

Maurice MEYARA
42, Avenue Raymond Poincaré
75116 PARIS

Philippe ROUER
47, Rue de Chaillot
75116 PARIS

**Experts-Comptables
Commissaires aux Comptes**

EXONHIT THERAPEUTICS SA

**RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
SUR L'APPORT DE TITRES
DE LA SOCIETE REDPATH INTEGRATED PATHOLOGY Inc. (Delaware-USA)
DETENUS PAR
DIVERS APPORTEURS
A LA SOCIETE EXONHIT THERAPEUTICS SA**

Assemblée Générale Extraordinaire du 28 juin 2010

Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris
en date du 8 mars 2010

Ce document comporte 23 pages

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris, en date du 8 mars 2010, concernant l'apport devant être effectué par les **Appporteurs** à votre société, **ExonHit Therapeutics SA**, nous avons établi le présent rapport prévu par l'article **L. 225-147** du Code de Commerce.

Les conditions du présent apport ont été arrêtées dans la « Convention d'apport de titres de la société **Redpath Integrated Pathology, Inc** » (la **Convention**) signée le **26 avril 2010** par les représentants des **Appporteurs** et **ExonHit Therapeutics SA**. La **Convention** transpose en langue française une partie des termes d'un document en langue anglaise intitulé « *Combination agreement* » (le **Protocole d'Accord**) lui-même signé et daté du **26 avril 2010** : il s'agit des dispositions relatives à l'opération d'apport proprement dite.

Il nous appartient d'**exprimer** une **conclusion** sur le fait que la **valeur des apports n'est pas surévaluée**. A cet effet, nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission ; cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports, augmentée de la prime d'apport.

Dans un rapport distinct et conformément aux dispositions de l'article L. 236-10 du Code de Commerce, nous rendons également compte de notre **appréciation** du **caractère équitable de la rémunération** de l'apport envisagé dans le cadre de la présente opération.

A aucun moment, nous nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nous avons accompli notre mission conformément aux dispositions de l'article **L. 225-147** du Code de Commerce, et vous prions de trouver ci-après, nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

- 1 – Présentation de l'opération et description des apports
- 2 – Diligences et appréciation de la valeur des apports
- 3 – Conclusion

1.- PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

1.1- Description de l'opération

L'opération envisagée par les dirigeants des deux parties, ExxonHit Therapeutics SA (**ExonHit**) d'une part et Redpath Integrated Pathology, Inc. (**RedPath**) d'autre part, vise à l'acquisition de 100% des titres de **RedPath** par **ExonHit**, directement ou indirectement. A cet effet, l'apport des titres **RedPath** objet du présent rapport précèdera, s'il est approuvé, une fusion triangulaire inverse ou « *reverse triangular merger* », qui aboutira à la détention par ExxonHit Acquisition Corp., filiale US à 100% à constituer par **ExonHit**, de l'intégralité des titres de **RedPath**.

Les Apporteurs sont tous titulaires d'une catégorie de titres de la société **RedPath** intitulés en droit US « *Series B Convertible Preferred Stocks* », (**Actions B**), ce qui leur confère au regard de la législation américaine la possibilité de participer à une opération d'apport de titres en tant qu'investisseurs accrédités (« *accredited investors* »). Les **Apporteurs** apporteraient à votre société 679 669 des **Actions B** qu'ils détiennent.

Les actionnaires de **RedPath** titulaires d'actions intitulées en droit US « *Common stocks* » (**Actions ordinaires**) ne pouvant apporter leurs titres à l'opération car étant des actionnaires non accrédités « *non accredited investors* » au sens de la loi de l'Etat du Delaware, il leur est proposé un achat pur et simple par voie de paiement en espèces, tout comme les titulaires de « *Series A Convertible Preferred Stocks* » (**Actions A**) et les titulaires d'**Actions B** non apportées. Cet achat en espèces est assorti d'une clause du **Protocole d'Accord** fixant les conditions et modalités de versement d'un complément de prix en fonction de la réalisation d'objectifs futurs.

Les conditions générales de l'opération sont en grande masse les suivantes, avant application éventuelle de la clause de complément de prix :

- Valeur des titres faisant l'objet d'un rachat pur et simple (paiement en espèces) : 12,5 M\$ US
 - Valeur des titres apportés et rémunérés par l'émission d'actions nouvelles de **ExonHit** : 10,0 M\$ US
- Valeur de 100% des titres **RedPath** :* 22,5 M\$ US

La clause de complément de prix trouvant à s'appliquer consiste au versement d'un montant maximum de 9,5 M\$ US en 2012 et 2013 aux actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres et sous condition de réalisation d'objectifs de ventes.

Ainsi au total, si la clause de complément de prix trouve à s'appliquer dans son intégralité, l'acquisition de 100% de **RedPath** représentera un prix de 32 M\$ US dont le paiement sera réparti entre 2010, 2012 et 2013.

Il est donc envisagé que les **Apporteurs**, actionnaires habilités à procéder par apport, fassent apport à **ExonHit** de 679 669 des **Actions B** qu'ils détiennent représentant 25,42% du capital et des droits de vote de **Redpath**.

L'apport, évalué globalement à 10 000 000 \$ US, soit 8 370 302 € au cours du 7 juin 2010, sera rémunéré par l'émission de 2 834 412 actions nouvelles de **ExonHit** au nominal de 0,016 €.

Ainsi donc, les **Apporteurs** et **ExonHit** ont conclu et signé, le 26 avril 2010, la **Convention** aux termes de laquelle, notamment :

- les **Apporteurs** se sont engagés à consentir à **ExonHit** l'apport de 679 669 **Actions B** qu'ils détiennent, soit 25,42 % du capital de **Redpath**,
- les **Apporteurs** recevront, en rémunération de leur apport, 2 834 412 actions **ExonHit** soit une augmentation du capital social de **ExonHit** de 45 350,59 €, représentant 7,95 % du capital de **ExonHit** après réalisation de la présente opération. La prime d'apport s'élèverait ainsi à 8 324 951,49 €.

1.1.1- Société bénéficiaire des apports

La société ExonHit Therapeutics SA (**ExonHit**) est une société anonyme à Conseil de Surveillance et Directoire de droit français ayant son siège au 63-65 boulevard Masséna 75013 PARIS - FRANCE au capital de 525 150,11 € divisé en 32 821 882 actions de 0,016 € de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Elle est immatriculée sous le numéro 414 488 171 au registre du commerce et des sociétés de Paris et ses actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris.

ExonHit a pour objet social en France et à l'étranger l'exercice de toutes activités commerciales et scientifiques touchant au domaine des biotechnologies, et, plus généralement, toutes opérations commerciales, industrielles, financières ou autres se rattachant directement ou indirectement à l'objet social.

Son activité principale réside dans le développement et la commercialisation de médicaments et de tests diagnostiques dont la plateforme technologique est fondée sur l'ARN.

1.1.2- Société dont les titres sont apportés

La société Redpath Integrated Pathology, Inc. (**RedPath**) est une société soumise au droit de l'Etat du Delaware et dont le siège social est situé aux Etats-Unis 1313 N. Market Street, Suite 5100, Wilmington, 19801, County of Newcastle DE 19801 et dont les bureaux sont situés aux Etats-Unis, 2515 Liberty Avenue Pittsburgh, PA 15222.

Son capital social s'élève à la date de l'opération qui vous est proposée à 2 673,56 \$US divisé en actions de trois catégories :

- 1 137 343 « *Series A Convertible Preferred Stocks* » (**Actions A**) de 0,001 \$US de valeur nominale,
- 725 287 “*Series B Convertible Preferred Stocks*” (**Actions B**) de 0,001 \$US de valeur nominale,
- 810 932 “*Common Stocks*” (**Actions ordinaires**) de 0,001 \$US de valeur nominale.

Les **Actions B** et les **Actions A**, en deuxième rang après les **Actions B**, bénéficient de droits de préférence sur les **Actions ordinaires** :

- en matière de distribution de dividendes puisqu'elles bénéficient du droit à un dividende prioritaire annuel égal à 8% de leur prix d'émission quel que soit le résultat de la société, alors que les **Actions ordinaires** ne reçoivent des dividendes que sur décision du **Board of Directors** et peuvent ne pas se voir attribuer de dividendes tant que les **Actions A** et **Actions B** n'ont pas été converties,
- en matière de droits de vote, de remboursement et de liquidation.

RedPath a pour objet social aux USA et à l'étranger l'exercice de toutes activités compatibles avec la législation de l'Etat du Delaware sur les sociétés commerciales.

Elle réalise des opérations commerciales et scientifiques touchant au domaine des biotechnologies, et a pour activité principale de faciliter le diagnostic de pathologies principalement dans le domaine du cancer. Elle commercialise des tests diagnostiques dont la plateforme technologique est fondée sur l'ADN.

1.1.3- Les apporteurs

Les **Appporteurs** sont au nombre de 6. Il s'agit des entreprises américaines suivantes dont cinq exercent l'activité de gestion de fonds privés :

	<u>Actions B apportées</u>
(1) Commerce Health Ventures, L.P. , une <i>limited partnership</i> de droit américain dont le siège social est sis Radnor Financial Center, 555 E. Lancaster Avenue, Suite 520, Radnor, PA 19087, Etats-Unis d'Amérique, représentée par Brian Murphy, <i>General Partner Apporteur</i> de.....	326 505
(2) CID Equity Capital VIII, L.P. , une <i>limited partnership</i> de droit américain dont le siège social est sis CID Capital, Inc. Fund VIII, 180 E. Broad St., Columbus, Ohio, 43215, Etats-Unis d'Amérique, représentée par Peter Kleinhenz, <i>Class A Member, Apporteur</i> de.....	102 362

(3)	Seneca Health Partners L.P. I , une <i>limited partnership</i> de droit américain dont le siège social est sis 300 Park Street, Suite 400, Birmingham, Michigan, 48009, Etats-Unis d'Amérique, représentée par Rajesh Kothari, <i>Managing Director</i> de Seneca Partners, Inc., elle-même <i>Sole Member</i> de Seneca Partners GP, LLC, elle-même <i>General Partner</i> de Seneca Health Partners L.P. I, Apporteur de.....	111 010
(4)	HMA Capital Partners, LLC , une <i>limited liability company</i> de droit américain dont le siège social est sis 120 N. Washington Square, Ste. 705, Lansing, Michigan, 48933, Etats-Unis d'Amérique, représentée par Jay Rosen, <i>Manager</i> , Apporteur de.....	65 006
(5)	Infexion Fund, L.P. , une <i>limited partnership</i> de droit américain dont le siège social est sis 12565 Research Parkway, Suite 300, Orlando, Florida 32826, Etats-Unis d'Amérique, représentée par Charles Resnick, <i>Managing Partner</i> d'Infexion Partners, LLC, elle-même <i>Manager</i> d'Infexion Capital, LLC, elle-même <i>General Partner</i> d'Infexion Fund,L.P., Apporteur de	65 226
(6)	Dennis M. Smith, Jr. Irrevocable Trust , un <i>trust</i> de droit américain dont le siège social est sis 4185 State Road 16, St. Augustine, Florida, 32092, Etats-Unis d'Amérique, représentée par Julia Benner Smith, <i>Trustee</i> , Apporteur de	9 560
	Total d'Actions B apportées.....	679 669

1.1.4- Motivations de l'opération d'apport

L'opération a pour objectif de permettre à **ExonHit** de développer son activité de diagnostic moléculaire en devenant propriétaire de la technologie et du savoir-faire de **RedPath** développés autour de l'ADN et complémentaires de la technologie et du savoir-faire de **ExonHit** elle-même basée sur l'ARN. Une fois réalisée, elle permettra à **ExonHit**, de renforcer sa présence aux Etats-Unis d'Amérique, premier marché mondial du diagnostic moléculaire représentant 55% du marché mondial, et d'accélérer le calendrier de sa pénétration sur ce marché. En sens inverse, **RedPath** bénéficiant des synergies résultant du

rapprochement avec **ExonHit** pourra pénétrer le marché européen, d'une taille proche du marché américain, dont elle est absente aujourd'hui.

1.2- Nature, évaluation et rémunération des apports

1.2.1- Nature des apports

L'apport d'actions détenues par les **Apputeurs** effectué à **ExonHit** portera sur 679 669 actions représentant 25,42% du capital et des droits de vote de **Redpath**.

Ces actions, apportées en pleine propriété, sont librement cessibles et libres de tout gage ou nantissement.

1.2.2- Evaluation des apports

A. - Rappel historique :

RedPath est une société jeune puisqu'elle a été constituée en 2004. Basée à Pittsburgh, en Pennsylvanie, elle est spécialisée dans le diagnostic moléculaire des cancers. Elle a rapidement obtenu un succès technique et commercial avec sa plateforme technologique moléculaire PathFinder TG dont le remboursement pour le cancer du pancréas par « *Medicare* » a été autorisé en 2007. Ce succès est resté néanmoins limité régionalement avec un nombre de patients réduit. Récemment la société a mis au point et lancé une version « enrichie » de son test moléculaire pancréatique, sous le nom de « *pancreatic cyst vertical* » dont les retombées commerciales sont escomptées à compter de 2010. Grâce aux investissements réalisés, **RedPath** a développé un laboratoire, animé aujourd'hui par une trentaine de chercheurs, qui constitue un actif technologique stratégique puisqu'il est certifié **CLIA** (*Clinical Laboratory Improvement Amendment*) par le **CAP** (*College of American Pathologists*).

Sous son précédent management, **RedPath** a réalisé en 2007 et 2008 des investissements lourds afin de structurer ses opérations en anticipant un fort développement, sous la forme d'équipements de laboratoires, de bureaux et de développements informatiques. Le développement des ventes attendu ne s'est pas produit, affecté notamment par une

disposition légale de 2007, connue sous le nom d'« *Archive Specimen Rule* » qui a sévèrement réglementé les relations entre les laboratoires et les médecins hospitaliers : c'est, entre autres pour cette raison, que le chiffre d'affaires a stagné au cours des exercices 2007 à 2009. Mais on peut souligner que le positionnement de PathFinder TG sur son marché n'était pas adéquat et que le management d'origine, après avoir réussi à lancer la société et finaliser le développement de PathFinder TG, n'a pas été en mesure de mettre en œuvre le déploiement stratégique de **RedPath** avec succès.

Une nouvelle Direction a été installée courant 2009 : composée de personnalités reconnues et expérimentées dans le domaine de la stratégie marketing et des produits biotechnologiques elle a pu analyser la situation, définir un plan stratégique, améliorer le fonds de roulement et explorer des pistes de développement technique et commercial, avec notamment l'accélération de l'extension du test pancréatique, le « *Pancreas Cyst Vertical* » et la préparation du lancement de nouveaux produits, et ouvrir le sujet de l'adossement à un partenaire.

B. - Situation actuelle de **RedPath**

B.1. - On peut souligner les atouts suivants :

- **RedPath** est un acteur reconnu sur l'un des métiers fondamentaux de **ExonHit**, celui du diagnostic moléculaire, et exerce son activité sur le premier marché mondial dans ces domaines ;
- **RedPath** est propriétaire de brevets et de marques fortement complémentaires aux actifs biotechnologiques de **ExonHit** ;
- **PathFinder TG** a obtenu dès 2007 l'agrément de *Medicare* pour son remboursement, ;
- Le « *Pancreas Cyst Vertical* » **PCV** paraît prometteur et devrait contribuer rapidement, dès le second semestre 2010, à l'accélération du développement des activités de **RedPath** ;
- En outre **RedPath** a d'ores et déjà finalisé le développement d'un autre produit à forte potentialité dont la mise officielle en commercialisation interviendra, selon les estimations de la Direction de **RedPath**, dès courant 2010 (*Primary vs Secondary*) ;
- Les équipements sont surdimensionnés par rapport au niveau actuel de l'activité, des surfaces de laboratoire et de bureau sont disponibles pour faire face à un fort développement de l'activité ;
- Le laboratoire **RedPath** est certifié CLIA et est accrédité par tous les Etats US qui exigent une qualification supplémentaire ;

- La nouvelle équipe de Direction commence à faire ses preuves et a mis en place rapidement une nouvelle vision stratégique qui semble pertinente ;
- Le développement des ventes sur une plus large portion du territoire et du marché américain démarre seulement maintenant sous l'impulsion des nouveaux dirigeants et les perspectives de pénétration du marché européen sont à l'étude grâce aux effets de synergie entre **RedPath** et **ExonHit** ;
- De même que pour **ExonHit**, les frais de recherche et développement ne sont pas activés dans les comptes de **RedPath** présentés en normes US, ou seuls sont activés les frais de dépôts et maintien des brevets ;
- Enfin, selon les responsables de la Direction de **RedPath**, la réforme du système de santé engagé sous la Présidence de M. Obama aura des effets bénéfiques pour l'ensemble du secteur des biotechnologies.

B.2. - A l'inverse les faiblesses actuelles suivantes sont à prendre en compte :

- Comme vu au-dessus, le surdimensionnement par rapport au niveau actuel de l'activité, pèse encore aujourd'hui sur la rentabilité des opérations mais constitue en cas de décollage un atout de premier ordre notamment grâce à la certification **CLIA** du laboratoire ;
- A fin 2009, le retour au point mort nécessite un doublement du chiffre d'affaires à structure constante et la consommation nette de trésorerie mensuelle s'établit à 300 000 \$ US ;
- Le financement court terme est donc un point crucial : la situation de trésorerie est précaire puisque la société a dû mettre en place un financement spécifique de 1 M\$ US consenti par **ExonHit** le 26 avril 2010, pour faire face à ses engagements en attente du dénouement de l'opération d'acquisition par **ExonHit** ;
- Les capitaux propres à fin 2009 sont négatifs et les auditeurs de **RedPath** soulignent dans leur rapport sur les comptes de l'exercice 2009 que la continuité des opérations sociales n'est pas assurée ; les besoins de financement nécessaires et estimés par le management au décollage de **RedPath** représenteraient environ 6 M\$ US sur 2010 et 2011 année à partir de laquelle elle devrait devenir positive en trésorerie ;
- Historiquement le positionnement de PathFinder TG sur son marché était fragile en raison de la difficulté pour les médecins hospitaliers à interpréter ses résultats cliniques et de son prix élevé ; les mesures prises par la nouvelle équipe de Direction ont gommé cette

- faiblesse en rendant le rapport de diagnostic très simple à interpréter et en mettant en œuvre une politique d'extension des accords de remboursement au-delà de Medicare ;
- La reconnaissance des revenus constitue un point faible en raison des délais importants de recouvrement des créances, ce qui, nous a-t-on affirmé est un standard aux Etats-Unis dans le cadre du remboursement des frais de santé par les compagnies d'assurance et n'est pas spécifique à **RedPath**. La politique spécifique de comptabilisation des revenus mise en place par la Direction de **RedPath** conduit à la constitution de provisions pour ristournes et de provisions pour risque de non recouvrement représentant ensemble au titre des exercices 2007 à 2009 près de 36% du chiffre d'affaires brut ; cette politique n'est pas remise en cause par les auditeurs et l'historique démontre une progression régulière du taux d'encaissement des créances..

C. - Valorisation des apports

C'est dans ce contexte que les parties, d'un commun accord, ont valorisé les actions **RedPath** apportées à 10 000 000 \$ US, soit 8 370 302 € au taux de change US \$/Euro tel que publié par Bloomberg à 10h, heure de New-York, le 7 juin 2010, ce qui représente un prix de 14,71 \$ US, soit 12,32 € par action.

Deux méthodes d'évaluation ont été mises en œuvre par le management d'**ExonHit** pour déterminer la valeur de l'apport : la méthode de valorisation par les flux financiers actualisés et la méthode des transactions comparables.

I.

VALORISATION PAR LES FLUX FINANCIERS FUTURS ACTUALISES

Nous avons eu communication des prévisions d'exploitation et de trésorerie couvrant la période du 1^{er} janvier 2010 au 31 décembre 2012. Ces budgets prévisionnels portant sur le résultat, le bilan et les flux financiers ont été établis sous la responsabilité de la Direction de **RedPath** à partir des hypothèses traduisant la situation future que leurs dirigeants ont estimée la plus probable à la date de leur établissement. S'agissant d'un modèle de société en phase décollage, encore en amont du fort développement de son activité, les nouveaux dirigeants ont fait appel au cabinet McKinsey pour l'analyse du modèle de développement. La Direction de **RedPath** a élaboré un budget prévisionnel sur la base de cette étude

marketing, budget qu'elle considère comme étant raisonnable compte tenu de son expérience dans l'activité de diagnostic moléculaire. Il justifie une croissance significative des ventes par :

- la comparaison avec le marché : existence de croissances similaires, voire beaucoup plus fortes, dans le domaine de la biotechnologie et des produits de santé innovants,
- le changement de l'équipe de direction de RedPath intervenue en 2009 avec pour objectif de développer une véritable stratégie produits et marketing.

Toutefois, par prudence, la Direction de **ExonHit** a souhaité apporter un certain nombre d'effets correctifs qui ont fait l'objet d'une pondération plus ou moins importante suivant trois hypothèses retenues, haute, moyenne et basse.

Les principales modifications portent sur :

- le plan d'affaires a été étendu à trois années supplémentaires, ainsi la période explicite pour obtenir une valorisation de **RedPath** est de six ans soit de 2010 à 2015,
- les nouveaux produits inclus dans les budgets **RedPath** non encore entrés en commercialisation ont été retirés des hypothèses de ventes (*Barrett's, Glioma et Thyroïd*),
- les taux de croissance des ventes par ligne de produit ont été revus à la baisse,
- le taux global de marge brute a été réduit,
- les coûts de marketing et de ventes, en pourcentage des ventes, ont été très sensiblement rehaussés,
- les frais de Recherche & Développement ont été redimensionnés en proportion des ventes,
- les coûts de remboursement (gestion des remboursements auprès des compagnies d'assurance) et les charges générales et administratives, en pourcentage des ventes, ont été rehaussés pour les premiers exercices,
- une valeur terminale a été retenue en fin de période,
- le taux d'actualisation retenu est considéré comme prudent par le management d'**ExonHit** en raison d'une part du savoir faire de **RedPath** pour mener à bien des projets dans le domaine du diagnostic moléculaire, et d'autre part de son faible niveau de risque technologique puisque le premier produit basé sur la technologie de RedPath est commercialisé depuis déjà plusieurs années,
- les effets de synergie liés au rapprochement sont pris en compte dans les plans d'affaires et correspondent à des économies de charges substantielles au bénéfice de **ExonHit**.

Le management considère que la valeur basse est à exclure compte tenu des réalisations et de la tendance enregistrée au cours des quatre mois couvrant la période décembre 2009 - mars 2010 au cours de laquelle trois des quatre mois atteignent un plus haut historique. Pour la Direction de **ExonHit**, la zone de valorisation de **RedPath** se trouve comprise entre celle de son hypothèse moyenne et de son hypothèse haute. En prenant la moyenne des deux valorisations et en tenant compte des synergies, on obtient une valorisation sensiblement supérieure à 28 M\$ US, correspondant à la valeur totale des titres **RedPath** majorée du complément de prix de 9,5 M\$ US actualisé. Sans les synergies, la valorisation obtenue est légèrement inférieure aux 28 M\$ US. Toutefois, le management fait remarquer que si les compléments de prix sont effectivement payés, le niveau des ventes atteint sera en ligne avec l'hypothèse haute et qu'alors, la valorisation sans les synergies restera supérieure aux 28 M\$ US.

Le management souligne également que cette valorisation est conservatrice car ne prenant pas en compte au titre des synergies identifiées :

- les ventes potentielles de **RedPath** en Europe, un marché comparable en taille et en maturité à celui des Etats-Unis,
- l'accélération du lancement d'AclarusDx déjà programmé par **ExonHit** aux USA et de sa commercialisation LDT (Laboratory Developed Test) c'est-à-dire en tant que test de laboratoire,
- les revenus escomptés de certains des nouveaux produits de **RedPath** aux USA et en Europe.

II. VALORISATION SUR LA BASE DE TRANSACTIONS COMPARABLES PORTANT SUR DES SOCIETES DU SECTEUR

Le management d'**ExonHit** a également mis en pratique la méthode des transactions comparables grâce à l'appui de la banque d'affaires Leerink Swann.

Ont été retenues :

- 27 transactions effectuées aux USA de sociétés de diagnostic réalisées entre 2003 et 2010 : pour cet échantillon, les prix payés représentaient en moyenne 4,9 fois les ventes des douze mois précédent la cession ;

- 13 transactions effectuées aux USA de sociétés de diagnostic moléculaire réalisées entre 2006 et 2009 : les prix payés représentaient en moyenne 7,2 fois les ventes des douze mois précédent la cession.

Dans le cadre de la transaction objet du présent rapport, en considérant un prix de 32 M\$ US ou 28 M\$ US (avec actualisation du complément de prix) et sur la base du chiffre d'affaires de l'exercice clos le 31 décembre 2009 de **RedPath**, il ressort un multiple implicite de transaction compris entre 5,3 et 5,9, multiple supérieur aux moyennes des transactions réalisées en diagnostic général (multiple de 4,9) mais inférieur à la moyenne constatée en diagnostic moléculaire (multiple de 7,2).

Pour conforter ce point de vue, le management souligne notamment une acquisition de société américaine de diagnostic moléculaire réalisée récemment pour un prix près de deux fois plus élevé avec deux produits générant un chiffre d'affaires négligeable jusqu'en 2013, le prix se justifiant essentiellement par la technologie et par un laboratoire certifié CLIA. Cette dernière transaction légitime l'acquisition de **RedPath** et ce d'autant plus que **RedPath** réalise déjà un chiffre d'affaires non négligeable.

1.2.3- Conditions suspensives et date d'effet de l'opération

L'opération d'apport des titres de la société **RedPath** est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- l'approbation par les assemblées générales extraordinaires de **RedPath** et de **ExonHit** des conditions de l'opération,
- l'absence de survenance préalablement à la complète réalisation de l'opération de toute disposition législative ou réglementaire US d'origine gouvernementale ou fédérale susceptible d'empêcher la réalisation de l'opération.

Il est expressément convenu que la **Convention** ne prendra effet qu'à compter du jour de la réalisation des conditions suspensives décrites ci-dessus.

1.2.4- Régime juridique et fiscal

Cet apport sera soumis au régime fiscal de droit commun des apports en nature et pour la perception des droits d'enregistrements au droit fixe de 500 € prévu à l'article 810 du Code Général des Impôts.

1.2.5- Rémunération des apports effectués

La valeur globale de l'apport effectué par les Apporteurs ressort à 10 000 000 \$ US soit 8 370 302 € au taux de change US \$/Euro tel que publié par Bloomberg à 10h, heure de New-York, le 7 juin 2010.

La valeur de l'action **ExonHit** est déterminée sur la base du cours moyen de l'action pondéré par les volumes (en excluant les transactions hors marché) sur le marché Alternext au cours de la période de référence commençant cinq jours ouvrés suivant la date de signature du **Protocole d'Accord** soit le 3 mai 2010, et se terminant deux jours ouvrés avant la date de publication dans un journal d'annonces légales de l'avis de première convocation de l'assemblée générale extraordinaire de **ExonHit** devant se prononcer sur l'opération d'apport soit le 7 juin 2010. Il s'ensuit une valeur de l'action **ExonHit** d'une valeur de 2,9531 €.

L'apport sera donc rémunéré par l'attribution aux apporteurs de 2 834 412 actions nouvelles de la société **ExonHit** de 0,016 € chacune de valeur nominale, entièrement libérées à créer par la société bénéficiaire de l'apport à titre d'augmentation de capital.

La différence entre la valeur de l'apport des actions **RedPath**, soit 8 370 302 € et l'augmentation de capital de **ExonHit**, soit 45 350,59 €, représente la prime d'apport et s'élève à 8 324 951,49 €.

2. - DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1- Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission afin de :

- Contrôler la réalité des apports :**

La propriété des titres apportés a été validée par l'examen de documents juridiques de la société **RedPath**.

Nous nous sommes également fait confirmer que les titres ne sont ni gagés, ni nantis et que leurs titulaires en disposent librement.

- Prendre connaissance des modalités de l'opération :**

Nous avons pris connaissance de la **Convention** et du **Protocole d'Accord** signés par les parties en date du 26 avril 2010 et avons procédé aux contrôles juridiques habituels en matière de commissariat aux apports.

Nous avons pris connaissance du rapport des commissaires aux comptes de **RedPath** pour les comptes clos au 31 décembre 2009. Le rapport souligne l'incertitude sur la continuité d'exploitation de **RedPath** compte tenu de l'importance des pertes d'exploitation accumulées et de son besoin de financement.

Nous avons pris connaissance du rapport de "*due diligences*" émis par **ERNST & YOUNG** en date du 16 février 2010.

Nous avons rencontré la Direction Générale et les responsables financiers et juridiques de la société **ExonHit**, ainsi que leurs conseils, avec lesquels nous avons examiné les conditions de l'opération et la valeur d'apport envisagée.

- **Analyser les données utilisées pour la valorisation des titres apportés :**

Afin d'apprécier la valeur des titres apportés, nous avons pris connaissance :

- du plan d'affaires établi par la direction de **RedPath** sur une période explicite de trois ans, soit de 2010 à 2012,
- des effets correctifs appliqués à ce plan d'affaires mentionné ci-dessus et donc des trois nouveaux plans d'affaires établis par le management de **ExonHit** sur la période explicite de six ans, soit de 2010 à 2015 selon les hypothèses basse, moyenne et haute,
- de l'analyse réalisée en date du 20 avril 2010 par Leerink Swann sur les transactions récentes portant sur des sociétés comparables,
- de l'analyse effectuée en date du 9 juin 2009 des nouveaux marchés pour le PathFinder TG par McKinsey&Company,
- du reporting au 31 mars 2010 de **RedPath** avec comparaison entre les données réelles et celles budgétées.

- **Vérifier, jusqu'à la date de ce rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports :**

Nous avons vérifié, jusqu'à la date de ce rapport, l'absence de faits ou d'événements susceptibles de remettre en cause la valeur des apports. A cet effet, nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la société **RedPath** nous confirmant l'absence d'événement de cette nature.

2.2- Appréciation de la valeur des apports :

Nous avons procédé à l'examen de la méthode et des critères d'évaluation ayant servi de base à la détermination de la valeur des apports comme indiqué au § 1.2.2.

Les diligences que nous avons réalisées nous conduisent à porter les observations suivantes :

Méthodes de valorisations utilisées :

Les méthodes utilisées sont celle des flux de trésorerie actualisés dite également « Discounted Cash Flows » (« DCF »)) et celle basée sur la méthode des transactions comparables. Elles nous paraissent adaptées et pertinentes. Ont été écartées car considérées comme moins pertinente la méthode de l'actif net comptable réévalué et comme inapplicable la méthode de l'actualisation des dividendes.

Méthode des flux de trésorerie actualisés :

Au préalable, nous soulignons que les budgets, tant ceux élaborés par **RedPath** que ceux mis au point par **ExonHit** n'ont fait l'objet d'aucune validation externe. Cependant, les travaux de valorisation qui nous ont été présentés ont été revus en interne chez **ExonHit** par un comité de suivi composé d'experts des secteurs pharmaceutique, diagnostic et biotechnologique et ont fait l'objet de validation par le Directoire puis par le Conseil de Surveillance.

Après effets correctifs opérés par **ExonHit**, les chiffres d'affaires prévisionnels évoluent rapidement dans les premières années, la croissance se tassant ultérieurement puisque les hypothèses de chiffres d'affaires liés aux nouveaux produits n'ont pas été prises en compte.

Les marges brutes de production évoluent à la hausse dès 2010 pour atteindre un plateau en 2015.

Les frais généraux ont une croissance cohérente avec l'évolution des ventes et un fort investissement en Recherche & Développement est budgété pour les nouveaux produits intégrés dans les plans d'affaires en totalité en 2010.

Les résultats nets après impôts sont en perte initialement, puis ils deviennent fortement positifs compte tenu de la croissance de l'actif et des taux de marge, notamment pour les hypothèses haute et moyenne.

Le niveau des investissements demeure raisonnable sur la période considérée.

Le financement provenant de la restructuration des capitaux propres en 2010 consécutivement à l'opération d'acquisition, qui permet de restaurer les équilibres financiers dès 2010.

Compte tenu des explications apportées par le management d'**ExonHit**, le taux d'actualisation utilisé nous semble adéquat. Le taux de croissance à l'infini utilisé pour la détermination de la valeur terminale nous paraît également cohérent avec la pratique.

Les effets de synergie pour **ExonHit** liés à l'opération sont pris en compte dans le cadre de la valorisation des titres **RedPath** par **ExonHit**. Nous considérons pour notre part que ces derniers ne doivent pas être inclus, **RedPath** devant être évaluée en tant qu'entité propre.

Les données fournies par les plans d'affaires, notamment les chiffres d'affaires prévisionnels, sont difficilement vérifiables compte tenu :

- de l'absence de recul qui ne permet pas de disposer des bases historiques indispensables à l'établissement de prévisions fiabilisées, d'autant que le marché des produits de diagnostic moléculaire est un marché très jeune,
- de ce que la période actuelle rend très difficile l'exercice qui consiste à élaborer des données prévisionnelles, en particulier pour des modèles d'entreprises jeunes.

Ces prévisions peuvent paraître très optimistes, mais cette typologie de modèle de développement est propre actuellement au secteur des biotechnologies dont les taux de croissance d'activité sont très élevés : il s'agit donc en l'occurrence de caractéristiques de croissance et de risques inhérentes au secteur comme précisé ci-après.

La Direction de **ExonHit** nous a commenté et expliqué les hypothèses retenues pour l'élaboration de ces données prévisionnelles. Les perspectives retenues sont résolument optimistes à raison de :

- la très forte croissance attendue de l'activité des acteurs opérant sur le secteur des biotechnologies, ce qui justifie des progressions de ventes spectaculaires par comparaison aux secteurs plus traditionnels en phase de maturité,
- la pertinence des choix opérés par **RedPath** et **ExonHit** dans leurs modèles respectifs,
- la complémentarité des deux sociétés dans les domaines du développement technologique, grâce aux plateformes technologiques fondées sur l'ADN et l'ARN, et de la

commercialisation de médicaments et de tests diagnostiques sur les deux premiers marchés mondiaux,

- l'existence dans le portefeuille de **RedPath** de nouveaux produits prêts à entrer en phase de commercialisation ciblés sur des marchés à forte demande,
- l'apport en fonds propres devant résulter de l'opération d'acquisition, condition nécessaire au fort développement espéré des activités et des ventes de **RedPath**.

Il est également à prendre en compte les éléments suivants omis dans les plans d'affaires :

- les ventes potentielles de **RedPath** en Europe,
- l'accélération de la commercialisation par **ExonHit** d'AclarusDx aux USA,
- le lancement attendu de plusieurs nouveaux produits de **RedPath**.

Compte tenu de ces éléments, nous considérons qu'il est pertinent de retenir l'approche par la méthode des flux de trésorerie disponibles pour obtenir une valorisation des titres de **RedPath**.

Nous pensons que l'hypothèse basse n'est pas réellement pertinente compte tenu des atouts identifiés dans cette opération et des réalisations constatées au cours des derniers mois qui établissent des plus hauts historiques et sont, au niveau du budget prévisionnel, optimistes élaboré par **RedPath**.

Nous obtenons ainsi une valorisation des titres de **RedPath** de **26,4 M\$ US** correspondant à la moyenne des résultats issus de l'application des hypothèses haute et moyenne, sans tenir compte des synergies.

Méthode des transactions comparables :

Nous avons pris connaissance des transactions recensées par Leerink Swann.

Comme précisé ci-dessus, nous rappelons que pour les sociétés de diagnostic en général, sur 27 transactions effectuées aux USA entre 2003 et 2010, les prix payés représentaient en moyenne 4,9 fois les ventes des douze mois précédent la cession et que pour les sociétés de diagnostic moléculaire, sur 13 transactions effectuées aux USA entre 2006 et 2009, les prix payés représentaient en moyenne 7,2 fois les ventes des douze mois précédent la cession.

Nous observons toutefois que de nombreuses cibles présentaient un EBITDA positif.

Parmi les transactions portant sur des sociétés encore déficitaires, il est à noter une acquisition soulignée par le management d'**ExonHit** (Cf. ci-dessus), pour un prix quasiment deux fois plus élevé que celui de cette transaction, et dont le modèle est très proche de **RedPath** : société se concentrant sur la Recherche & Développement, avec un chiffre d'affaires restreint, en perte d'exploitation mais avec un fort potentiel de développement, des effets de complémentarité importants et un laboratoire certifié CLIA. Ce rachat conforte la valorisation de **RedPath**.

L'application des multiples à **RedPath** selon le chiffre d'affaires réalisé pour l'exercice clos au 31 décembre 2009 donne donc une valorisation comprise entre **26,6 M\$ US** (multiple de 4,9) et **39 M\$ US** (multiple de 7,2) soit une moyenne de **32,8 M\$ US**.

Conclusion :

En synthèse, nous obtenons une valorisation des titres de RedPath comprise entre 26,4 M\$ US (par la méthode des flux de trésorerie actualisés) et 32,8 M\$ US (par la méthode des transactions comparables).

Ces méthodes confortent la valorisation des titres de RedPath qui s'élève à 22,5 M\$ US hors complément de prix.

Par hypothèse, la valorisation à 32 M\$ US avec complément de prix, ou à 28,8 M\$ US avec complément de prix actualisé, s'inscrit dans une logique de réussite du plan d'affaires élaboré par la direction de **RedPath** et par conséquent sanctionnera de facto la valorisation retenue.

3.- CONCLUSION

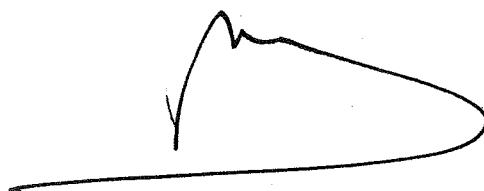
En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que la valeur des apports réalisés par **RedPath** s'élevant à 8 370 302 €, contrevaleur à la date du 7 juin 2010 de 10 000 000 \$ US, n'est pas surévaluée.

En conséquence, nous concluons que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société **ExonHit** augmentée de la prime d'apport.

Par ailleurs, en vertu de la Convention d'apport, il n'a été consenti aucun avantage particulier aux **Apputeurs**.

Fait à PARIS, le 11 juin 2010

Les Commissaires aux Apports



Maurice MEYARA

Philippe ROUER

