse centrale d'une commercialisation de la CBP en 2026 et de la FPI en 2027. Tout retard dans l'obtention des autorisations de mise sur le marché engendrerait des besoins de financement complémentaires, au-delà des 140 M€ déjà pris en compte dans les flux du plan d'affaires. Il repose par ailleurs sur des estimations de la taille des marchés adressables par la CBP et la FPI, ainsi que sur des estimations de part de marché pour des produits encore en développement, dont la commercialisation demeure incertaine, et pour lesquels il existe plusieurs produits concurrents en cours de développement, à un stade parfois plus avancé. Ce plan d'affaires se caractérise donc par une série d'hypothèses reflétant les ambitions du management, mais susceptibles d'évolutions significatives, difficilement appréhendables à ce jour. De plus, comme nous le verrons ci-après, les résultats obtenus sont très sensibles à de faibles variations des hypothèses du management.

Probabilités de succès retenues par le management

Les probabilités de succès retenues par le management, correspondant aux probabilités que les produits actuellement en cours de développement reçoivent une autorisation de mise sur le marché, sont issues de l'étude BIOMEDTRACKER[35] et se présentent comme suit :

[35] *Clinical Development Success Rates » 2006-2015 - BIO BIOMEDTRACKER AMPLION 2016*

Tableau 12 - Probabilités de succès issues de l'étude BIOMEDTRACKER

Les probabilités de passage d'une phase à une autre sont les suivantes par indication :

	Phase 1 à Phase 2		Phase 2 à Phase 3		Phase 3 au NDA		NDA au marché	
	Advanced or Suspended	% de réussite	Advanced or Suspended	% de réussite	Advanced or Suspended	% de réussite	Advanced or Suspended	% de réussite
Hematology	86	73,3%	83	56,6%	64	75,0%	50	84,0%
Infectious disease	347	69,5%	286	42,7%	150	72,7%	133	88,7%
Ophthalmology	66	84,8%	101	44,6%	60	58,3%	40	77,5%
Other	96	66,7%	116	39,7%	46	69,6%	43	88,4%
Metabolic	95	61,1%	84	45,2%	35	71,4%	27	77,8%
Gastroenterology*	41	75,6%	56	35,7%	33	60,6%	26	92,3%
Allergy	37	67,6%	40	32,5%	14	71,4%	16	93,8%
Endocrine	299	58,9%	242	40,1%	143	65,0%	107	86,0%
Respiratory	150	65,3%	196	29,1%	45	71,1%	37	94,6%
Urology	21	57,1%	52	32,7%	21	71,4%	14	85,7%
Autoimmune	297	65,7%	319	31,7%	135	62,2%	86	86,0%
All Indications	**3582**	**63,2%**	**3862**	**30,7%**	**1491**	**58,1%**	**1050**	**85,3%**
Neurology	462	59,1%	465	29,7%	216	57,4%	161	83,2%
Cardiovascular	209	58,9%	237	24,1%	110	55,5%	76	84,2%
Psychiatry	154	53,9%	169	23,7%	70	55,7%	58	87,9%
Oncology	1222	62,8%	1416	24,6%	349	40,1%	176	82,4%

Les probabilités de succès de mise sur le marché à partir de la phase 1, 2, 3 ou à partir du NDA sont les suivantes par secteur :

	Phase 1 au marché		Phase 2 au marché		Phase 3 au marché		NDA au marché	
	LOA** n	% de réussite	LOA n	% de réussite	LOA n	% de réussite	LOA n	% de réussite
Hematology	283	26,1%	197	35,7%	114	63,0%	50	84,0%
Infectious disease	916	19,1%	569	27,5%	283	64,5%	133	88,7%
Ophthalmology	267	17,1%	201	20,1%	100	45,2%	40	77,5%
Other	301	16,3%	205	24,4%	89	61,5%	43	88,4%
Metabolic	**241**	**15,3%**	**146**	**25,1%**	**62**	**55,6%**	**27**	**77,8%**
Gastroenterology*	156	15,1%	115	20,0%	59	55,9%	26	92,3%
Allergy	107	14,7%	70	21,8%	30	67,0%	16	93,8%
Endocrine	791	13,2%	492	22,4%	250	55,9%	107	86,0%
Respiratory	428	12,8%	278	19,6%	82	67,3%	37	94,6%
Urology	108	11,4%	87	20,0%	35	61,2%	14	85,7%
Autoimmune	837	11,1%	540	17,0%	221	53,5%	86	86,0%
All Indications	**9985**	**9,6%**	**6403**	**15,3%**	**2541**	**49,6%**	**1050**	**85,3%**
Neurology	1304	8,4%	842	14,2%	377	47,8%	161	83,2%
Cardiovascular	632	6,6%	423	11,2%	186	46,7%	76	84,2%
Psychiatry	451	6,2%	297	11,6%	128	49,0%	58	87,9%
Oncology	3163	5,1%	1941	8,1%	525	33,0%	176	82,4%

*Gastroenterology does not include IBD.
**Likelihood of Approval
Source : Société, étude « *Clinical Development Success Rates* » 2006-2015 – BIO BIOMEDTRACKER Amplion 2016.

Pour la CBP actuellement en phase 2 de développement, la Société estime une probabilité de mise sur le marché de 22,5%, qui se situe dans la fourchette haute des probabilités de succès déterminées par BIOMEDTRACKER, à savoir entre 15,3% pour l'ensemble des indications et 25,1% pour les maladies métaboliques (catégorie la plus proche pour cette indication).

Pour la FPI, également en phase 2 de développement, la probabilité de mise sur le marché est estimée à 15,2%[36] sur la base des probabilités déterminées pour l'ensemble des indications.

[36] De la Phase 2 à la mise sur le marché pour l'ensemble des indications = 30,7% (Phase 2 à 3) * 58,1% (Phase 3 au NDA) * 85,3% (NDA au marché).

Détermination des flux de trésorerie

Norme IFRS 16

Le plan d'affaires du management n'intègre pas l'effet de l'application de la norme IFRS 16, ce qui signifie que les charges de loyers sont prises en compte dans les flux de trésorerie.

En conséquence, nous n'avons pas retenu la dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16 dans le calcul de l'endettement financier net (cf. §5.3.2).

Impôt sur les sociétés

Comme indiqué ci-avant, le plan d'affaires fait l'hypothèse que les produits de GENKYOTEX seront commercialisés par sa filiale suisse.

En conséquence, nous avons retenu le taux d'imposition en vigueur dans le canton de Genève, soit 13,99%, pour le calcul de l'impôt sur les sociétés.

En ce qui concerne les déficits reportables, le montant disponible à fin 2020, soit 62,8 M€ pour la Suisse, aura expiré en totalité avant que la Société ne génère ses premiers résultats imposables dans la mesure où ceux-ci ne sont reportables que pendant une durée de 7 ans. Nous avons en revanche tenu compte des déficits fiscaux créés sur les premières années du plan d'affaires, soit environ 135 M€, que nous avons imputés sur les résultats imposables à partir de 2028.

Il n'a en revanche pas été tenu compte des déficits fiscaux français (99,1 M€ à fin 2020) dans la mesure où les résultats bénéficiaires devraient être générés en Suisse. Nous avons cependant simulé l'incidence d'une commercialisation des produits *via* l'entité française, permettant ainsi la consommation des déficits fiscaux français. Cette hypothèse aurait un effet négatif sur la valeur de GENKYOTEX compte tenu du différentiel de taux d'imposition entre la Suisse (13,99%) et la France (25%).

Investissements (CAPEX)

Les CAPEX ont été fixés par le management à 3% des frais généraux affectés à chaque produit et des coûts centraux de fonctionnement.

Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

La variation de BFR a été estimée à 15% de la croissance de la marge brute.

Actualisation des flux

Nous avons actualisé les flux de trésorerie en milieu de période à compter du 30 juin 2021, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée (cf. §5.3.2).

Flux normatif

Comme indiqué ci-avant, l'arrivée sur le marché de produits concurrents génériques devrait entrainer une baisse très significative des ventes à compter de 2035. Selon les estimations du management, la part de marché de la CBP devrait s'établir autour de 1,4% en 2039 et celle de la FPI autour de 1% à cette même date.

Malgré cette forte érosion des ventes, nous avons considéré une valeur terminale, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire dans la mesure où les ventes devraient poursuivre leur baisse, voire devenir nulles, au-delà de 2039.

Un taux de croissance à l'infini de 0% a été appliqué au flux normatif, reflétant les conditions de marché défavorables qui prévaudront au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires compte tenu de l'arrivée de concurrents génériques.

Le flux normatif a été construit sur la base du résultat opérationnel attendu en 2039, sans considérer de baisse des prix de vente.

Le taux d'impôt normatif correspond à celui en vigueur dans le canton de Genève soit 13,99%, et la variation de BFR normative a été considérée comme nulle.

Taux d'actualisation

La Société n'étant pas endettée, nous avons retenu le coût des fonds propres pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce taux a été estimé à 14,7% sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de (0,16)% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 1 an calculée au 30 juin 2021 - Source : Banque de France) ;
- Une prime de risque du marché des actions de 8,29% (moyenne 1 an de la prime de risques Associés en Finance au 30 juin 2021) ;
- Un bêta désendetté (moyenne 1 an) des comparables de 1,26. Les comparables retenus sont présentés en Annexe. L'échantillon se compose de 4 sociétés biotechnologies matures complétées par des sociétés dites de « Tier 1 » à un stade de développement clinique avancé, c'est-à-dire en Phase 3 ;
- Une prime de taille de 4,4% (Source : DUFF&PHELPS), reflétant le risque additionnel de GENKYOTEX du fait de sa moindre taille par rapport aux sociétés de l'échantillon retenu pour la détermination d'un bêta sectoriel pertinent.

Nous n'avons pas considéré de prime spécifique liée au risque de financement, considérant que celui-ci serait assuré par CALLIDITAS.

Enfin, le risque d'échec étant pris en compte dans les probabilités de succès pour l'obtention des autorisations de mise sur le marché, il n'y a pas lieu d'en tenir compte dans le taux d'actualisation.

Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de GENKYOTEX ressort à 27 M€, dont seulement 7% résultent de la valeur terminale. Compte tenu de la trésorerie nette, le montant des fonds propres s'établit à environ 32 M€, soit 2,23€ par action GENKYOTEX.

Les sensibilités de la valeur par action GENKYOTEX à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et du taux de croissance à l'infini (de 0 point à +1,5 points, donc sans considérer de taux de croissance à l'infini négatif) sont présentées ci-après.

Figure 8 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

Croissance à l'infini (%)	Taux d'actualisation (%)				
	14,20%	14,45%	14,70%	14,95%	15,20%
1,5%	2,63	2,44	2,25	2,07	1,89
1,0%	2,63	2,43	**2,25**	2,06	1,89
0,5%	2,62	**2,43**	**2,24**	**2,06**	1,88
0,0%	2,61	**2,42**	2,23	**2,05**	1,88

Source : analyses FINEXSI

Nous avons également réalisé des analyses de sensibilité sur les principaux paramètres opérationnels du plan d'affaires, à savoir les probabilités de succès de mise sur le marché des produits en développement ainsi que la part de marché de la CBP.

Les sensibilités de la valeur par action GENKYOTEX à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et des probabilités de succès de mise sur le marché (de -2,5 points à +2,5 points) sont présentées ci-après.

Figure 9 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et des probabilités de succès de mise sur le marché pour la CBP

Probabilité de succès CBP : Phase 2/3 au marché	Taux d'actualisation (%)				
	14,20%	14,45%	14,70%	14,95%	15,20%
25,0%	3,26	3,05	2,85	2,65	2,46
23,8%	2,94	2,74	**2,54**	2,35	2,17
22,5%	2,61	**2,42**	2,23	**2,05**	1,88
21,3%	2,29	**2,11**	**1,93**	**1,75**	1,59
20,0%	1,97	1,79	1,62	1,45	1,29

Source : analyses FINEXSI

Figure 10 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et des probabilités de succès de mise sur le marché pour la FPI

Probabilités de succès FPI : Phase 2 au marché	Taux d'actualisation (%)				
	14,20%	14,45%	14,70%	14,95%	15,20%
17,7%	3,28	3,07	2,87	2,67	2,48
16,5%	2,95	2,75	**2,55**	2,36	2,18
15,2%	2,61	**2,42**	2,23	**2,05**	1,88
14,0%	2,28	**2,09**	**1,92**	**1,74**	1,58
12,7%	1,94	1,77	1,60	1,43	1,28

Source : analyses FINEXSI

Les sensibilités de la valeur par action GENKYOTEX à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point) et des parts de marché de la CBP (de -3 points à +3 points[37]) sont présentées ci-après.

Figure 11 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et des parts de marché de la CBP

Parts de marché de la CBP	Taux d'actualisation (%)				
	14,20%	**14,45%**	**14,70%**	**14,95%**	**15,20%**
17,0%	3,61	3,39	3,18	2,98	2,78
15,5%	3,11	2,91	**2,71**	2,52	2,33
14,0%	2,61	**2,42**	**2,23**	**2,05**	1,88
12,5%	2,11	**1,93**	**1,76**	**1,59**	1,43
11,0%	1,61	1,45	1,29	1,13	0,98

Source : analyses FINEXSI

Il ressort de la mise en œuvre de cette approche fait ressortir une valeur par action comprise entre 1,76€ et 2,71€ avec une valeur centrale de 2,23€. Le prix d'Offre extériorise une prime de +27,5% par rapport à cette dernière valeur.

5.4.2. Analyse des compléments de prix

Présentation des compléments de prix

Lors de l'OPAS, le prix proposé par l'Initiateur était assorti de trois droits à compléments de prix éventuels. Ces derniers avaient été initialement négociés avec les actionnaires cédants lors de l'acquisition du bloc de contrôle annoncée le 13 août 2020. Leur versement était conditionné à l'obtention des approbations réglementaires relatives à la commercialisation du SETANAXIB aux Etats-Unis ou en Europe, au plus tard le 11 décembre 2030. Les trois compléments de prix éventuels étaient les suivants :

- Complément de prix n°1 : 2,56€ en numéraire par action apportée à l'Offre (soit 30 M€ pour 100% des titres GENKYOTEX), si le SETANAXIB obtient une autorisation de commercialisation[38] aux Etats-Unis de la part de la FDA ;
- Complément de prix n° 2 : 1,28€ en numéraire par action apportée à l'Offre (soit 15 M€ pour 100% des titres GENKYOTEX), si le SETANAXIB obtient une autorisation de commercialisation[39] au sein de l'Union européenne de la part de la Commission européenne ;

[37] A partir de 2030 jusqu'en 2034.
[38] Quelle que soit l'application thérapeutique.
[39] Quelle que soit l'application thérapeutique.

- Complément de prix n° 3 : 0,85€ en numéraire par action apportée à l'Offre (soit 10 M€ pour 100% des titres GENKYOTEX), si le SETANAXIB obtient une autorisation de commercialisation aux Etats-Unis par la FDA ou au sein de l'Union européenne par la Commission européenne, pour le traitement spécifique de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1, sauf si les compléments de prix n°1 et n°2 sont versés à la suite de l'obtention d'une autorisation de commercialisation pour ces mêmes traitements.

Le principe de ces droits à compléments de prix est maintenu dans le cadre de la présente Offre, avec une valeur par action identique à celle proposée lors de l'OPAS. Leur montant global a en revanche évolué, passant de 55 M€ (pour les 3 compléments de prix) lors de l'OPAS à un montant théorique de 66 M€ dans le cadre la présente Offre, afin de tenir compte d'un nombre d'actions en circulation plus important suite à l'augmentation de capital d'environ 5,05 M€ intervenue en mars 2021. Toutefois, dans la mesure où l'Initiateur a lui-même souscrit à 2.243.550 actions lors de l'augmentation de capital de mars 2021, ces actions, qui n'ont pas été acquises auprès des actionnaires existants, mais souscrites, ne donneront pas droit au paiement des compléments de prix. Il en résulte que le montant total des compléments de prix se situera autour de 55,5 M€.

Ces modalités ont pour effet de prémunir les actionnaires minoritaires de la dilution liée à l'augmentation de capital de mars 2021, ce qui leur est favorable.

Cet ajustement du montant global des compléments de prix éventuels permet donc de conserver l'équité entre les actionnaires ayant apporté leurs actions à l'OPAS et ceux qui les apporteront à la présente Offre, dès lors que le montant unitaire des compléments de prix éventuels est identique entre les deux offres.

Analyse quantitative des droits à compléments de prix

Le versement des compléments de prix est conditionné à l'obtention de quatre approbations réglementaires relatives à la commercialisation du SETANAXIB, au plus tard le 11 décembre 2030. Au regard des produits actuellement développés par la Société, ces 4 événements peuvent se définir comme suit :

- Obtention d'une autorisation de commercialisation pour un traitement autre que le traitement de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1 aux Etats-Unis (« CBP $ ») ;
- Obtention d'une autorisation de commercialisation pour un traitement autre que le traitement de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1 en Europe (« CBP € ») ;
- Obtention d'une autorisation de commercialisation pour le traitement de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1 aux Etats-Unis (« FPI $ ») ;
- Obtention d'une autorisation de commercialisation pour le traitement de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1 en Europe (« FPI € »).

En fonction de la survenue de ces 4 événements, l'actionnaire de GENKYOTEX pourra recevoir 1, 2, ou bien 3 compléments de prix.

Il convient alors de déterminer pour chaque événement la probabilité de survenue avant le 11 décembre 2030 afin de déterminer une probabilité cumulée de combinaisons d'événements.

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Concernant la probabilité d'obtention d'une autorisation de commercialisation pour un traitement autre que le traitement de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1 aux Etats-Unis, nous avons considéré que, au regard des produits actuellement développés par la Société, il était peu probable que cet événement soit déclenché par un traitement autre que la CBP.

  Dès lors, nous avons retenu une probabilité d'occurrence identique à celle de notre évaluation DCF concernant la CBP à savoir 22,5%.

- Concernant la probabilité d'obtention d'une autorisation de commercialisation pour le traitement de la fibrose pulmonaire idiopathique ou du diabète de Type 1 aux Etats-Unis, nous avons retenu comme probabilité d'occurrence celle de notre évaluation DCF concernant la FPI à savoir 15,2%.

- Les phases d'essais par les sociétés de biotechnologie sont généralement effectuées de sorte qu'elles répondent aux exigences des autorités réglementaires aux Etats-Unis et en Europe. Il est de ce fait très probable que l'obtention d'une autorisation aux Etats-Unis se traduise par une autorisation en Europe.

  Nous avons donc considéré une probabilité conditionnelle, c'est-à-dire la probabilité d'obtenir une autorisation en Europe sachant qu'une probabilité a été obtenue aux Etats-Unis, forfaitaire de 90%.

- L'obtention des autorisations concernant la CBP et la FPI sont indépendantes.

Relevons enfin que ces compléments de prix seront éventuellement perçus dans un horizon de temps pouvant s'étendre sur une dizaine d'années (*i.e.* fin décembre 2030). Il convient donc de tenir compte d'un facteur d'actualisation :

- Par mesure de simplification, nous avons retenu comme durée d'actualisation une durée de 6 ans, correspondant à la période de développement de la CBP prise en compte dans notre DCF (la mise sur le marché de la FPI étant prévue un an plus tard, en 2027) ;

- Les compléments de prix ont été actualisés au même coût des fonds propres que celui retenu pour l'approche DCF, soit 14,7%.

Sur la base de ces paramètres, nous déterminons une valeur probabilisée et actualisée des compléments de prix de 0,59€, étant rappelé que le montant qui sera réellement perçu par l'actionnaire sera compris entre 0€[40] et 4,68€[41] par action, soit des montants complémentaires éventuels de l'ordre de 0% à 165% du prix de l'Offre.

[40] Cas où aucun des évènements n'intervient.

[41] Cas où tous les évènements interviennent (cf. tableau ci-après).

Tableau 13 - Calcul de la valeur des compléments de prix probabilisés et actualisés

Obtentions des approbations				Compléments de prix par action			Probabilisation des compléments de prix		
CBP $	CBP €	FPI $	FPI €	Complément de prix 1	Complément de prix 2	Complément de prix 3	Probabilité cumulée	Compléments de prix cumulés non actualisés	Compléments de prix probabilisés non actualisés
✓	✓	✓	✓	2,56	1,28	0,85	2,8 %	4,68	0,13
✓	✓	✓	✗	2,56	1,28	0,85	0,3 %	4,68	0,01
✓	✓	✗	✓	2,56	1,28	0,85	0,3 %	4,68	0,01
✓	✓	✗	✗	2,56	1,28	-	16,9 %	3,83	0,65
✓	✗	✓	✓	2,56	1,28	-	0,3 %	3,83	0,01
✓	✗	✓	✗	2,56	-	0,85	0,0 %	3,41	0,00
✓	✗	✗	✓	2,56	1,28	-	0,0 %	3,83	0,00
✓	✗	✗	✗	2,56	-	-	1,9 %	2,56	0,05
✗	✓	✓	✓	2,56	1,28	-	0,3 %	3,83	0,01
✗	✓	✓	✗	2,56	1,28	-	0,0 %	3,83	0,00
✗	✓	✗	✓	-	1,28	0,85	0,0 %	2,13	0,00
✗	✓	✗	✗	-	1,28	-	1,9 %	1,28	0,02
✗	✗	✓	✓	2,56	1,28	-	10,3 %	3,83	0,39
✗	✗	✓	✗	2,56	-	-	1,1 %	2,56	0,03
✗	✗	✗	✓	-	1,28	-	1,1 %	1,28	0,01
✗	✗	✗	✗	-	-	-	62,7 %	-	-
							Somme probabilisée		**1,34**
							facteur d'actualisation		*0,44*
							Compléments de prix probabilisés actualisés		**0,59**

✓ oui
✗ non

Source : analyses FINEXSI

Appréciation qualitative des compléments de prix

Sur la base des probabilités que nous avons retenues, notre analyse fait ressortir une probabilité de 62,7% que l'actionnaire ne reçoive aucun complément de prix, et de 37,3% pour qu'il en perçoive au moins un, auquel cas les compléments de prix reçus seront compris entre 1,28€ et 4,68€ par action GENKYOTEX (sans tenir compte de l'effet actualisation).

Relevons également que le recours à des compléments de prix est un procédé usuel pour une société biotechnologique comme GENKYOTEK, permettant aux vendeurs et aux acquéreurs de s'accorder sur un prix qui valorise le potentiel de la société, auquel s'ajoute une rémunération complémentaire en cas de succès futur, ce qui est favorable aux deux parties :

- l'acquéreur réduit son risque de surpayer la société si le potentiel ne se réalise pas, mais rétrocède au vendeur une partie de la création de valeur lorsqu'elle se produit.
- Le vendeur reste quant à lui intéressé au potentiel de développement,
    - quand bien même il a d'ores et déjà reçu un prix qui intègre le potentiel de développement de la société, et
    - qu'il n'a pas à supporter les risques liés aux coûts de développement, au cas d'espèce le financement des différentes phases de développement.

Nous rappelons également que ces mêmes compléments de prix éventuels ont été accordés aux cédants du bloc de contrôle ainsi qu'aux actionnaires ayant apporté leurs titres à l'OPAS. Les actionnaires qui apporteront à la présente Offre seront donc traités de façon strictement identique.

Ainsi, le prix d'Offre de 2,85€ extériorise une prime de +27,5% par rapport à la valeur centrale de notre modélisation DCF, et le prix d'Offre assorti de la valeur probabilisée et actualisée des droits de compléments de prix éventuels susmentionnés (soit de 3,44€ par action GENKYOTEX) extériorise une prime de +53,9% par rapport à la même valeur centrale de notre DCF. Nous rappelons que les probabilités de succès sont déjà appréhendées dans les flux du plan d'affaires et donc dans le prix d'Offre de 2,85€ par action.

5.4.3. Transactions récentes intervenues sur le capital de GENKYOTEX (à titre principal)

Acquisition du bloc de contrôle par CALLIDITAS

En juin 2019, GENKYOTEX a mandaté la banque STIFEL afin d'initier un processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale en vue d'un adossement de GENKYOTEX.

Le processus de recherche s'est déroulé en deux phases :

- Lors de la première phase, débutée en juin 2019, la banque STIFEL a contacté un nombre important de potentiels acquéreurs. Ce processus a abouti à l'entrée en négociations exclusives avec une société biopharmaceutique américaine. À l'issue de la phase de *due diligences*, celle-ci n'a cependant pas souhaité poursuivre le processus d'acquisition ;
- En mai 2020, un second processus de recherche a été initié dans un contexte plus favorable pour la Société (annonce de l'approbation de l'ANSM pour initier un essai clinique de Phase 1 avec le SETANAXIB à haute dose et poursuite des discussions avec la FDA et l'EMA sur la stratégie d'enregistrement du SETANAXIB dans la CBP). Le 10 juin 2020, la Société a reçu une offre de CALLIDITAS, formalisée dans un *Term-Sheet* non-engageant le 21 juin 2020. Les autres potentiels acquéreurs n'ayant pas surenchéri, GENKYOTEX et CALLIDITAS sont entrés en négociations exclusives le 16 juillet 2020.

La Société a annoncé le 13 août 2020, avant l'ouverture du marché, un accord portant sur l'acquisition par CALLIDITAS d'un bloc de contrôle représentant 62,66%[42] du capital et des droits de vote de GENKYOTEX, auprès de ses principaux actionnaires historiques, constitués de fonds d'investissement spécialisés dans les biotechnologies et de son équipe de direction[43], dans le cadre d'une transaction hors marché. Le *closing* de cette acquisition est intervenu le 3 novembre 2020.

La contrepartie en numéraire s'est établie à 2,80€ par action, minorée de certains frais de transaction pour un montant d'environ 0,07€ par action GENKYOTEX, soit 2,73€ par action. Ce montant était assorti de droits à compléments de prix non-transférables (sous réserve de certaines exceptions) payables en numéraire et conditionnés par l'obtention d'approbations réglementaires ou d'autorisations de mise sur le marché du SETANAXIB (cf. modalités détaillées ci-avant au §5.4.2).

[42] Sur la base du nombre total d'actions en circulation et des droits de vote de GENKYOTEX à cette date soit 11.548.562 actions.

[43] Les cédants du bloc sont ANDERA PARTNERS (25,3%), ECLOSION2 SA (12,1%), VESALIUS BIOCAPITAL (9,4%), NEOMED, (8,1%), N5 INVESTMENT AS (0,6%), WELLINGTON PARTNERS (4,2%), Elias PAPATHEODOROU (1,3%), Philippe WIESEL (1%) et Alexandre GRASSIN (0,6%). Ces pourcentages sont calculés sur la base du nombre total d'actions en circulation de GENKYOTEX à cette date soit 11.548.562 actions.

Nous considérons que l'acquisition du bloc majoritaire, intervenue au terme d'un processus compétitif, en vue d'un adossement de la Société, constitue une référence de valorisation pertinente des titres de la Société.

De plus, en leur qualité de membre de l'équipe de direction ou d'actionnaires historiques de la Société ayant une connaissance approfondie du secteur des biotechnologies, les cédants se trouvaient en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par CALLIDITAS. Le prix de 2,80€ par action, assorti de droits à compléments de prix, constitue donc une référence de valorisation des titres GENKYOTEX.

Pour information, dans le cadre de l'acquisition du bloc de contrôle, la Société a réalisé une accélération de la période d'acquisition des stock-options du plan de juin 2020. L'intégralité des 187.612 stock-options attribuées en juin 2020 par le Conseil d'administration ont ainsi été exercées le 3 novembre 2020 par leurs détenteurs à un prix de 2,30€, induisant une augmentation de capital de 188 k€ augmentée d'une prime d'émission de 244 k€, et l'émission de 187.612 actions ordinaires.

OPAS initiée par CALLIDITAS

En suite de l'acquisition du bloc de contrôle conclue le 3 novembre 2020, CALLIDITAS a déposé auprès de l'AMF un projet d'OPAS obligatoire portant sur l'ensemble des titres GENKYOTEX non encore détenus, aux mêmes conditions que celles de l'acquisition du bloc, soit un prix de 2,80€ par action, auquel s'ajoutent des droits à compléments de prix (cf. §5.4.2).

Les actionnaires minoritaires ont dans ce cadre apporté 2.885.161 titres GENKYOTEX, représentant environ 65% des titres visés par l'OPAS.

À la clôture de l'OPAS, le 16 décembre 2020, CALLIDITAS détenait 10.121.676 actions GENKYOTEX soit 86,24% du capital et des droits de vote théoriques de GENKYOTEX.

Il convient de préciser qu'après la clôture de l'OPAS, l'Initiateur a acquis 337.950 actions GENKYOTEX hors marché en janvier et février 2021, puis 12.890 actions en mai 2021, aux mêmes conditions que celles de l'OPAS, soit un prix de 2,80€ par action auquel s'ajoutent des droits à compléments de prix.

Augmentation de capital de mars 2021

Le 1er mars 2021, la Société a annoncé le lancement d'une augmentation de capital avec maintien du DPS afin de financer la poursuite de ses activités jusqu'à fin juin 2021.

Le montant maximum de l'augmentation de capital était d'environ 5,05 M€ avec un prix de souscription de 2,15€ par action. Le prix de l'OPR-RO extériorise une prime de +32,6% par rapport à ce prix de souscription.

À l'issue de la période de souscription, la Société a levé environ 5,05 M€ (prime d'émission incluse), se traduisant par la création de 2.347.234 actions nouvelles.

CALLIDITAS a souscrit à 2.243.550 actions nouvelles représentant 95,56% des actions émises dans le cadre de cette augmentation de capital, portant ainsi sa participation au capital de GENKYOTEX à 90,20%.

Synthèse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Tableau 14 - Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Transactions récentes intervenues sur le capital		Date	Prix	Prime offerte résultant du prix d'Offre de 2,85€	Prime offerte résultant du prix d'Offre de 2,85€ assorti de la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix soit 3,44€ par action Genkyotex
	Augmentation de capital d'environ 5,05 M€	Mars 2021	2,15 €	32,6%	60,0%
Hors compléments de prix	Acquisition de titres hors marché OPAS obligatoire Acquisition du bloc de contrôle	Post OPAS Août 2020 Août 2020	2,80 €	1,8%	n/a
Pour information :					
Avec compléments de prix	*Acquisition de titres hors marché* *OPAS obligatoire* *Acquisition du bloc de contrôle*	*Post OPAS* *Août 2020* *Août 2020*	*2,80€ +* *0,59€ =* *3,39€*	*n/a*	*1,5%*

Source : analyses FINEXSI

Ainsi, le prix d'Offre de 2,85€ extériorise des primes comprises entre +1,8% et +32,6% par rapport aux prix des différentes transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.

En intégrant la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix susmentionnée, soit 0,59€ par action, les primes s'établissent dans une fourchette plus large comprise entre +1,5% et +60,0%.

5.4.4. La référence au cours de bourse de la Société (à titre secondaire)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidités suffisants.

Les actions de GENKYOTEX sont cotées sur le compartiment C du marché réglementé EURONEXT à Paris et Bruxelles depuis le 8 avril 2014. Nous rappelons que la Société a procédé, le 29 mars 2019, à un regroupement d'actions sans effet sur la valeur des titres détenus par les actionnaires, en combinant 10 actions anciennes de GENKYOTEX (Code ISIN : FR0011790542 – GKTX) pour une action GENKYOTEX nouvellement créée (Code ISIN : FR0013399474 – GKTX).

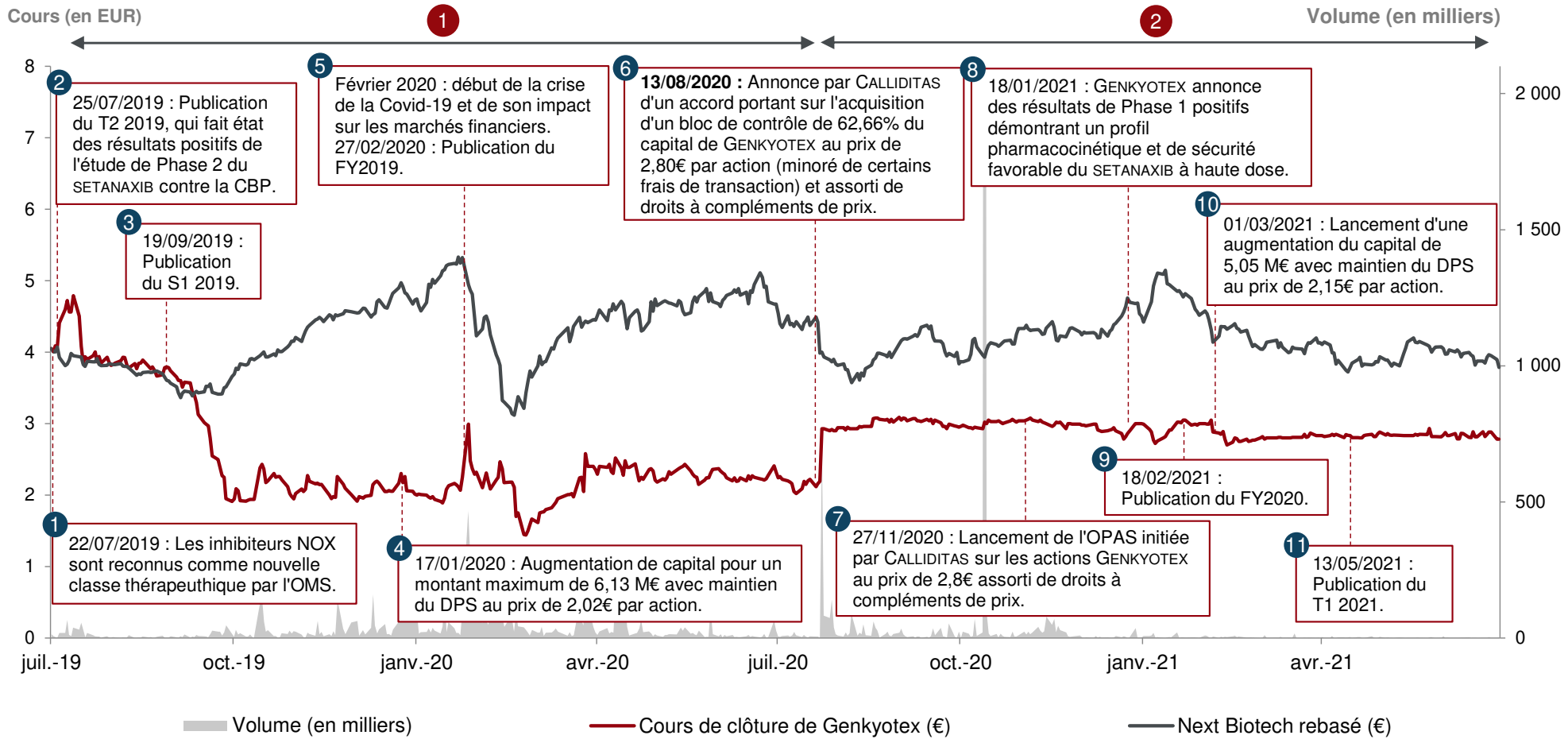
Nous avons analysé le cours de bourse de GENKYOTEX sur les 24 derniers mois précédant l'annonce de la présente Opération soit entre mi-juillet 2019 et le 27 juillet 2021.

L'indice sectoriel de référence utilisé est le NEXT BIOTECH dans lequel figure GENKYOTEX.

Evolution du cours de bourse du titre GENKYOTEX

L'évolution du cours de bourse du titre sur une période de 24 mois est présentée ci-après :

Figure 12 - Evolution du cours de bourse du titre GENKYOTEX sur deux ans au 27 juillet 2021



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Nous distinguons deux phases d'évolution du cours de bourse sur les deux années qui précèdent la date d'annonce de l'Opération le 28 juillet 2021. La première phase identifiée s'étend de mi-juillet 2019 au 12 août 2020, veille de l'annonce de l'accord portant sur l'acquisition du bloc de 62,66% du capital de GENKYOTEX par CALLIDITAS au prix de 2,80€ (hors droits à compléments de prix). La deuxième phase, du 13 août 2020 au 27 juillet 2021, reflète quant à elle les effets de l'annonce de l'acquisition du bloc et de l'entrée au capital de CALLIDITAS qui en résulte.

1. Sur la période de 13 mois précédant l'annonce de l'acquisition du bloc de contrôle, l'évolution du cours de bourse de GENKYOTEX a été principalement rythmée par la publication de résultats, les effets de la crise de la Covid-19 et l'augmentation de capital de février 2020.

   Le cours de bourse de GENKYOTEX a progressé de +17,1% entre le 22 juillet et le 2 août 2019 suite à la reconnaissance par l'OMS des inhibiteurs NOX comme nouvelle classe thérapeutique ***(n°1)*** et à la publication des conclusions favorables de l'essai de Phase 2 du SETANAXIB (GKT-831) dans le traitement de la cholangite biliaire primitive (CBP) ***(n°2)***. Suite à cette annonce, le titre atteint son plus haut niveau sur la période analysée à 4,79€ le 2 août 2019.

   Entre cette dernière date et l'annonce de l'augmentation de capital mi-janvier 2020, le cours de bourse de GENKYOTEX s'inscrit dans une tendance baissière, notamment après la publication des résultats du premier semestre 2019 le 19 septembre 2019 ***(n°3)***. Sur cette période, le cours du titre GENKYOTEX recule de -39,5%, passant de 3,8€ à 2,3€ par action, en raison notamment de la détérioration progressive de la trésorerie brute dont font état les publications de la Société du 24 octobre 2019[44] et du 16 janvier 2020[45]. Celle-ci s'établit à 2,4 M€ au 31 décembre 2019, en baisse de 10,3 M€ par rapport au 31 décembre 2018.

   Le 17 janvier 2020 avant ouverture du marché, la Société annonce le lancement d'une augmentation de capital avec maintien du DPS d'un montant maximum de 6,13 M€ ***(n°4)*** afin de poursuivre le développement clinique du SETANAXIB dans plusieurs indications fibrotiques (CBP, FPI, DKD, etc.). GENKYOTEX lève finalement 4,9 M€ le 6 février 2020, ce qui est favorablement accueilli par le marché, le cours de bourse passant de 2,1€ à cette date à 3,0€ le 17 février 2020.

   Néanmoins, cette hausse du cours a été rapidement corrigée par l'impact de la crise de la Covid-19 sur les marchés financiers à partir du 21 février 2020, suivie par la publication des résultats de l'exercice 2019 le 27 février 2020 ***(n°5)***. Le cours du titre GENKYOTEX a reculé de -37,9% entre le 21 février 2020 et le 17 mars 2020, date à laquelle il a atteint son point le plus bas sur les 24 derniers mois à 1,4€. Après cette date, le cours de bourse de GENKYOTEX a connu une reprise progressive, à l'instar du marché, pour s'établir à 2,2€ le 12 août 2020.

   Ainsi, sur cette première période, le cours du titre GENKYOTEX extériorise une baisse de -47,2%, alors que l'indice NEXT BIOTECH fait état d'une hausse de +24,8%.

[44] Communiqué de presse du 24/10/2019 : « *GENKYOTEX fait le point sur son activité et publie sa trésorerie au 30 septembre 2019* ».
[45] Communiqué de presse du 16/01/2020 : « *GENKYOTEX fait le point sur son activité et publie sa trésorerie brute au 31 décembre 2019* ».

2. La hausse de 31,8% du cours de bourse entre le 12 août et le 13 août 2020 est à mettre en regard de l'annonce de l'acquisition du bloc de contrôle ***(n°6)***. Les différentes annonces de la Société intervenues postérieurement au 13 août 2020 ont eu un impact limité sur le cours de bourse de GENKYOTEX :

   - Le 27 novembre 2020 ***(n°7)***, CALLIDITAS a lancé une OPAS obligatoire sur les titres de GENKYOTEX au prix de 2,80€ par action assorti de droits à compléments de prix, à l'issue de laquelle CALLIDITAS détenait 86,24% du capital de GENKYOTEX ;

   - La Société a annoncé le 18 janvier 2021 ***(n°8)*** des résultats de Phase 1 positifs concernant le SETANAXIB ;

   - Le 18 février 2021, la Société a publié les résultats annuels de l'exercice 2020 ***(n°9)***, faisant état d'une trésorerie brute de 1,6 M€ au 31 décembre 2020, permettant à GENKYOTEX d'avoir une visibilité financière jusqu'à début mars 2021 ;

   - GENKYOTEX a annoncé le 1er mars 2021 ***(n°10)*** une augmentation de capital avec maintien du DPS d'un montant d'environ 5,05 M€. Le produit de cette opération répond aux besoins de la Société jusqu'à fin juin 2021, et permet notamment de financer la R&D ainsi que la préparation d'une étude de phase 2/3 du SETANAXIB à haute dose dans la CBP ;

   - La Société a publié le 13 mai 2021 les résultats du premier trimestre 2021 ***(n°11)*** qui présentent une trésorerie brute de 3,8 M€ au 31 mars 2021.

Depuis l'annonce de l'OPR-RO le 28 juillet 2021, le cours de bourse de GENKYOTEX a évolué entre 3,06€ et 3,09€ sur la période du 29 juillet au 6 août 2021, puis il a fortement progressé à 3,72€ le 9 août 2021 à l'annonce de l'octroi par la FDA d'une désignation *Fast Track* pour le SETANAXIB dans la CBP, avant de baisser les jours suivants pour s'établir à 3,24€ à la clôture du 16 août 2021.

La Société nous a confirmé que l'obtention de la désignation *Fast Track* ne modifie pas, selon elle, les hypothèses sous-tendant le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux.

Analyse de la liquidité du titre GENKYOTEX

Nous considérons que le cours de bourse est affecté depuis le 13 août 2020, date à laquelle la Société a annoncé (avant bourse) un accord pour l'acquisition par CALLIDITAS d'un bloc de contrôle de 62,66%. Pour ces raisons, nous retenons l'analyse de la liquidité à la clôture du 12 août 2020 et présentons à titre purement informatif la même analyse avant l'annonce de la présente Opération intervenue le 28 juillet 2021, soit jusqu'au 27 juillet 2021.

Sur la base du cours de GENKYOTEX non affecté au 12 août 2020, les CMPV, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Tableau 15 - Analyse des CMPV avant annonce de l'acquisition du bloc de 62,66% du capital de GENKYOTEX

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 2,85€	Volumes échangés (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (12/8/2020)	2,19	+30 %	2	2	4	4	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CMPV 1 mois	2,24	+27 %	11	236	24	528	0,1 %	2,0 %	0,2 %	5,1 %
CMPV 60 jours	2,30	+24 %	13	771	30	1 770	0,1 %	6,7 %	0,3 %	16,7 %
CMPV 3 mois	2,30	+24 %	14	920	33	2 114	0,1 %	8,0 %	0,3 %	18,3 %
CMPV 6 mois	2,31	+23 %	38	4 839	89	11 196	0,3 %	41,9 %	0,8 %	94,7 %
CMPV 12 mois	2,27	+25 %	33	8 532	76	19 403	0,3 %	73,9 %	0,8 %	199,9 %
CMPV 24 mois	4,05	(30)%	23	11 636	92	47 125	0,2 %	100,8 %	0,6 %	323,7 %
Plus haut 12 mois (15/8/2019)	3,94	(28)%								
Plus bas 12 mois (17/3/2020)	1,44	+98 %								
Plus haut 24 mois (29/8/2018)	16,60	(83)%								
Plus bas 24 mois (17/3/2020)	1,44	+98 %								

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

L'analyse de la liquidité du titre sur la période analysée appelle de notre part les observations suivantes :

- Sur les 6 mois antérieurs au 12 août 2020, le volume cumulé des actions GENKYOTEX échangées est d'environ 4,8 millions de titres, soit environ 38 milliers de titres par jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 41,9%, et la rotation du capital flottant à 94,7% ;

- Sur une période d'observation de 12 mois, le volume cumulé des actions GENKYOTEX échangées est d'environ 8,5 millions de titres, soit environ 33 milliers de titres par jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 73,9%, et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 199,9%.

Ces constats démontrent une liquidité importante du titre avant le 12 août 2020. Cependant, dans la mesure où la date de référence (12 août 2020) est relativement ancienne, nous retenons cette référence du cours de bourse à titre secondaire, étant précisé qu'entre cette date et la date d'annonce de l'OPR-RO (le 28 juillet 2021), la liquidité et les évolutions du cours GENKYOTEX sont limitées (cf. ci-dessous).

Sur la base du cours de clôture du 12 août 2020 et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre extériorise respectivement des primes de +30% et de +24%. Le prix d'Offre assorti de la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix susmentionné (soit de 3,44€ par action GENKYOTEX) fait ressortir des primes de respectivement +57% et +50% par rapport au cours de clôture du 12 août 2020 et au CMPV 60 jours.

À titre d'information, nous présentons ci-après les CMPV, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent au 27 juillet 2021, veille de l'annonce de l'OPR-RO.

Tableau 16 - Analyse des CMPV avant annonce de la présente OPR-RO

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 2,85€	Volumes échangés (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyens	Cumulés	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (27/7/2021)	2,78	+3 %	0	0	1	1	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CMPV 1 mois	2,76	+3 %	2	35	5	98	0,0 %	0,3 %	0,2 %	4,3 %
CMPV 60 jours	2,80	+2 %	2	94	5	262	0,0 %	0,7 %	0,2 %	11,4 %
CMPV 3 mois	2,80	+2 %	2	104	5	292	0,0 %	0,7 %	0,2 %	12,7 %
CMPV 6 mois	2,84	+0 %	2	299	7	848	0,0 %	2,1 %	0,2 %	27,7 %
CMPV 12 mois	2,94	(3)%	42	10 569	123	31 122	0,3 %	75,1 %	1,6 %	395,1 %
CMPV 24 mois	2,67	+7 %	38	19 314	101	51 654	0,3 %	137,2 %	1,1 %	560,9 %
Plus haut 12 mois (21/9/2020)	3,09	(8)%								
Plus bas 12 mois (31/7/2020)	2,02	+41 %								
Plus haut 24 mois (2/8/2019)	4,79	(41)%								
Plus bas 24 mois (17/3/2020)	1,44	+98 %								

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les 60 jours antérieurs au 27 juillet 2021, le volume cumulé des actions GENKYOTEX échangées est d'environ 94 milliers de titres, soit environ 2 milliers de titres par jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 0,7%, et la rotation du capital flottant à 11,4%.

Sur les 6 mois antérieurs au 27 juillet 2021, le volume cumulé des actions GENKYOTEX échangées est d'environ 299 milliers de titres, soit environ 2 milliers de titres par jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 2,1%, et la rotation du capital flottant à 27,7%.

La liquidité et la rotation du flottant s'établissent donc à des niveaux très faibles, démontrant une absence de liquidité du titre depuis la réalisation de l'OPAS.

En ce qui concerne les synergies

Nous rappelons que la prime de contrôle s'apprécie généralement par rapport au cours de bourse.

Le prix d'Offre extériorise une prime de contrôle de 0,66€ (soit +30,1%) sur le cours de bourse *Spot* avant annonce de l'acquisition du bloc de contrôle par CALLIDITAS le 13 août 2020. Les synergies opérationnelles attendues de l'Opération ne sont pas chiffrées par l'Initiateur qui indique toutefois qu'elles seront très limitées dans la mesure où les produits développés par GENKYOTEX et CALLIDITAS ainsi que leurs stades d'avancement sont différents.

Il existe par ailleurs des synergies de coûts correspondant au retrait de la cote des actions GENKYOTEX, estimées par la Société à 830 k€ par an et intégrées dans les flux du plan d'affaires.

6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés au §1.5 du projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Accord de liquidité

En application de l'article L. 225-185 du Code de commerce et du plan d'attribution d'options de souscriptions d'actions de la Société en date du 4 juin 2020, Monsieur Elias PAPATHEODOROU, Directeur Général de la Société, a l'obligation de conserver au nominatif les deux tiers des 70.000 actions issues de l'exercice de ses options, soit 46.667 actions, jusqu'à la cessation de ses fonctions.

Dans ce cadre, Monsieur Elias PAPATHEODOROU et l'Initiateur ont conclu, le 2 novembre 2020, un accord de liquidité sous la forme de promesses croisées d'achat et de vente. Ces promesses sont exerçables par chacune des parties dans un délai de 15 jours ouvrés suivant la cessation des fonctions de Monsieur Elias PAPATHEODOROU. Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente est égal au prix proposé par l'Initiateur lors de l'OPAS de novembre 2020, soit 2,80€ par action GENKYOTEX augmenté des droits à compléments de prix.

Les conditions de l'accord de liquidité sont donc strictement identiques à celles proposées à l'ensemble des actionnaires lors de l'OPAS. De plus, quand bien même le prix de la présente Offre (2,85€) est supérieur à celui de l'OPAS (2,80€), nous relevons que le prix d'exercice des promesses fixé dans l'accord de liquidité n'a fait l'objet d'aucun ajustement ou rehaussement.

Le maintien des conditions de l'accord de liquidité conclu préalablement au lancement de l'OPAS n'est donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

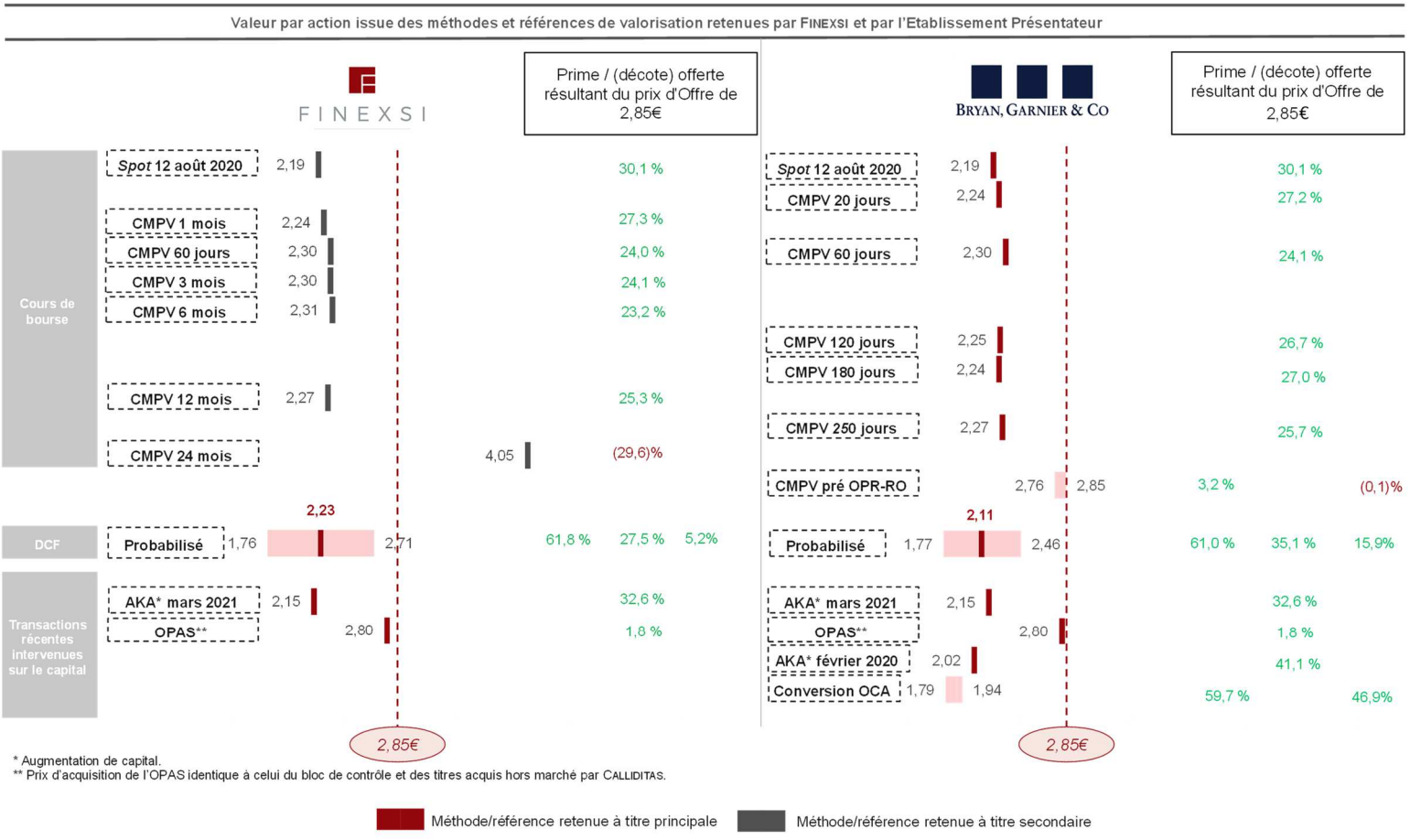
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement Présentateur

L'Etablissement Présentateur, BRYAN, GARNIER & CO, a préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'Etablissement Présentateur pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après, étant précisé que nous présentons uniquement les primes et décotes extériorisées par le prix d'Offre non assorti de la valeur probabilisée et actualisée des compléments de prix éventuels, dans la mesure où cette dernière est équivalente pour les deux parties (cf. §7.2.2) :

Figure 13 - Comparaison des travaux de valorisation de FINEXSI et de l'Etablissement Présentateur



Source : projet de note d'information et analyses FINEXSI

7.1. Méthodes et références d'évaluation

Pour la valorisation de GENKYOTEX, l'Etablissement Présentateur a retenu les méthodes et références suivantes à titre principal : (i) l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, (ii) les transactions récentes sur le capital de la Société ainsi que (iii) l'analyse du cours de bourse.

Nous avons pour notre part considéré les mêmes méthodes et références que celles retenues par l'Etablissement Présentateur, à la seule différence que nous présentons la référence au cours de bourse à titre secondaire.

L'Etablissement Présentateur a, tout comme nous l'avons fait, écarté les méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué, des transactions comparables, des comparables boursiers, la référence aux objectifs de cours des analystes ainsi que l'actualisation des dividendes.

7.2. Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

7.2.1. Données de références

Ajustements et passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur a retenu une trésorerie nette de 1,3 M€ au 30 juin 2021, après prise en compte des dettes financières courantes et non courantes[46] relatives à l'application de la norme IFRS 16. FINEXSI, pour sa part, a retenu une trésorerie nette de 1,5 M€ sans tenir compte des dettes de loyers dans la mesure où le plan d'affaires du management s'entend avant application de cette norme.

Par ailleurs, les ajustements de l'Etablissement Présentateur sont les mêmes que FINEXSI, bien que certains montants soient différents. Le principal écart concerne le contrat SIIL, que nous retenons pour sa valeur nette comptable (2.664 k€ au 30 juin 2021) alors que BRYAN, GARNIER & CO ne retient que 50% de celle-ci.

Il est à noter que les déficits fiscaux reportables suisses ont été traités dans les flux du plan d'affaires de la même manière par FINEXSI et l'Etablissement Présentateur.

Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par l'Etablissement Présentateur est identique à celui de FINEXSI et s'établit à 14.074.165 actions. Il correspond au nombre total d'actions composant le capital de la Société, soit 14.083.408 actions, diminué des 9.243 actions auto-détenues au 30 juin 2021, étant rappelé que les instruments dilutifs en circulation sont en dehors de la monnaie.

7.2.2. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Analyse du plan d'affaires

Les analyses de FINEXSI et de BRYAN, GARNIER & CO se basent sur le même plan d'affaires « *standalone* » 2021 – 2039 établi par le management et approuvé par le Conseil d'administration de GENKYOTEX du 28 juillet 2021. Les probabilités de succès retenues pour chacun des scénarios envisagés sont de ce fait identiques pour les deux parties.

Les flux du plan d'affaires retenus par BRYAN, GARNIER & CO dans leur modélisation DCF n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part.

[46] Au 31 décembre 2020.

Concernant les hypothèses financières

Nous avons, tout comme l'Etablissement Présentateur, considéré un taux de croissance à l'infini nul dans la mesure où le brevet du SETANAXIB expire en 2034.

Concernant le taux d'actualisation, l'Etablissement Présentateur retient un taux d'actualisation de 15%, tandis que celui de FINEXSI s'établit à 14,7%.

Analyse des sensibilités et résultats

L'Etablissement Présentateur et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action GENKYOTEX aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation avec des pas de sensibilité différents.

FINEXSI a également mené une analyse de sensibilité de la valeur par action GENKYOTEX aux probabilités de succès de mise sur le marché du SETANAXIB dans les deux principales indications, la CBP et la FPI, ainsi qu'aux parts de marché dans la CBP.

La valeur par action au 30 juin 2021 retenue par BRYAN, GARNIER & CO s'établit dans une fourchette comprise entre 1,77€ et 2,46€, avec une valeur centrale de 2,11€ par action GENKYOTEX.

Pour FINEXSI, la valeur par action GENKYOTEX s'établit dans une fourchette plus large compte tenu des différentes analyses de sensibilité réalisées, soit entre 1,76€ et 2,71€, avec une valeur centrale de 2,23€ par action.

Analyse des compléments de prix

De la même manière que FINEXSI, l'Etablissement Présentateur a retenu pour l'évaluation des compléments de prix une approche probabiliste qui repose sur les probabilités de survenue des événements déclenchant leur versement.

Comme indiqué ci-avant, les mêmes probabilités de mise sur le marché du SETANAXIB dans la CBP et la FPI que celles sur lesquelles reposent notre modélisation DCF, ont été retenues à savoir respectivement 22,5% et 15,2%.

La mise en œuvre de cette méthode par l'Etablissement Présentateur diffère de la nôtre sur les points suivants :

- BRYAN, GARNIER & CO suppose que l'obtention d'une autorisation aux Etats-Unis implique nécessairement l'obtention d'une autorisation en Europe, et réciproquement, quand nous avons retenu des scénarios dans lesquels une obtention pouvait être obtenue dans une de ces zones, mais pas dans l'autre, avec toutefois une probabilité conditionnelle de 90% ;

- Les compléments de prix ont été actualisés sur la base des taux retenus pour l'approche DCF, soit 15% pour BRYAN, GARNIER & CO et 14,7% pour notre part. L'actualisation de ces compléments de prix repose par ailleurs sur des durées différentes. En effet, nous avons retenu un même horizon de temps de 6 ans pour l'obtention des deux autorisations, tandis que l'Etablissement Présentateur retient une période de 6 années avant l'obtention de l'autorisation de commercialisation du traitement contre la CBP et de 7 années pour le traitement contre la FPI.

Il est à noter que ces différences se compensent dans la mesure où nous obtenons la même valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix éventuels, soit 0,59€ par action.

7.2.3. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Nous retenons les mêmes transactions récentes intervenues sur le capital de la Société, à savoir l'acquisition du bloc de contrôle de la Société, l'OPAS qui en a découlé, l'acquisition de titres GENKYOTEX hors marché après l'OPAS (ces 3 transactions ayant été réalisées au même prix de 2,80€ par action) ainsi que l'augmentation de capital de mars 2021.

L'Etablissement Présentateur retient par ailleurs l'augmentation de capital d'un montant de 4,9 M€ intervenue en février 2020, au prix unitaire de 2,02€, ainsi que la conversion par YORKVILLE, entre le 4 novembre 2019 et le 15 janvier 2020, des 160 OCABSA en sa possession à des prix d'exercice compris entre 1,79€ et 1,94€ par action GENKYOTEX.

Il est à noter que nous ne retenons pas ces deux dernières références que nous considérons comme trop anciennes, car intervenues antérieurement à l'acquisition du bloc de contrôle.

7.2.4. Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par l'Etablissement Présentateur n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Il est à noter toutefois que l'Etablissement Présentateur retient l'analyse des cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 12 août 2020 à titre principal, que nous avons également retenue mais à titre secondaire. Comme l'Etablissement Présentateur, nous présentons à titre informatif la même analyse avant annonce de la présente OPR-RO au 27 juillet 2021.

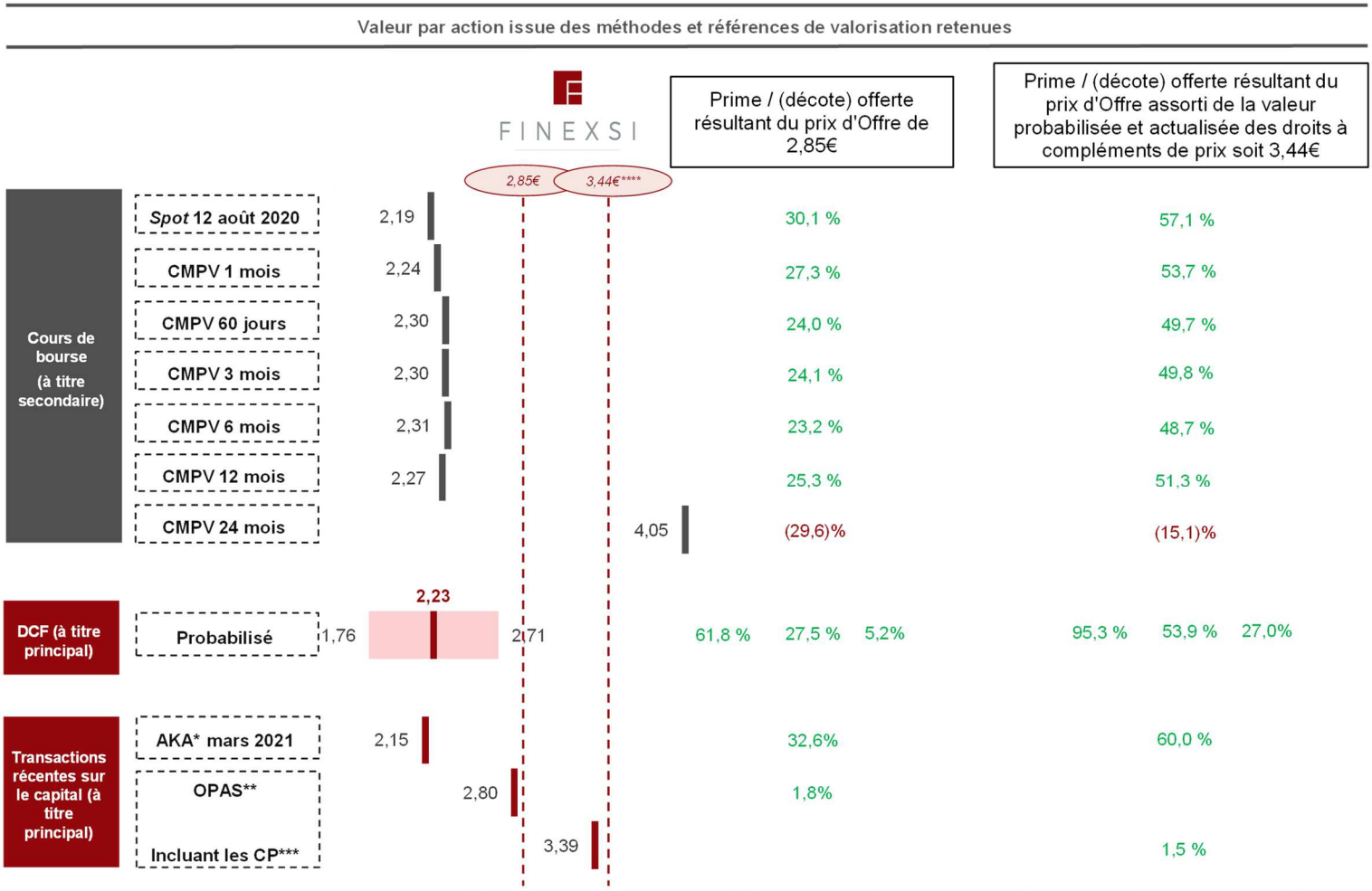
Les faibles écarts extériorisés s'expliquent par le choix des périodes analysées. En effet, l'Etablissement Présentateur fait référence au cours de bourse de GENKYOTEX sur une période de 20 jours de cotation, 60 jours, 120 jours, 180 jours et 250 jours de cotation. FINEXSI présente une analyse des cours moyens pondérés par les volumes du titre GENKYOTEX sur 1 mois, 60 jours, 3 mois, 6 mois, 12 mois et 24 mois précédant la date de référence retenue à titre secondaire (12 août 2020).

8. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

8.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation de GENKYOTEX

À l'issue de nos travaux, nous observons que le prix d'Offre fait apparaître les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes et références que nous avons jugées pertinentes, étant précisé que nous avons tenu compte de la totalité du prix d'Offre, soit le prix de 2,85€ payé en numéraire au moment de la livraison ainsi que la valeur optionnelle des éventuels compléments de prix que nous avons estimée à 0,59€, soit une valeur totale de 3,44€ par action.

Figure 14 - Synthèse de nos travaux d'évaluation



* Augmentation de capital d'environ 5,05 M€
** Prix d'acquisition de l'OPAS identique à celui du bloc de contrôle et des titres acquis hors marché par CALLIDITAS post OPAS
*** Prix d'acquisition incluant la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix éventuels (Source : rapport BM&A)
**** Incluant la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix éventuels selon notre analyse (0,59€)

Source : analyses FINEXSI

8.2. Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

En ce qui concerne le prix d'Offre

La présente Offre Publique de Retrait qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire est proposée à l'ensemble des actionnaires de GENKYOTEX au prix de 2,85€ par action, assorti de droits à compléments de prix éventuels.

Ce prix est supérieur au prix d'acquisition par l'Initiateur du bloc de contrôle de 62,66% du capital de la Société en novembre 2020, ainsi qu'à celui de l'OPAS clôturée en décembre 2020, étant rappelé que le prix d'acquisition du bloc de contrôle constitue une référence directe et pertinente, car il est le résultat (i) d'un processus ouvert et concurrentiel de recherche d'une nouvelle structure actionnariale et (ii) d'une négociation entre parties indépendantes et spécialisées dans le secteur.

En ce qui concerne les approches d'évaluation retenues, nous considérons la méthode du DCF probabilisé, c'est-à-dire tenant compte des probabilités d'obtention des autorisations de mise sur le marché des produits en fonction de leur stade actuel de développement, comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action GENKYOTEX. Sur la base du plan d'affaires du management et de nos analyses de sensibilités, ce critère fait ressortir une valeur par action comprise entre 1,76€ et 2,71€, avec une valeur centrale de 2,23€. Le prix d'Offre de 2,85€ par action GENKYOTEX extériorise une prime de +27,5% par rapport à cette valeur centrale. Quant au prix d'Offre assorti de la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix éventuels, soit 3,44€ par action, celui-ci extériorise une prime de +53,9% par rapport à la valeur centrale du DCF.

Sur ces bases, le prix d'Offre donne la pleine valeur aux actionnaires minoritaires sans qu'ils aient à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires qui se caractérise par une série d'hypothèses reflétant les ambitions du management, mais susceptibles d'évolutions significatives, difficilement appréhendables à ce jour dans un contexte de marché concurrentiel, et qui sous-tend un besoin de financement d'environ 140 M€ assuré par CALLIDITAS. Il est à noter que les synergies de cet adossement devraient être limitées, au-delà des synergies de coûts correspondant au retrait de la cote des actions GENKYOTEX qui ont été intégrées dans les flux du plan d'affaires, ce qui est favorable aux actionnaires minoritaires.

Concernant la référence au cours de bourse, la présente Offre extériorise une prime de +30% par rapport au cours *Spot* avant annonce de l'acquisition du bloc de contrôle par CALLIDITAS et de +24% sur la base du CMPV 60 jours. Quant au prix d'Offre assorti de la valeur probabilisée et actualisée des droits à compléments de prix éventuels, soit 3,44€ par action, celui-ci extériorise des primes de respectivement +57% et +50% par rapport au cours de clôture du 12 août 2020 et au CMPV 60 jours

Enfin, grâce aux compléments de prix éventuels dont la valeur optionnelle est estimée à 0,59€ par action, l'actionnaire reste intéressé aux succès futurs de la Société, ce qui lui est pleinement favorable dans la mesure où les probabilités de succès sont déjà appréhendées dans les flux du plan d'affaires. Nous rappelons que ces mêmes compléments de prix éventuels par action ont été accordés aux cédants du bloc de contrôle ainsi qu'aux actionnaires ayant apporté leurs titres à l'OPAS.

En ce qui concerne les accords connexes

L'accord de liquidité conclu entre l'Initiateur et Monsieur Elias PAPATHEODOROU ne fait pas apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire de 2,85€ par action GENKYOTEX, assorti de droits à compléments de prix éventuels chacun, sont équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire de GENKYOTEX.

Fait à Paris le 17 août 2021

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Maxime ROGEON
Senior Manager

Olivier COURAU
Associé

PJ : Annexes

9. Annexes

9.1. Description des transactions comparables identifiées

Tableau 17 - Sélection de transactions intervenus dans le secteur ces 5 dernières années

Date de clôture	Cible	Pays	Secteur	Spécialisation	Phase	Acquéreur	% acquis	VE (m CURR)
21/09/2020	Formation Biologics Inc.	Etats-Unis	Biotechnologie	Produits bio thérapeutiques pour le traitement du cancer et des maladies fibrotiques	Phase 2a	Bristol-Myers Squibb Company	100%	n/a
07/01/2020	PharmAkea, Inc.	Etats-Unis	Biotechnologie	Fibrose pulmonaire idiopathique (FPI), oncologie	Phase 2a et 2b	Galecto, Inc	100%	17
13/02/2020	Promedior, Inc.	Etats-Unis	Biotechnologie	Fibrose pulmonaire idiopathique (FPI), fibrose hépatique	Phase 2	Roche Holding AG	100%	1390
12/11/2019	Dova Pharmaceuticals, Inc.	Etats-Unis	Produits pharmaceutiques	Maladies hépatiques chroniques	Commercialisation	Swedish Orphan Biovitrum AB (SOBI)	100%	869
25/09/2019	ATXCo, Inc.	Etats-Unis	Technologie de la santé	FPI, NASH, PBC, maladies rénales chroniques	Phase 1	Blade Therapeutics, Inc.	100%	n/a
12/07/2019	Spitfire Pharma, Inc.	Etats-Unis	Produits pharmaceutiques	NASH, FPI	Phase 1	Altimmune, Inc.	100%	n/a
31/12/2018	Jecure Therapeutics, Inc.	Etats-Unis	Biotechnologie	NASH, fibroses hépatiques, maladies auto-immunes	n.d	Genentech, Inc.	100%	n/a
20/08/0218	INIM Pharma AB	Suède	Produits pharmaceutiques	Fibrose pulmonaire idiopathique (FPI)	Phase 1 et 2	Vicore Pharma Holding AB	100%	102
10/04/2018	Baliopharm AG	Suisse	Biotechnologie	Maladies hépatiques chroniques, maladies inflamatoires	Phase 1	PROMETHERA Biosciences S.A./N.V.	100%	n/a
11/12/2017	Ocera Therapeutics, Inc	Etats-Unis	Produits pharmaceutiques	Encéphalopathie hépatique	Phase 2	MAK LLC	100%	107
13/10/2017	Levrett plc	Angleterre	Biotechnologie	Fibrose pulmonaire idiopathique (FPI), oncologie	Stade préclinique et Phase 1	nuformix ltd	100%	n/a
26/08/2016	Akarna Therapeutics Limited	Angleterre	Bio pharmaceutique	NASH, maladies hépatiques chroniques	Stade préclinique	Allergan plc	100%	50

Sources : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, analyses FINEXSI

9.2. Description des comparables boursiers retenus pour le calcul du beta

Pour les raisons détaillées ci-avant (cf. §5.1.5), nous n'avons pas retenu la méthode des comparables boursiers dans le cadre de nos travaux.

Nous avons déterminé un échantillon de sociétés comparables plus matures que GENKYOTEX en termes de développement et de diversification de leurs produits (ci-après « Echantillon de sociétés matures »).

Nous avons également identifié d'autres sociétés comparables notamment en ce qui concerne le domaine d'application des produits que celles-ci développent et les pathologies, mais avec un stade de développement clinique plus avancé que celui des produits développés par GENKYOTEX *i.e.* au moins en Phase 3 (ci-après « Echantillon de Tier 1 à un stade avancé » que nous distinguons de l'échantillon précédent).

9.2.1. Echantillon de sociétés matures

Les quatre sociétés appartenant à l'échantillon de sociétés matures sont les suivantes :

- **ZEALAND PHARMA A/S** est une société danoise de biotechnologie dont la recherche et le développement est axé autour de médicaments à base de peptides, principalement utilisés dans le cadre de maladies métaboliques, gastrointestinales et rares. La société dispose d'un médicament en phase d'enregistrement (traitement contre l'hypoglycémie sévère). Les traitements dédiés à l'obésité, au diabète de type 2 et à la NASH sont quant à eux en Phase 2 de développement clinique ;

- **IDORSIA LTD** est une société biopharmaceutique suisse dont le développement clinique couvre de nombreux domaines thérapeutiques : les maladies du systèmes nerveux, cardiovasculaires, les troubles immunologiques, les maladies orphelines, etc. La société compte douze programmes de développement de produits candidats différents, aux applications variées (insomnie, hypertension, lupus, maladie de Fabry, troubles du stockage lysosomal, etc.) Parmi ces produits candidats, cinq ont déjà atteint ou passé la Phase 3 de développement clinique ;

- **ARGENX SE** est une société néerlandaise spécialisée en immunologie. La société développe cliniquement de nombreux traitements aux applications diversifiées, parmi lesquelles on peut citer les maladies myasthénie grave généralisée (gMG), purpura thrombopénique immunologique (ITP) ou encore polyneuropathie inflammatoire démyélinisante chronique (CIDP). Six produits candidats d'ARGENX SE ont atteint ou dépassé la Phase 3 de développement clinique, tandis que trois d'entre eux sont encore en Phase 1 ;

- **GENMAB A/S** est une société danoise de biotechnologie spécialisée dans le développement d'anticorps thérapeutiques destinés aux traitements des cancers. La société réalise des programmes de recherche portant sur un large éventail d'indication oncologiques : myélome multiple, leucémie, cancer des ovaires, tumeurs solides, etc. Elle dispose en outre de deux produits en cours de commercialisation, et d'un produit ayant été approuvé par les autorités compétentes. Etant donné le nombre et la diversité de ses produits candidats, GENMAB A/S est présente sur l'ensemble du cycle de développement clinique de traitements médicaux, de la phase préclinique à la commercialisation du médicament.

9.2.2. Echantillon de Tier 1 à un stade avancé

Les sociétés appartenant à l'échantillon de Tier 1 à un stade avancé que nous retenons sont les suivantes :

- **GALMED PHARMACEUTICALS LTD.** est une société biopharmaceutique israélienne dont le principal produit candidat (ARAMCHOL™) vise à traiter certaines pathologies hépatiques, et plus particulièrement la pathologie NASH, la fibrose hépatique et les inflammations hépatiques. Pour ce produit, la société conduit actuellement des essais cliniques de Phase 3 ;

- **GENFIT SA** est une société biopharmaceutique française œuvrant pour le développement de traitements destinés aux maladies cholestatiques et métaboliques chroniques du foie. GENFIT SA est impliquée sur trois principaux champs thérapeutiques : le traitement de la Cholangite biliaire primitive (CBP), le diagnostic de la NASH et le traitement des fibroses induites par la NASH. La société est en Phase 3 de développement clinique de son traitement contre la CBP et en Phase 2 pour ce qui est du traitement des fibroses ;

- **CYMABAY THERAPEUTICS, INC.** est une société biopharmaceutique américaine spécialisée dans le développement de traitements contre les maladies hépatiques chroniques. L'entreprise dispose notamment d'un programme ciblant la Cholangite biliaire primitive (CBP) en Phase 3 de développement clinique, ainsi qu'un programme dédié au traitement de la NASH, actuellement en Phase 2 d'étude clinique ;

- **INVENTIVA S.A.** est une société française développant des produits thérapeutiques dans les domaines des fibroses, des maladies lysosomales et de l'oncologie. Le principal candidat médicament de la société (le « lanifibranor »), actuellement en Phase 3, exerce une activité anti-fibrotique et anti-inflammatoire, et est utilisé dans le traitement contre la NASH. La société opère également d'autres programmes de recherche visant les indications de *psoriasis* et de mucopolysaccharidoses (MPS), respectivement en Phase 2 et 3 de développement ;

- **INTERCEPT PHARMACEUTICALS, INC.** est une société américaine spécialisée dans un large panel de maladies hépatiques. Parmi les indications couvertes par les produits développées par la société, on peut citer la cholangite biliaire primitive (CBP), la fibrose et la cirrhose causées par la NASH. INTERCEPT PHARMACEUTICALS, INC. Dispose d'un développement clinique à un stade plutôt avancé, trois de ses cinq programmes de recherche ayant ainsi passé la Phase 3 de développement ;

- **MADRIGAL PHARMACEUTICALS, INC.** est une société américaine spécialisée dans le développement de traitements destinés à un large spectre de maladies hépatiques et cardiométaboliques. La société développe notamment le produit candidat « RESMETIROM » (MGL-3196), qui vise à traiter la NASH avec et sans fibrose induite. Ce traitement a connu des résultats positifs et encourageants lors de son étude de Phase 2, et est désormais en Phase 3 de développement clinique.

9.3. Présentation de FINEXSI et de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- commissariat aux comptes ;
- acquisitions et cessions d'entreprises ;
- apports et fusions ;
- évaluation et expertise indépendante ;
- assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil [1]
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Rothschild & Co
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)	-
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourrelier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners

[1] : si différent de la banque présentatrice

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 85 k€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

1 – Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission.

2 – Identification des risques et orientation de la mission.

3 – Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables.

4 – Appréciation du contexte spécifique de l'Opération :

- échanges avec le management de la Société et le Comité *ad hoc* en charge de la supervision de nos travaux ;
- échanges avec les conseils de la Société.

5 – Analyse de l'opération et de la documentation juridique afférente.

6 – Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société.

7 – Mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de GENKYOTEX qui comprend notamment :

- l'analyse des risques et opportunités identifiés pour GENKYOTEX, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- l'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
- l'analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
- l'analyse de l'évolution du cours de bourse ;
- l'examen de la performance financière historique de GENKYOTEX ;
- l'analyse des comptes, du budget et du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- la modélisation DCF, intégrant les probabilités de succès des candidats médicaments ;
- des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- l'identification des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant, quand bien même ces méthodes n'ont pas été retenues.

8 - Analyse et évaluation des compléments de prix proposés aux actionnaires de la Société.

9 - Analyse du projet de note d'information, et en particulier des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre.

10 - Analyse du projet de note en réponse.

11- Réunions avec le Comité *ad hoc* en charge de la supervision de nos travaux.

12 – Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur.

13 – Revue indépendante.

14 – Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude

2 juillet 2021	Désignation de FINEXSI en qualité d'Expert indépendant par le Conseil d'administration de GENKYOTEX
7 juillet 2021	Réunion de travail avec l'établissement présentateur sur le contexte de l'Opération et sur les sujets de valorisation
Juillet 2021	Collecte de l'information publique disponible Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de nos bases de données financières CAPITAL IQ et MERGERMARKET notamment
Juillet 2021	Mise en œuvre de l'évaluation multicritères des actions GENKYOTEX
21 juillet 2021	Premier point d'étape avec le Comité *ad hoc* et le management sur la stratégie et le plan d'affaires de la Société
22 juillet 2021	Réunion de travail avec l'établissement présentateur
23 juillet 2021	Second point d'étape avec le Comité *ad hoc* et le management de la Société
3 août 2021	Réunion de travail avec l'Initiateur sur la stratégie et les perspectives à court et moyen terme
6 août 2021	Revue indépendante du rapport
9 août 2021	Troisième point d'étape avec le Comité *ad hoc* et le management de la Société
16 août 2021	Quatrième point d'étape avec le *Comité ad hoc* et le management et présentation du projet finalisé d'attestation d'équité au *Comité Ad Hoc*
17 août 2021	Réception des lettres d'affirmation signées par GENKYOTEX et CALLIDITAS
17 août 2021	Remise de notre attestation d'équité au Conseil d'administration de GENKYOTEX

Liste des principales personnes rencontrées ou contactées

GENKYOTEX

- Monsieur Elias PAPATHEODOROU, Directeur Général ;
- Madame Hanna-Kaisa BORINI, Directrice Financière.

Comité *ad hoc* de GENKYOTEX

- Monsieur Elmar SCHNEE, Président du Conseil d'administration ;
- Madame Laura LAUGHLIN, membre indépendant ;
- Monsieur Guy EIFERMAN, membre indépendant.

MCDERMOTT WILL & EMERY, conseil juridique de GENKYOTEX

- Monsieur David REVCOLEVSCHI, Associé ;
- Madame Mirela POPSTOEVA, Avocat à la Cour ;
- Madame Théa DELHAYE, Juriste.

CALLIDITAS, Inititateur

- Madame Renee AGUIAR-LUCANDER, CEO ;
- Monsieur Jonathan SCHUR, Group General Counsel.

BRYAN, GARNIER & CO, établissement présentateur

- Monsieur Romain ELLUL, Director M&A ;
- Monsieur Mickael DUBOURD, Vice-Président M&A ;
- Monsieur Cosme ROSELLINI, Vice-Président ECM/M&A ;
- Monsieur Rémi NEGRE, Associate M&A ;
- Monsieur Jonathan PAVILLARD, Analyste M&A.

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Principales informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « corporate » de GENKYOTEX ;

- Plan d'affaires 2021-2039 établi par le management et approuvé par le Conseil d'administration de GENKYOTEX du 28 juillet 2021 ;
- Etudes de marché ;
- Documentation juridique relative à l'acquisition du bloc de contrôle par CALLIDITAS ;
- Rapport d'évaluation de GENKYOTEX préparé par l'établissement présentateur ;
- Projet de note d'information et de note en réponse ;
- Notes d'analystes.

Informations de marché

- Communication financière et opérationnelle de GENKYOTEX (Documents d'Enregistrement Universels et rapports financiers semestriels) sur les exercices 2015 à 2021 ;
- Communication de GENKYOTEX relative à l'Opération ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, etc. ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, FMI, BANQUE DE FRANCE.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Monsieur Olivier COURAU (Associé) et Monsieur Maxime ROGEON (Senior Manager), ont notamment été assistés de Monsieur Julien BIANCIOTTO (Evaluateur et modélisateur) et de Monsieur Arthur LANDES (Associate) ainsi que d'une équipe d'analystes.

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, associé du cabinet, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- la revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- la revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- la revue des documents permettant le fondement de l'opinion des signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les signataires.

Lettre de mission

FINEXSI
A l'attention de Monsieur Olivier COURAU
14, rue de Bassano
75116 PARIS

Paris, le 2 juillet 2021

Cher Monsieur,

GENKYOTEX est un groupe franco-suisse biopharmaceutique issu du regroupement en 2017 de GENTICEL et GENKYOTEX. Le groupe est spécialisé dans la recherche et le développement de traitements appartenant à une nouvelle classe thérapeutique, les thérapies NOX. Ces thérapies reposent sur l'inhibition sélective des enzymes NOX (NADPH Oxydase), qui amplifient de nombreux processus pathologiques tels que les fibroses, l'inflammation, l'évolution du cancer et la neuro-dégénérescence.

A ce jour, le candidat médicament dont le stade de développement est le plus avancé est le *Setanaxib* (molécule GKT-831), qui agit en tant qu'inhibiteur des enzymes NOX 1 et 4. Le *Setanaxib* a été testé lors d'essais cliniques de Phase 2 pour le traitement de la cholangite biliaire primitive et la néphropathie diabétique (DKD). Des essais de phase 2 initiés par des chercheurs indépendants sont également en cours dans la néphropathie diabétique (DKD) et la fibrose pulmonaire idiopathique (IPF).

La Société a annoncé en janvier 2021 qu'elle prévoit de lancer un essai pivot et potentiellement d'enregistrement de Phase 2/3 du *Setanaxib* chez des patients atteints de CBP au cours du second semestre 2021, le protocole final de l'essai étant sujet aux commentaires de la Food and Drug Administration (FDA).

En août 2020, le groupe suédois CALLIDITAS THERAPEUTICS a acquis, hors marché, un bloc d'actions représentant environ 62,7% du capital et des droits de vote théoriques de GENKYOTEX, auprès de ses principaux actionnaires et de son équipe de direction au prix de 2,80€ par action en numéraire, auquel s'ajoutent des droits à compléments de prix conditionnés par l'obtention d'approbations réglementaires ou d'autorisations de mise sur le marché du S*etanaxib*.

Suite à cette acquisition, CALLIDITAS THERAPEUTICS (« l' Initiateur ») a déposé en novembre 2020 un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ou « OPAS ») sur le solde des actions GENKYOTEX non détenues, aux mêmes conditions que celles de l'acquisition

Genkyotex SA
218 avenue Marie Curie
Forum 2-Archamps Technopole
74166 St Julien en Genevois
France

de bloc, et envisageait, le cas échéant, de demander la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

À l'issue de l'OPAS close le 11 décembre 2020, CALLIDITAS THERAPEUTICS détenait 86,64% du capital et des droits de vote théoriques de GENKYOTEX. Les conditions requises n'étant pas remplies, l'Initiateur n'a pas pu demander la mise en œuvre du Retrait Obligatoire

En mars 2021, la Société a réalisé une augmentation de capital d'un montant de 5,05 M€ avec maintien du droit préférentiel de souscription, au prix de 2,15 € par action. A l'issue de cette augmentation de capital, souscrite à titre réductible et irréductible par CALLIDITAS THERAPEUTICS, cette dernière détenait 90,2% du capital et des droits de vote théoriques de GENKYOTEX.

Dans ce contexte, il est envisagé le lancement par CALLIDITAS THERAPEUTICS d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur l'intégralité des titres de la société GENKYOTEX non détenus à ce jour (« l'Offre »).

Dans ce cadre, un comité ad hoc a été constitué par le conseil d'administration de Genkyotex (le « Comité ad hoc ») avec pour mission, notamment, de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant chargé de remettre au Conseil, en cas d'Offre un rapport sur les conditions financières de cette dernière, et de suivre ses travaux. Celui-ci vous a recommandé au conseil d'administration qui vous a désigné le 2 juillet 2021.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le comité ad hoc.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera dans le cadre de l'Offre en la [] remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des tires GENKYOTEX qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

Genkyotex SA
218 avenue Marie Curie
Forum 2-Archamps Technopole
74166 St Julien en Genevois
France

- 261-1 I 1° dans la mesure où la société cible est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre ;
- 261-1 I 2° en raison de l'existence d'accords avec l'Initiateur susceptibles d'affecter l'indépendance des dirigeants de la Société ; et
- 261-1 II en raison de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Calendrier indicatif envisagé pour l'opération

Votre Mission s'inscrira dans le calendrier indicatif suivant :

5 juillet 2021 :	Début de la Mission
Semaine du 19 juillet 2021 :	Date envisagée pour le dépôt par l'initiateur de la note d'information
6 août 2021 :	Remise de votre projet de rapport finalisé
Semaine du 9 août 2021 (10 août 2021 envisagé) :	Remise du rapport définitif Conseil d'Administration de GENKYOTEX pour émettre son avis motivé sur le projet d'Offre
Semaine du 9 août 2021 :	Dépôt du projet de note en réponse (soit au minimum 15 jours de négociations post dépôt de l'Offre par l'initiateur)
7 septembre 2021 :	Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir la Mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minium s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le comité ad hoc ;

Genkyotex SA
218 avenue Marie Curie
Forum 2-Archamps Technopole
74166 St Julien en Genevois
France

- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...) ;

- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;

- L'examen de l'incidence des accords existants avec l'Initiateur susceptibles d'affecter l'indépendance des dirigeants de la Société sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément à l'alinéa 2 de l'article 261-1 I du règlement général précité ;

- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;

- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt et moyens humain et matériels pour l'accomplissement de la Mission

Sur la base des informations que vous avez portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08, telle que modifiée le 10 février 2020, relative à l'expertise indépendante.

Sur la base des informations que vous avez portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI dispose de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de la Mission dans le calendrier envisagé, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à la Mission.

Nous comprenons enfin que FINEXSI ainsi que ses associés adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivant de son Règlement Général.

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

Elias Papatheodorou
Directeur Général

Hanna-Kaisa Borini
Directeur Financier

Genkyotex SA
218 avenue Marie Curie
Forum 2-Archamps Technopole
74166 St Julien en Genevois
France