



in excellent company

**Expertise indépendante**  
dans le cadre du projet de renégociation des  
obligations convertibles (OCEANES 2022)

Décembre 2020

---

Transactions & Investments

---

Disputes & Crises

---

Corporate Strategy & Finance

---

Business Performance

---

## Expertise indépendante dans le cadre du projet de renégociation des obligations convertibles (OCEANEs 2022)

*Genfit* (ci-après « **Genfit** », la « **Société** », le « **Groupe** ») est un groupe biopharmaceutique coté sur le compartiment B d'*Euronext Paris*. Créée en 1999, à proximité du *Centre Hospitalier Régional de Lille* dans le parc Eurasanté, la Société développe des candidats-médicaments et des solutions de diagnostic innovantes pour les maladies métaboliques et les pathologies hépatiques associées. Ces pathologies présentent des besoins médicaux qui restent encore aujourd'hui très largement insatisfaits.

Afin de financer son développement, la Société a émis, le 16 octobre 2017, 6 081 081 Obligations à option de Conversion en Actions Nouvelles ou Existantes pour un montant nominal de 180m€, au prix unitaire de 29,60€, avec une maturité en octobre 2022 (les « **OCEANEs 2022** »). Puis, en février 2019, la Société a procédé à une augmentation de capital de près de 140m€, ouverte dans le cadre d'une introduction sur le *Nasdaq* aux États-Unis et un placement auprès d'investisseurs institutionnels européens.

Au total, la Société dispose à fin septembre 2020 d'une trésorerie d'environ 199m€<sup>1</sup> indispensable au développement de ses activités de recherche et de développement au cours des prochaines années.

L'année 2020 a été marquée par une chute brutale du cours de l'action de la Société en raison de résultats décevants pour l'étude clinique de Phase III de son programme-phare de recherche et développement, à savoir *elafibranor* pour le traitement de la NASH (*Non-Alcoholic SteatoHepatitis* – pathologie du foie particulièrement répandue dans les pays développés). La société capitalise aujourd'hui environ 160m€ avec un cours de bourse oscillant entre 3,0€ et 5,0€ depuis cette annonce, alors que l'action cotait plus de 20,0€ en janvier 2020.

A la suite de cet échec, la Société a recentré ses travaux de recherche et de développement autour de deux autres programmes :

- *elafibranor*, pour le traitement de la PBC (*Primary Biliary Cholangitis* – maladie auto-immune du foie), dont l'étude clinique de Phase III a été retardée en 2020 par la crise sanitaire de la Covid-19 et dont les résultats sont désormais attendus au plus tôt début 2023 ;
- la technologie « NIS4 » pour le diagnostic non-invasif de la NASH.

Le 30 septembre dernier, la Société a présenté au marché ses résultats du premier semestre 2020, sa nouvelle stratégie, ainsi que les prévisions de consommation de trésorerie associées. Dans ce contexte, elle a annoncé son intention de proposer un aménagement des termes des OCEANEs 2022 (« **l'Opération** ») afin d'adapter sa structure financière à sa nouvelle situation.

Dans son communiqué du 16 novembre, elle a précisé son projet de restructurer sa dette obligataire en proposant :

- un rachat partiel des OCEANEs 2022, à hauteur de 50m€ maximum,

---

<sup>1</sup> Montant vérifié par les commissaires aux comptes de la Société.

- 
- un allongement de la maturité jusqu'en octobre 2025 du solde des OCEANES 2022, ainsi qu'une modification de leur ratio de conversion.

Les termes financiers finaux proposés pour l'Opération ont ensuite été communiqués par la Société le 23 novembre, à savoir principalement:

- un rachat d'au maximum 50,1% des OCEANES 2022 en circulation, pour un prix unitaire de 16,40€ (représentant un décaissement maximum de 50m€ pour la Société),
- une maturité du solde des OCEANES 2022 repoussée au 16 octobre 2025, avec une hausse du ratio de conversion à 5,5 actions par OCEANE 2025 (au lieu d'une action pour une OCEANE 2022), la valeur nominale et le prix de remboursement unitaires des OCEANES restant inchangés à 29,60€.

Le 7 décembre 2020, à l'issue de la période de réception des demandes de rachat, la Société a annoncé le succès de la première étape de l'Opération et a communiqué les résultats définitifs de l'offre de rachat partiel : 2 895 260 OCEANES seront concernées, soit 47,6% des OCEANES 2022 en circulation, pour un montant total de 47,5 m€.

La réalisation de l'Opération reste toutefois conditionnée à l'approbation de la modification des termes des 3 185 821 OCEANES qui resteront en circulation par l'assemblée générale des actionnaires, d'une part, et par celle des porteurs d'OCEANE, d'autre part. Ces deux assemblées générales se tiendront entre la mi-janvier et la fin janvier 2021.

Dans ce contexte, le Conseil d'Administration de la Société a, le 23 novembre 2020, volontairement désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération. Cette opinion n'entre donc pas dans le cadre de l'Expertise Indépendante au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'*Autorité des Marchés Financiers (AMF)*.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une déclaration d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. Les deuxième et troisième parties présentent une description de la Société et des instruments financiers qu'elle a émis sur le marché. La quatrième partie de ce rapport examine plus spécifiquement la situation financière de la Société à la veille de l'Opération et l'impact immédiat de l'Opération sur les actionnaires et les porteurs d'OCEANES 2022. La cinquième partie analyse l'impact patrimonial à moyen terme de l'Opération pour les deux catégories de porteurs de titres. Enfin, la sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération.

# 1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

## 1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil détenue en totalité par ses associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, Accuracy apporte conseil et expertise aux dirigeants et décisionnaires lors de situations stratégiques ou critiques : transactions, contentieux et crises, analyse stratégique et financière, performance opérationnelle.

Forte d'une équipe de plus de 450 consultants (dont plus de 200 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

### Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis 24 mois

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
juil-20	Le Bélier	Guangdong Wencan Die Casting	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Société Générale
août-20	agta record	Assa Abloy	Offre publique	BNP Paribas
mars-20	EOS Imaging	Alphatec Holdings	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire (offre non aboutie)	Odoo & Cie
août-19	Supersonic Imagine	Hologic	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Rothschild Martin Maurel

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

## 1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy, Laura Surun, Directeur, et Margaux de Saint-Exupéry, Senior Manager.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de près de vingt-cinq ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Ecole des Ponts ParisTech et chargé de cours au Groupe HEC.
- Laura Surun a une expérience de plus de dix ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation portant notamment sur des entreprises à forte composante technologique (Thales, Dassault Systèmes, etc.). Elle a également participé à une quinzaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Laura Surun est diplômée d'HEC.



- 
- Margaux de Saint-Exupéry a une expérience de près de huit ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation pour des groupes familiaux et a participé à plusieurs missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Margaux est diplômée d'*HEC*.

Pour la réalisation de la mission, ils ont été assistés par un consultant expérimenté diplômé d'*HEC* et disposant de plus de quatre ans d'expérience en conseil financier.

### **1.3. Déclaration d'indépendance**

*Accuracy* n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société au cours des 18 derniers mois. Aussi, *Accuracy* atteste, l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'elle avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

### **1.4. Diligences effectuées**

#### **1.4.1. Calendrier de l'étude**

Notre mission s'est déroulée du 23 novembre 2020, date de notre première réunion avec le Management de la Société, au 15 décembre 2020, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec les dirigeants de la Société et sa banque-conseil, *Natixis*.

#### **1.4.2. Informations utilisées**

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations publiées par la Société et de façon complémentaire sur des informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le management de la Société, notamment le contrat des termes et conditions des OCEANES 2022.

Les principales informations publiques que nous avons utilisées sont les suivantes :

- rapports annuels et semestriels, ainsi que les communiqués de presse de la Société,
- études et notes sur la Société publiées par les analystes financiers sur la période récente,
- rapports annuels des sociétés comparables,
- informations de marché diffusées par les bases de données financières telles que *Capital IQ* et *Bloomberg*.

#### **1.4.3. Liste des principales personnes avec lesquelles nous avons échangé au cours de notre mission**

- Laurent Lannoo, Secrétaire général, *Genfit*
- Nathalie Huitorel, Directrice financière, *Genfit*
- Jean-Christophe Marcoux, Directeur de la stratégie, *Genfit*
- Stefanie Magner, Directrice adjointe affaires juridiques, *Genfit*

---

(ces personnes étant conjointement désignées comme le « **Management** » dans ce rapport)

- Xavier Hennequin, banque-conseil de la Société, *Natixis*
- Alexis Bauza, banque-conseil de la Société, *Natixis*
- Bertrand de Cordoue, banque-conseil de la Société, *Natixis*

#### **1.4.4. Limites de nos travaux**

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

Enfin, la caractéristique contrainte des délais d'exécution de cette mission a nécessairement limité l'étendue des travaux que nous avons été en mesure de réaliser.



---

## 2. Présentation de la Société

Créé en 1999 à Loos, dans la métropole lilloise, *Genfit* est un groupe biopharmaceutique (*pharmaceutical biotech*) qui développe des solutions, thérapeutiques ou diagnostiques, visant à améliorer la vie de patients atteints de maladies du foie et métaboliques. Concrètement, l'activité de *Genfit* consiste à créer puis à développer des candidats-médicaments ou des technologies diagnostiques, à mener les différents tests ou études cliniques (Phases I, II et III)<sup>2</sup> nécessaires à l'obtention de l'Autorisation de Mise sur le Marché (AMM) de ces nouveaux produits, puis à en tirer des revenus. Pour une société *biotech* comme *Genfit*, la génération de revenus passe généralement par la signature d'accords de licence avec de grands groupes pharmaceutiques lorsque de bons résultats sont obtenus lors des essais cliniques, notamment de Phase III : la société peut alors percevoir un *upfront fee* à la signature du contrat, puis des *milestones payments* en fonction du franchissement d'étapes prédéfinies, et enfin des *royalties* sur les ventes du produit, le partenaire pouvant prendre en charge la demande d'AMM, la production et la commercialisation du produit. Selon la taille du marché auquel son produit est destiné, la société *biotech* peut aussi faire le choix d'effectuer elle-même la demande d'AMM et assurer en direct sa commercialisation auprès des patients, sans l'aide d'un partenaire.

À ce jour, le portefeuille d'actifs de *Genfit* comprend des candidats-médicaments ou des technologies à différents stades de développement, aucun de ses produits n'ayant pour le moment validé les essais de Phase III ou obtenu d'AMM. Le Groupe ne bénéficie donc pas encore de revenus significatifs et réguliers, enregistre des pertes opérationnelles depuis 2007 et devra encore enregistrer des pertes au cours des prochaines années afin de continuer le développement des candidats-médicaments et des technologies qui constituent son portefeuille.

Le principal candidat-médicament du portefeuille de *Genfit*, nommé *elafibranor*, a été développé dans la perspective de constituer un traitement potentiel pour les deux pathologies suivantes :

- la stéatohépatite non alcoolique ou « NASH », une maladie touchant des millions de personnes dans le monde qui se caractérise par l'accumulation de graisses dans le foie pouvant à terme conduire à des pathologies mortelles comme la cirrhose. Le diagnostic de cette pathologie est difficile (la maladie est longtemps asymptomatique), coûteux et invasif pour le patient (nécessité de pratiquer une biopsie du foie). Il n'existe aujourd'hui encore aucun traitement homologué pour cette pathologie.
- la cholangite biliaire primitive ou « PBC », une maladie auto-immune relativement rare, mais dont la prévalence ne cesse de croître<sup>3</sup>, avec des symptômes très gênants pour les

---

<sup>2</sup> Dans le cadre du développement d'une solution thérapeutique ou candidat-médicament, une étude clinique comprend classiquement les trois phases successives suivantes, dont la validation est un prérequis pour pouvoir déposer une demande d'AMM :

- La Phase I vise à évaluer la sécurité d'emploi du produit avec un essai mené sur un nombre limité de sujets sains.
- La Phase II vise à démontrer l'efficacité du traitement et définir la dose optimale de produit avec un essai mené sur un nombre limité des sujets malades.
- La Phase III vise à comparer l'efficacité du candidat-médicament à un placebo ou à un médicament de référence s'il existe, avec des essais menés sur une large population de malades (plusieurs centaines ou milliers selon la prévalence de la pathologie concernée), multicentriques (c'est-à-dire menés dans de nombreux centres d'études et hôpitaux) et en double aveugle (ni l'équipe médicale, ni le patient ne savent quel traitement reçoit ce dernier afin d'éviter tout préjugé sur l'efficacité ou les effets indésirables du candidat-médicament testé).

<sup>3</sup> D'après le rapport financier semestriel au 30 juin 2020 de la Société, la prévalence de la PBC dans le monde aujourd'hui est d'environ 40 cas pour 100 000 personnes.

---

malades (fatigue généralisée, prurit/démangeaisons). Cette maladie, si elle n'est pas traitée, peut conduire à des complications graves voire mortelles.

Compte tenu du potentiel particulièrement attractif de son marché (taille importante du marché sans aucun médicament commercialisé à ce jour), le développement d'*elafibranor* pour le traitement de la NASH a constitué pendant de nombreuses années le programme de recherche phare du Groupe. Après des résultats de Phase II encourageants publiés en avril 2015, *Genfit* a lancé en novembre 2015 l'étude de Phase III (étude RESOLVE IT) sur *elafibranor* pour le traitement de la NASH.

Afin de financer cette étude de grande ampleur et préparer la commercialisation de son candidat-médicament, *Genfit* a levé plus de 445 m€ au cours de la période 2016-2019 par le biais de :

- trois augmentations de capital au cours de l'année 2016 : une première en février 2016 pour un montant de 49,6 m€, puis deux consécutives en octobre 2016 pour un montant total de 78,5 m€ ;
- une émission d'OCEANes pour un montant de 180,0 m€ en octobre 2017, avec une maturité de cinq ans (les OCEANes 2022) ;
- une introduction en bourse aux États-Unis sur le *Nasdaq* en mars 2019, sous forme d'ADS (*American Depositary Shares*), couplée à une augmentation de capital sous la forme d'un placement privé en Europe, pour un montant total de 137,5 m€.

En outre, grâce à son accord de partenariat et de licence conclu en juin 2019 avec le groupe *Terns Pharmaceuticals* pour le développement et la commercialisation en région Grande Chine (Chine continentale, Macao, Hong-Kong et Taiwan)<sup>4</sup> d'*elafibranor* dans les domaines de la NASH et de la PBC, la Société a encaissé en 2019 un *upfront fee* d'environ 30 m€ (35 m\$).

La publication de résultats décevants pour l'étude RESOLVE IT a conduit la Société à engager les opérations de clôture du programme de développement clinique d'*elafibranor* dans le domaine de la NASH. L'étude de Phase III n'ayant pas permis de prouver l'efficacité d'*elafibranor* pour le traitement de la NASH, le management de *Genfit* a pris la décision de clore ce programme, ainsi que tous les autres essais du Groupe en lien avec ce dernier (essai dans la NASH pédiatrique, essai de combinaisons et essai sur la composition des graisses hépatiques du foie).

Le 30 septembre 2020, le Management a communiqué au marché la nouvelle stratégie du Groupe. Celle-ci s'articule désormais autour de deux programmes principaux :

- le programme *elafibranor* pour le traitement de la PBC,
- la technologie NIS4 de diagnostic de la NASH.

Ces deux programmes offrant relativement peu de synergies, le Management a également indiqué son intention de rendre ces deux activités « métier » plus autonomes et plus indépendantes l'une de l'autre, dans le but d'améliorer leur efficacité opérationnelle et d'apporter davantage de lisibilité auprès des tiers (clients, partenaires ou investisseurs potentiels notamment).

S'agissant du programme *elafibranor* pour le traitement de la PBC, si la taille du marché visé et les revenus potentiels générés par le candidat-médicament de *Genfit* sont logiquement inférieurs à ceux qui étaient envisagés pour son utilisation dans le domaine de la NASH, ils restent néanmoins significatifs. Selon certaines estimations, le marché potentiel pour un tel traitement de la PBC atteint déjà plus de 300 m\$ en 2020, avec une croissance à deux chiffres (données ICPT),

---

<sup>4</sup> La région Grande Chine constitue un marché « non prioritaire » pour *Genfit*, qui poursuit ses travaux de développement en Phase III dans la PBC en vue d'une autorisation de mise sur le marché puis une commercialisation d'*elafibranor* sur les marchés nord-américain et européen en premier lieu.





---

et pourrait atteindre 1 md\$<sup>5</sup>, sachant que le seul traitement existant (*Ocaliva* commercialisé par *Intercept Pharmaceuticals* depuis 2016) présente des effets secondaires importants, et qu'à part *Genfit*, il n'y a qu'un seul autre entrant potentiel pouvant lui aussi arriver sur ce marché d'ici quelques années (*CymaBay Therapeutics* avec son candidat-médicament *Seladelpar*).

Après un report de plusieurs mois en raison de la crise sanitaire Covid-19, l'étude de Phase III évaluant *elafibranor* dans la PBC (étude ELATIVE) a finalement débuté en septembre 2020 avec le recrutement d'un premier patient. Le management de *Genfit* estime aujourd'hui que les résultats de cette étude devraient être connus au début de l'année 2023, sous réserve que la crise sanitaire actuelle ne retarde pas de nouveau le recrutement des patients.

Par ailleurs, au gré de ses recherches dans le domaine de la NASH, *Genfit* a développé une technologie innovante de diagnostic sanguin, baptisée NIS4, qui permet de dépister les cas de NASH « à risque », de façon non invasive et moins coûteuse que la biopsie hépatique (seule solution diagnostique validée à ce stade par les autorités réglementaires pour les essais cliniques dans la NASH, mais inadaptée au diagnostic de masse). En janvier 2019, *Genfit* a signé un premier accord de licence avec le groupe *LabCorp*, via sa filiale *Covance*, pour permettre à cette dernière de développer et commercialiser NIS4 dans le domaine de la recherche clinique uniquement. Un nouvel accord de licence a été signé en septembre 2020 entre *LabCorp* et *Genfit*, pour déployer la technologie NIS4 à une plus grande échelle, via la commercialisation dès 2021, d'un *Laboratory Developed Test* (LDT) aux États-Unis et au Canada (ce type de test ne requiert pas d'AMM de la *FDA* pour être commercialisé pourvu que le laboratoire qui le pratique ait une certification adéquate). Les conditions financières de cet accord sont confidentielles car le partenaire ne souhaite pas qu'elles soient révélées, néanmoins le Management de *Genfit* nous a indiqué que les revenus générés par une solution diagnostique sont en règle générale bien inférieurs à ceux générés par une solution thérapeutique. Le Groupe compte en parallèle poursuivre ses efforts pour obtenir une AMM d'un test intégrant la technologie NIS4 sous forme d'IVD (*In Vitro Diagnostic*) sur le marché américain, et obtenir un marquage CE pour le marché européen.

Au final, suite à l'échec en Phase III de son programme *elafibranor* dans la NASH, *Genfit* a vu son horizon de génération de revenus significatifs être repoussé de plus de deux ans puisque, d'après son Management, le Groupe n'aura, de façon quasi certaine, aucune visibilité sur les résultats de ses deux programmes de recherche principaux, et donc vraisemblablement aucune nouvelle source significative de chiffre d'affaires qui proviendrait de la valorisation de nouveaux résultats les concernant, avant la fin de l'année 2022.

Dans ce contexte, et afin de réduire sa consommation annuelle de trésorerie, le Groupe a mis en place un plan d'économies global, s'appuyant notamment sur le recentrage de ses activités de R&D sur ces deux principaux programmes et l'arrêt des programmes non prioritaires, ainsi que sur un plan de réduction de ses effectifs portant sur 40% de son personnel en France et aux États-Unis. *Genfit* prévoit ainsi de passer progressivement d'une consommation nette de trésorerie estimée à 110 m€ sur l'année 2020, à 45 m€ sur l'année 2022.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Cf. Rapport d'activité et financier semestriel de *Genfit* au 30 juin 2020, page 5.

<sup>6</sup> Hors remboursement des OCEANES 2022 (180 m€).

## 3. Analyse des instruments financiers cotés émis par la Société

La Société a émis deux catégories de titres (actions et OCEANes 2022) qui sont aujourd'hui concernées par l'Opération.

### 3.1. Performance financière des actions (actions ordinaires et ADS) de la Société

#### 3.1.1. Composition du capital et liquidité du titre

Le capital de la Société est aujourd'hui composé de 38 858 617 actions. Les actions ordinaires sont échangées sur le Compartiment B d'*Euronext Paris*. Les ADS sont échangées sur le *Nasdaq* aux États-Unis.

Le 30 septembre 2020, jour de l'annonce de l'Opération<sup>7</sup>, la capitalisation boursière de la Société s'élevait à 189,3 m€, ce qui range la Société dans la catégorie des valeurs moyennes (*mid caps*).

Au 31 décembre 2019, le premier actionnaire de la Société était la société *Biotech Avenir*, avec 1 888 618 actions (soit 4,86% des actions à cette date). A cette même date, le flottant était estimé à plus de 93% du capital.

La Société dispose d'un contrat de liquidité avec le *CM-CIC*. A ce titre, la Société détenait au 8 décembre 2020, 59 550 de ses propres actions.

Sur les douze derniers mois avant l'annonce de l'Opération, les volumes échangés sont significatifs et s'élèvent à 134 596 449 titres au total (soit environ 380 % du flottant). L'importance des volumes échangés traduit les incertitudes au sujet de l'avenir de la Société suite aux différentes annonces : ainsi, depuis l'annonce de l'échec de la Phase III d'*elafibranor* dans la NASH, les volumes échangés quotidiennement ont fortement augmenté, notamment dans les derniers jours précédant les annonces du 30 septembre 2020 (plus de 1 million de titres par jour).

#### Genfit - Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen* (€)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé		
		Nombre de titres	en % du capital	Nombre de titres	en % du capital	en % du flottant
Au 30 septembre 2020	4,9	1 037 222	2,7 %	1 037 222	2,7 %	3,0 %
Dernière semaine	4,5	1 770 000	4,6 %	10 619 997	27,4 %	30,3 %
Dernier mois	4,3	660 245	1,7 %	15 185 627	39,1 %	43,3 %
3 derniers mois	4,5	494 673	1,3 %	33 143 110	85,4 %	94,4 %
6 derniers mois	6,6	706 004	1,8 %	91 780 498	236,5 %	261,5 %
12 derniers mois	9,2	523 722	1,3 %	134 596 449	346,8 %	383,6 %

Source: Capital IQ, Structure de l'actionariat fournie par la société au 30/09/2020

Note \*: cours de bourse moyen calculé à partir des cours moyens pondérés par les volumes

<sup>7</sup> Le communiqué de presse annonçant les résultats semestriels de la Société, sa nouvelle stratégie et le lancement prochain de l'Opération a été publié le 30 septembre après la clôture des marchés.

---

Comme il est d'usage dans les sociétés innovantes, la Société a régulièrement émis un certain nombre d'instruments financiers à caractère dilutif<sup>8</sup> à destination de ses salariés, de mandataires sociaux et de consultants dont certains peuvent encore impacter le capital de la Société :

- *Bons de Souscription d'Actions (BSA)* : émis en 2017 et 2019, ces bons ont une maturité en juin 2022 et mai 2024, et des prix d'exercice de 19,97 € et 12,32 € respectivement. Ces options pourraient engendrer une dilution par la création d'un total de 71 760 actions en cas d'exercice, mais elles sont aujourd'hui très en dehors de la monnaie.
- *Options d'achat sur les actions de la Société* : émises régulièrement chaque année, ces options affichent des prix d'exercice compris entre 13,99 € et 21,65 € et des maturités s'étalant entre le 16 décembre 2026 et le 17 janvier 2030. Ces options pourraient engendrer une dilution par la création d'un total de 408 849 actions en cas d'exercice, mais elles sont aujourd'hui largement en dehors de la monnaie. En outre, certaines sont encore soumises à des conditions de présence et de performance (internes, liées à l'avancée des programmes de recherche et développement et externes liées à l'évolution de son cours de bourse) avant de pouvoir être attribuées définitivement aux salariés.
- *Actions gratuites*: la Société a émis régulièrement des plans d'attribution d'actions gratuites par le passé. Ces plans sont soumis à des conditions de présence et de performance (internes, liées à l'avancée des programmes de recherche et développement et externes liées à l'évolution de son cours de bourse). L'analyse de l'atteinte des conditions de performance liées au plan d'attribution 2017 sera effectuée le 31 décembre 2020, il engendrerait, sous réserve de la réalisation de l'ensemble des conditions de performance à cet horizon, une dilution par la création de 11 947 actions. En ce qui concerne le plan 2018, la réalisation de l'ensemble des conditions de performance au 31 décembre 2020 engendrerait une dilution par la création de 33 928 actions. Enfin, s'agissant du plan d'attribution 2019, qui arrivera à expiration mi-septembre 2022, il engendrerait, sous réserve de la réalisation de l'ensemble des conditions de performance à cet horizon, une dilution par la création de 35 474 actions.

### **3.1.2. Analyse du cours de l'action**

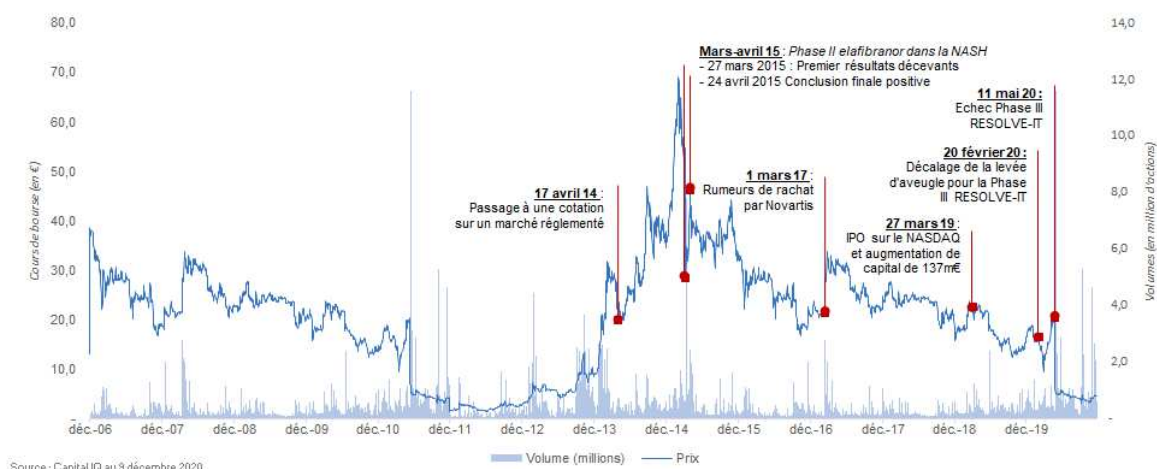
Introduite en bourse sur *Alternext* en 2006, puis cotée sur *Euronext* en 2014, le cours de l'action affiche une forte volatilité historique comme le montre le graphique ci-dessous. Cette volatilité s'explique principalement par la nature des activités de la Société (société *biotech* dont la génération de revenus est incertaine et se situe à un horizon relativement lointain), les rumeurs de marché, mais aussi l'importance du flottant pour une société affichant une capitalisation qui reste modeste.

---

<sup>8</sup> Voir état récapitulatif en Annexe 33.



Genfit - Evolution du cours de bourse depuis l'introduction en bourse en 2006



Sur l'année 2020, la performance financière de l'action est le reflet des évènements évoqués plus haut, à savoir :

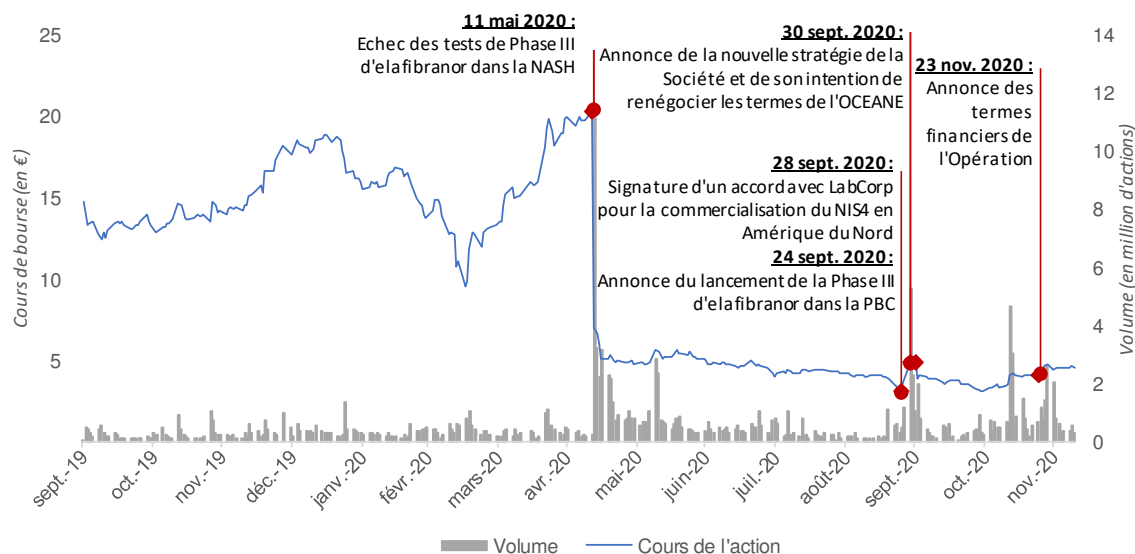
- l'annonce, le 11 mai 2020, de l'échec de l'étude clinique de Phase III pour le programme de recherche phare de la Société sur le critère d'évaluation principal (utilisation d'*elafibrator* dans le traitement de la NASH) ;
- les annonces, les 24 et 28 septembre 2020, du lancement de l'étude clinique de Phase III sur *elafibrator* pour le traitement de la PBC puis de la signature d'un nouvel accord avec *LabCorp* pour la commercialisation de la technologie NIS4 via un *Laboratory Developed Test* en Amérique du Nord ;
- la présentation, le 30 septembre 2020 (après la fermeture des marchés), du nouveau plan stratégique de la Société, ainsi que l'annonce de l'Opération ;
- la publication, le 23 novembre 2020, des termes financiers finaux proposés dans le cadre de l'Opération.

Après l'échec de la Phase III sur *elafibrator* dans la NASH, le cours de l'action n'a cessé de baisser pour atteindre, le 24 septembre 2020, 3,1 €, son plus bas niveau enregistré sur les cinq dernières années. Les annonces successives des 24 et 28 septembre 2020 sur le lancement de la Phase III sur *elafibrator* dans la PBC et la signature d'un nouvel accord avec *LabCorp* ont permis une forte remontée du cours sur la semaine, jusqu'à atteindre 4,9 € le 30 septembre 2020, jour de l'annonce de l'Opération.

Les annonces du 30 septembre ont à nouveau fait chuter le cours de l'action qui a retouché son point bas de 3,1 € un mois après. Depuis la fin octobre, à mesure que les conditions financières de l'Opération se sont précisées et que sa probabilité de réalisation a augmenté, le cours est remonté à un niveau proche de celui enregistré juste avant l'annonce de l'Opération. Ainsi le 9 décembre 2020, l'action *Genfit* cotait 4,6 €, soit environ 6% en dessous de son niveau le jour de l'annonce de l'Opération.



## Genfit - Evolution du cours de bourse depuis 1 an



### 3.1.3. Opinion des analystes financiers sur la valeur

Comme on l'a indiqué plus haut, en dépit d'une capitalisation boursière de taille modeste, plusieurs analystes financiers suivent activement le titre. Ainsi, depuis l'annonce de l'Opération le 30 septembre 2020, dix analystes ont publié une note : leurs recommandations varient entre « Neutre » et « Achat » avec un prix cible moyen s'élevant à 9,0 €.<sup>9</sup>

D'après les quatre analystes ayant mis à jour leur prix-cible suite à la publication des termes financiers proposés pour l'Opération le 23 novembre dernier, le potentiel de hausse du cours de l'action *Genfit* se situe entre +54 % et +109%. En dépit de prix-cibles le plus souvent bien supérieurs au cours de bourse actuel, les recommandations neutres de ces quatre analystes attestent d'un « attentisme » certain, conséquence des incertitudes sur le devenir de la Société engendrées par l'échec de son programme de recherche et développement phare et sur la réalisation de l'Opération qui reste encore soumise à la double validation de l'assemblée générale de la Société et de l'Assemblée Générale des porteurs d'OCEANES.

## 3.2. Performance financière des OCEANES émises par la Société

### 3.2.1. Caractéristiques du titre

Le 16 octobre 2017, la Société a procédé à l'émission de 6 081 081 Obligations à option de Conversion et/ou d'Echange en Actions Nouvelles ou Existantes (OCEANES) pour un montant total de 180m€. Ces OCEANES portent intérêt annuellement à un taux de 3,50 % du nominal, payé les 16 avril et 16 octobre, jusqu'à la maturité fixée au 16 octobre 2022. Elles ont été émises au par, pour un montant nominal unitaire de 29,6 €, extériorisant une prime de 30% par rapport au cours de l'action à la date d'émission (22,8 €).

<sup>9</sup> Voir Annexe 5.

À compter de la date d'émission, elles sont échangeables à tout moment en actions de la Société sur la base d'un ratio de conversion d'une action pour une OCEANE<sup>10</sup>. En cas de conversion de la totalité des OCEANES 2022 en actions nouvelles, elles engendreraient aujourd'hui une dilution de 13,5 %<sup>11</sup> pour les actionnaires existants.

Si elles ne sont pas converties, les OCEANES sont remboursables à la date d'échéance à leur valeur nominale. Un remboursement anticipé peut cependant intervenir :

- A l'initiative de la Société, à compter du 6 novembre 2020 et jusqu'à la date d'échéance, si le cours de bourse de *Genfit* dépasse pendant 20 jours de bourse consécutifs 150% de la valeur nominale de l'obligation, soit 44,4 €.
- Au gré des porteurs, uniquement en cas de changement de contrôle de la Société ou d'un défaut de paiement des intérêts des OCEANES (ou de tout autre passif financier supérieur à 6,0 m€).

### 3.2.2. Liquidité du titre

Les OCEANES 2022 sont cotées sur le compartiment obligataire de *Euronext Paris*, mais font principalement l'objet de transactions de gré à gré entre banques (OTC – *over the counter*). Dès lors, on peut présumer que le marché du titre est peu liquide, même si nous ne disposons que de données parcellaires sur les volumes échangés.

Pour information, le tableau ci-dessous présente les données de volume d'échange de l'OCEANE 2022 communiquées par *Euronext*.

	Volume quotidien moyen			Volume cumulé	
	Cours moyen (en €)	Nombre de titres	en % du nominal	Nombre de titres	en % du nominal
Au 30 septembre 2020	11,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dernière semaine	10,9	444	0,0 %	444	0,0 %
Dernier mois	10,7	722	0,0 %	1 444	0,0 %
3 derniers mois	10,5	2 474	0,0 %	44 534	0,7 %
6 derniers mois	13,6	1 772	0,0 %	56 697	0,9 %
12 derniers mois	18,3	1 114	0,0 %	63 471	1,0 %

Source: Prix d'après Bloomberg NXED & volumes issus des données Euronext

### 3.2.3. Analyse de l'évolution du cours des OCEANES 2022

L'évolution du cours des OCEANES 2022 décrite dans le graphe ci-après s'appuie sur des données fournies par *Bloomberg* et est construite à partir des transactions communiquées par un groupe de *brokers*.

<sup>10</sup> Ce ratio de conversion n'a pas été ajusté depuis la date d'émission des OCEANES. Les clauses d'ajustement du ratio de conversion sont des clauses standards pour ce type d'instruments (i.e. en cas d'offre publique, en cas de distribution de dividende etc.).

<sup>11</sup> 13,5 % = # d'obligations / (# d'actions + # d'obligations) = 6 081 081 / (38 858 617 + 6 081 081).



### Genfit - Cours de bourse de l'OCEANE depuis émission (oct. 2017 - déc. 2020)



Source: Capital IQ & Bloomberg - NXED

#### Légende du graphique

- (1) 12 mai 2020 : Annonce des mauvais résultats de la Phase III d'elafibranor dans la NASH.
- (2) 30 septembre 2020 : Annonce des résultats pour le premier trimestre 2020, de la nouvelle stratégie de la Société et de l'Opération
- (3) 23 novembre 2020 : Annonce des termes financiers proposés pour l'Opération
- (4) 30 novembre 2020 : Annonce des résultats préliminaires de l'offre de rachat partiel des OCEANes 2022

Depuis l'émission le 16 octobre 2017, le cours des OCEANes 2022 suit celui de l'action, mais avec une volatilité inférieure.

En effet, la valeur d'une OCEANE peut être décomposée en deux éléments.

- La « valeur nue » correspond à la composante obligataire de l'OCEANE. La valeur de cette composante évolue, indépendamment de la valeur de l'action, en fonction de deux paramètres principaux : le premier (macro-économique) est l'évolution générale des taux d'intérêts, le second (micro-économique) reflète l'évolution du risque de défaut de *Genfit* (*spread* emprunteur).
- La valeur de l'option de conversion (ou composante optionnelle de l'OCEANE) dépend directement de la valeur de l'action et de sa volatilité. Dans le cas d'espèce, avant annonce de l'Opération, cette composante optionnelle était très largement en dehors de la monnaie, le prix de conversion de 29,60 € étant nettement supérieur au cours de l'action (environ 4,88 € le 30 septembre 2020).

Entre leur émission en octobre 2017 et l'annonce de l'échec de la Phase III d'elafibranor dans la NASH en mai 2020, l'évolution du cours des OCEANes s'explique principalement par les variations de la valeur de l'option de conversion<sup>12</sup> : il a ainsi oscillé entre 19,0 € et 32,0 € sur la période, au gré des différentes annonces de la Société.

Suite à l'annonce de l'échec de la Phase III d'elafibranor dans la NASH (le 11 mai 2020), le cours des OCEANes 2022 a fortement chuté (-61,2 % le 12 mai 2020). Cette forte baisse traduit cette fois :

- la disparition de la valeur de la composante optionnelle des OCEANes, celle-ci étant désormais très largement en dehors de la monnaie,

<sup>12</sup> Sur cette période, le cours des OCEANes 2022 et celui des actions sont corrélés à 97,2 %.

- 
- la prise en compte d'un risque de défaut élevé dans la composante obligataire des OCEANEs (le *spread* induit s'élève à 57,7 % au 12 mai 2020).

Le dernier cours coté de l'OCEANE avant l'annonce de l'Opération, soit 11,0 € (dernier cours disponible le 30 septembre 2020), est peu différent des cours enregistrés au cours des semaines précédentes.

L'annonce de l'Opération et les communications subséquentes de la Société à ce sujet ont eu un effet positif sur le cours des OCEANEs :

- Dans les dix jours suivant l'annonce de l'Opération, le cours de l'OCEANE a augmenté de 20 % pour s'établir à 13,3 € le 8 octobre 2020.
- L'annonce des termes financiers proposés pour l'Opération le 23 novembre 2020 a conduit à une nouvelle progression de 9,4 % sur la séance, portant le cours à 14,2 €.
- Enfin, les annonces des 30 novembre et 7 décembre 2020<sup>13</sup>, attestant de l'intérêt des porteurs d'OCEANE pour l'Opération, ont de nouveau eu un effet positif sur le cours de l'OCEANE qui a progressé de 17 % depuis le 23 novembre, pour s'établir à 16,7 € le 9 décembre.

---

<sup>13</sup> Annonces des résultats préliminaires puis définitifs de l'offre de rachat partiel des OCEANEs 2022.





## 4. Description de l'Opération et de son impact immédiat sur les actionnaires et les porteurs d'OCEANES 2022

### 4.1. Situation financière de la Société à la veille de l'Opération

Les derniers états financiers (bilan et compte de résultat) de *Genfit* sont présentés de façon synthétique dans les tableaux ci-dessous<sup>14</sup>.

Genfit - Bilan économique synthétique			Genfit - Compte de résultat synthétique		
En k€	31-déc-19	30-juin-20	En k€	2019 (12 mois)	S1 2020 (6 mois)
Immob. corporelles & incorporelles	5 182	5 176	<b>Revenus industriels</b>	<b>30 839</b>	<b>122</b>
+ Droit d'utilisation d'actifs (IFRS 16)	12 191	11 225	+ Autres produits (CIR* principalement)	10 122	5 746
+ Immobilisations financières	1 726	1 595	- Frais de R&D	66 170	36 867
+ BFR	(25 560)	(25 138)	- Frais généraux et administratifs	17 265	8 251
<b>= Capitaux employés</b>	<b>(6 461)</b>	<b>(7 142)</b>	- Frais marketing et de pré-commercialisation	13 708	9 491
Capitaux propres part du Groupe	84 066	31 383	+ Autres produits (charges) opérationnels	(1 649)	(423)
+ Impôts différés passifs nets	1 193	1 057	<b>= Résultat opérationnel</b>	<b>(57 831)</b>	<b>(49 164)</b>
+ Avantages au personnel	1 408	1 503	+ Résultat financier	(7 889)	(4 007)
+ Dettes liées aux contrats de location (IFRS 16)	12 281	11 233	<b>= Résultat net avant impôt</b>	<b>(65 720)</b>	<b>(53 171)</b>
<i>Dettes financière brute</i>	<i>171 337</i>	<i>173 403</i>	+ Produit (charge) d'impôt	576	159
<i>Disponibilités</i>	<i>(276 748)</i>	<i>(225 721)</i>	<b>= Résultat net</b>	<b>(65 144)</b>	<b>(53 012)</b>
+ Dette financière nette	(105 411)	(52 318)			
<b>= Capitaux investis</b>	<b>(6 463)</b>	<b>(7 142)</b>			

\* : Crédit Impôt Recherche  
Source: Rapports annuels et semestriels du Groupe

L'analyse de ces états financiers appelle un certain nombre de commentaires de notre part.

- Après l'encaissement exceptionnel d'un *upfront fee* dans le cadre du contrat conclu avec *Terns Pharmaceuticals* en 2019, la Société n'a pas enregistré de revenus industriels significatifs au cours du S1 2020. Le principal produit enregistré à son compte de résultat correspond au Crédit Impôt Recherche. En 2019, les charges d'exploitation de la Société se sont élevées à 98,8m€, en hausse de près de 30% par rapport à l'exercice précédent, notamment à cause des frais de pré-commercialisation engagés dans le cadre du programme *elafibranor* pour le traitement de la NASH. Même si *Genfit* a pris la décision de clore ce programme à l'été 2020, elle devra encore porter certains coûts liés à ce programme pendant plusieurs mois. Ainsi, le niveau des charges d'exploitation de la Société devrait encore se situer aux alentours de 100m€ sur l'année 2020 (55m€ sur le premier semestre). Le résultat financier de la Société correspond pour l'essentiel à la charge d'intérêt sur les OCEANES 2022 (6,3m€ décaissés annuellement).
- Les capitaux employés de la Société sont négatifs. En effet, la Société ne capitalisant pas ses dépenses de recherche et développement (R&D), le montant d'actifs immobilisés enregistré à son bilan reste limité (5,2m€ au 30 juin 2020 hors droits d'utilisation d'actifs IFRS 16 et immobilisations financières). En outre, son besoin en fonds de roulement est négatif (-25,2m€ au 30 juin 2020) puisqu'il correspond principalement aux dettes opérationnelles de la Société (dettes fournisseurs et dettes sociales), celle-ci n'enregistrant pas encore de revenus industriels réguliers et significatifs.

<sup>14</sup> Les états financiers détaillés sur la période allant de décembre 2015 à juin 2020 sont présentés en Annexe 1.



- Par ailleurs, au 30 juin 2020, les capitaux propres comptables de la Société s'élevaient à 31,4m€, dont 14,3m€<sup>15</sup> correspondant à la composante capitaux propres des OCEANES 2022. Dès fin décembre 2020, la Société enregistrera des capitaux propres négatifs, son résultat net au second semestre devant vraisemblablement être du même ordre de grandeur que celui enregistré au premier semestre (-53,0m€).
- La dette financière brute de la Société s'élève à 173,4m€ au 30 juin 2020 et correspond principalement à la composante dette des OCEANE 2022 pour 168,1m€. Les autres dettes financières (5,3m€) comprennent des avances remboursables consenties par *BPI* ainsi que des lignes de crédit contractées auprès de divers établissements bancaires entre fin 2014 et fin 2018.

A court terme (douze prochains mois), la Société n'encourt pas de risque de liquidité puisqu'elle dispose au 30 septembre 2020 d'une trésorerie de 199 m€, que le Management a annoncé son intention de réduire progressivement la consommation annuelle de trésorerie de la Société à environ 45 m€, et que les OCEANES 2022 ne seront remboursables (180 m€) qu'en octobre 2022.<sup>16</sup>

En revanche, à cet horizon, le niveau de trésorerie de la Société ne permettra pas de rembourser les OCEANES 2022 en totalité. En effet, sur la base des prévisions communiquées par le Management, le niveau de trésorerie à la veille de la date d'échéance des OCEANES devrait s'établir à 60 m€<sup>17</sup> environ, soit un niveau largement inférieur à leur valeur de remboursement de 180m€. Cette perspective de défaut sur les OCEANES 2022 à moyen terme rend délicates à la fois la conduite des opérations de la Société et sa restructuration financière :

- En l'absence de perspectives de revenus significatifs sur les deux prochaines années, le refinancement de la dette de la Société par un établissement bancaire ou par un nouvel appel au marché obligataire est improbable.
- Le niveau actuel du cours de l'action interdit la réalisation d'une augmentation de capital significative, car celle-ci engendrerait une dilution considérable des actionnaires existants. Outre cette question de la dilution, le montant de l'augmentation de capital à réaliser (180 m€, soit l'équivalent de la capitalisation boursière actuelle de la Société) serait probablement trop important, compte tenu de l'absence de visibilité sur les programmes de recherche et de la base actionnariale très éparpillée de *Genfit* (absence d'actionnaire de référence, beaucoup de petits porteurs).
- L'exercice de l'option de conversion des OCEANES 2022 à l'échéance est également très improbable, une remontée suffisante du cours de l'action (entre 4€ et 5€ aujourd'hui pour un cours de conversion à 29,60€) ne pouvant être envisagée tant que la visibilité sur les programmes de recherche ne sera pas améliorée, soit début 2023 au plus tôt.
- Compte tenu de cette absence de visibilité d'ici à octobre 2022, cette contrainte, qui grève aujourd'hui la flexibilité financière de la Société et qui impacte par ricochet ses capacités

<sup>15</sup> Ce montant n'est pas communiqué tel quel dans les rapports financiers 2019 et semestriel au 30 juin 2020 de la Société. Nous comprenons, à la lecture des rapports financiers 2017 et postérieurs, qu'il correspond au montant enregistré au bilan de la Société à fin 2017, peu après l'émission des OCEANE 2022, et qu'il n'a pas évolué depuis.

<sup>16</sup> D'après leurs conditions d'émission, nous comprenons que les porteurs d'OCEANES n'ont la faculté d'exiger le remboursement anticipé de celles-ci qu'en cas de

- changement de contrôle de la Société,
- défaut de paiement par la Société (i) des intérêts de l'OCEANE ou (ii) d'un passif financier supérieur à 6 m€.

Etant donné, le niveau de trésorerie actuel de la Société, il est peu probable qu'un tel défaut se produise avant l'échéance d'octobre 2022.

<sup>17</sup> Pour mémoire, le niveau de consommation de trésorerie annoncé pour 2020 par le Management est de 110m€, l'objectif pour 2022 est de 45m€. En considérant un niveau de consommation « moyen » de 75m€ pour 2021 – hors impact potentiel de l'Opération - la consommation totale de trésorerie entre septembre 2020 et octobre 2022 devrait être de l'ordre de 140m€ (110/4 + 75 + 45/12\*10), soit un niveau de trésorerie résiduel inférieur à 60m€ à fin octobre 2022.



---

de développement, ira *a priori* en s'amplifiant à mesure que se rapprochera la date d'échéance des OCEANes.

Dans l'éventualité où la Société se trouverait effectivement en situation de défaut de remboursement des OCEANes 2022 à l'échéance, il y a un risque important pour les porteurs d'OCEANes de se voir *in fine* rembourser un montant inférieur à 60m€ (soit le montant de trésorerie disponible estimé à cet horizon) :

- A part des actifs de propriété intellectuelle constitués au gré de ses activités de recherche, la Société ne possède aucun actif susceptible d'être réalisé pour une valeur non négligeable en cas de liquidation<sup>18</sup>. La valeur de marché de ces actifs de propriété intellectuelle ne peut aujourd'hui être estimée avec précision. Néanmoins on peut supposer que, s'ils devaient être cédés dans un contexte de liquidation, la décote subie sur la valeur de marché théorique serait probablement très importante (*firesale discount*). Elle serait d'autant plus grande que l'incertitude sur les résultats des essais cliniques ne sera toujours pas résolue à cette date.
- La Société devrait non seulement rembourser tous ses passifs opérationnels, et en priorité ses dettes sociales et fiscales (pour mémoire, la Société a un BFR négatif de 25m€ au 30 juin 2020), mais elle devrait également supporter des coûts de liquidation.

Dans un tel scénario de défaut, les porteurs d'OCEANes 2022 subiraient donc *a minima* une décote de 67%<sup>19</sup> par rapport à la valeur nominale de leurs obligations. Quant aux actionnaires, compte tenu de leur rang en termes de séniorité, ils verraient la valeur de leurs actions réduite à néant.

Au total, à la veille de l'Opération, la situation financière de la Société est délicate et seule la renégociation des conditions financières des OCEANes 2022 semble pouvoir offrir une issue à tous les bailleurs de fonds (actionnaires et porteurs d'OCEANes 2022).

## 4.2. Description de l'Opération

Conscient de ces difficultés, le Management a depuis plusieurs mois annoncé son intention de procéder à la restructuration des OCEANes 2022.

Le 23 novembre 2020, la Société a annoncé les termes financiers proposés pour l'Opération :

- un rachat partiel (à hauteur de 50m€ maximum) des OCEANes 2022. Plus précisément, la Société s'est engagée à racheter au prix unitaire de 16,40€<sup>20</sup>, un maximum de 3 048 780 OCEANes 2022, soit 50,1% des OCEANes 2022 en circulation.
- la modification de certaines caractéristiques-clés des OCEANes qui resteront en circulation (les « **OCEANes 2025** »), les autres caractéristiques restant inchangées :
  - une maturité allongée jusqu'en octobre 2025,
  - un ratio de conversion porté à 5,5 actions pour 1 OCEANE<sup>21</sup>, engendrant une dilution potentielle de 30%<sup>22</sup> pour les actionnaires existants,

---

<sup>18</sup> Le stock important de déficits fiscaux reportables dont dispose la Société (440m€ au 30 juin 2020) peut être utilisé que par elle dans le cadre de son activité historique. Dès lors, il ne peut être valorisé par la Société, ni aujourd'hui en l'absence de visibilité sur les perspectives de résultat à moyen terme, ni dans l'hypothèse d'une liquidation.

<sup>19</sup>  $(60 / 180 - 1) = 67\%$ .

<sup>20</sup> Coupon couru attaché, jusqu'à la date de rachat effectif (janvier 2021).

<sup>21</sup> Soit une valeur faciale de conversion de 5,38 € (29,6€ / 5,5).

<sup>22</sup> Hors impact des instruments dilutifs (BSA, *stock-options*, plans d'actions gratuites) existant à ce jour.



- une clause d'ajustement du ratio de conversion en cas d'offre publique visant les actions *Genfit* ajustée pour prendre en compte l'allongement de trois ans de la maturité des OCEANES,
  - un décalage de l'ouverture de la période de remboursement par anticipation au gré de la Société à novembre 2023 (au lieu de novembre 2020).
- étant précisé que, dans l'éventualité où les demandes de rachat seraient bien en deçà du seuil maximum de 50 m€, la Société serait contrainte d'annuler l'Opération.

Le 7 décembre 2020, à l'issue de la période de réception des demandes de rachat, la Société a annoncé le succès de la première étape de l'Opération. Elle a communiqué les résultats définitifs de l'offre de rachat partiel : 2 895 260 OCEANES seront concernées, soit 47,6% des OCEANES 2022 en circulation, pour un montant total de 47,5 m€.

Si l'Opération aboutit, il restera donc 3 185 821 OCEANES 2025 en circulation, pour un montant nominal total de 94,3m€, et engendrant une dilution potentielle de 31,1%<sup>23</sup> pour les actionnaires existants.

### 4.3. Impact immédiat de l'Opération sur les actionnaires et les porteurs d'OCEANES

Les conséquences immédiates de l'Opération sur la structure financière de la Société sont multiples.

Première composante de l'Opération, le rachat par la Société d'une fraction des OCEANES 2022 a plusieurs conséquences :

- La Société décaisse immédiatement 47,5 m€. Sachant qu'elle disposait d'environ 199m€ de trésorerie à fin septembre 2020 et que, d'après le Management, la réalisation de l'Opération devrait lui faciliter l'accès à des financements publics complémentaires<sup>24</sup>, elle devrait donc malgré ce décaissement disposer de suffisamment de trésorerie jusqu'à l'obtention des résultats des études cliniques d'*elafibranor* pour le traitement de la PBC (début 2023).
- Ce rachat, en permettant à la Société de se désendetter significativement (94,3m€ de montant nominal de dette obligataire post-Opération contre 180 m€ pré-Opération), entraîne mécaniquement une baisse de son risque de défaut.

Deuxième composante de l'Opération, la modification des caractéristiques des OCEANES restant en circulation redonne une valeur à leur composante obligataire (via la baisse du risque de défaut) et à leur composante optionnelle (via l'allongement de la maturité et le changement du ratio de conversion). En effet, en repoussant la maturité du solde des OCEANES de 2022 à 2025, la Société repousse le risque d'un défaut à une période où, si les résultats de ses recherches sont positifs, elle disposera de perspectives solides pour procéder à une nouvelle augmentation de capital, négocier un partenariat industriel, voire refinancer sa dette à moindre coût. De plus, la modification du ratio de conversion du solde des OCEANES diminue significativement la probabilité pour la Société d'avoir à rembourser ses obligations à l'échéance en octobre 2025.

<sup>23</sup> Hors impact des instruments dilutifs (BSA, *stock-options*, plans d'actions gratuites) existant à ce jour.

<sup>24</sup> Tels que des avances remboursables accordées par *BPI* ou des aides mises en place par l'Etat dans le contexte de la pandémie de Covid-19, celle-ci étant à l'origine du retard pris dans le démarrage de l'essai de Phase III d'*elafibranor* pour le traitement de la PBC



Au total, la Société retrouvera à l'issue de l'Opération la flexibilité financière indispensable à son développement.

Sur ces bases, nous avons estimé l'impact immédiat de chacune des deux composantes de l'Opération sur le patrimoine des actionnaires, d'une part, et sur celui des porteurs d'OCEANE 2022, d'autre part.

(i) Impact du rachat partiel des OCEANES 2022

Du point de vue des actionnaires, le rachat pour 47,5m€ de 2,9 m d'OCEANES 2022 a un impact théorique négatif de 15,5m€<sup>25</sup>, conséquence d'un prix de rachat unitaire des OCEANES 2022 (16,4€) supérieur à leur valeur de marché à la veille de l'annonce de l'Opération (11,0€).

Du point de vue des porteurs d'OCEANES 2022, symétriquement, le rachat des OCEANES a un impact théorique positif de 15,5 m€. La contrepartie de ce transfert théorique de richesse est l'abandon immédiat d'une partie de leur créance, soit un montant de 38,2m€<sup>26</sup>.

(ii) Impact de la modification des caractéristiques du solde des OCEANES 2022

Du point de vue des porteurs d'OCEANES 2022, la modification des caractéristiques des OCEANES restant en circulation a un impact théorique positif de 61,3m€, si l'on raisonne par rapport à la valeur de marché de leurs titres à la veille de l'Opération. Cette estimation repose sur la mise en œuvre d'un modèle d'évaluation pour estimer la valeur des OCEANES 2025 au lendemain de l'Opération<sup>27</sup>.

Du point de vue des actionnaires, la modification des caractéristiques des OCEANES restant en circulation a symétriquement un impact théorique négatif de 61,3m€.

L'Opération a donc un impact direct de transfert de richesse des actionnaires vers les porteurs d'OCEANES 2022, impact qui peut être mesuré. En revanche, en diminuant le risque de défaut de la Société, l'Opération devrait également avoir un impact positif sur la valeur des actions de la Société, impact qu'il n'est pas possible de mesurer précisément aujourd'hui.

L'ensemble des impacts financiers immédiats de l'Opération peut donc être synthétisé comme présenté dans le tableau ci-après.

**Impacts financiers immédiats de l'Opération**

m€	Avant opération <sup>(1)</sup>	Etape 1 Rachat des OCEANES 2022	Etape 2 Transformation des OCEANES 2022 en OCEANES 2025	Etape 3 Effet positif de l'Opération sur le cours de l'action	Ecart Etape 1 / 0	Ecart Etape 2 / 1
Capitalisation boursière	189,3	173,8	112,5		(15,5)	(61,3)
+ Valeur de marché des OCEANES	67,1	35,1	96,4	non mesurable	(31,9)	61,3
= Valeur de marché des fonds propres et obligations convertibles	256,4	208,9	208,9	non mesurable	(47,5)	-
Valeur par action (€)	4,9	4,5	2,9			
# actions	38,8	38,8	38,8			
Valeur par OCEANE (€)	11,0	11,0	30,3			
# OCEANES	6,1	3,2	3,2			

<sup>(1)</sup> Veille de l'annonce de l'Opération, soit le 30 septembre 2020. Source: Capital IQ & Bloomberg - NXED

<sup>25</sup> Ce montant correspond à la différence entre le cours de l'OCEANE pré-annonce de l'Opération (11,0€), et le prix de rachat (16,4€), multipliée par le nombre d'OCEANES rachetées (2 895 260).

<sup>26</sup> Ce montant correspond à la différence entre le prix de rachat (16,4€) et la valeur nominale d'une OCEANE 2022 (29,6€), multipliée par le nombre d'OCEANES rachetées (2 895 260).

<sup>27</sup> Par prudence, nous retenons le haut de notre fourchette d'estimations de la valeur des OCEANES 2025, 96,4m€ correspondant à une valeur unitaire estimée à 30,3€ multipliée par le nombre d'OCEANES 2025 en circulation, soit 3 185 821 (voir Annexe 2).



---

Rappelons par ailleurs que la Société aura obtenu des porteurs d'OCEANes 2022, via la réalisation de cette Opération, une réduction de leur créance obligataire de près de 52%.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Le montant nominal de la dette obligataire restante s'élèvera à 94 m€ après Opération, contre 180 m€ avant.



---

## 5. Impact patrimonial à moyen terme de l'Opération pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANES

Nous avons également simulé l'impact de l'Opération à moyen terme sur le patrimoine des actionnaires et des porteurs d'OCEANES 2022. A cette fin, nous nous sommes placés au 16 octobre 2025, date de maturité des OCEANES 2025, et nous avons mesuré, sur la base des cours avant annonce de l'Opération, les niveaux de TRI qui seraient enregistrés par les actionnaires et les porteurs d'OCEANES 2022 en fonction de différents scénarios de valeur de marché de la Société à cet horizon.

Notre modélisation repose sur les mécanismes suivants :

- Nous considérons la valeur de marché à octobre 2025 de l'ensemble correspondant aux capitaux propres et dette convertible (actions ordinaires et OCEANES). Cette valeur est considérée après impact du rachat partiel de 47,6% des OCEANES 2022 qui interviendra fin janvier 2021 (elle se compare donc à la valeur plancher estimée immédiatement après l'Opération de 208,9 m€ - cf. *tableau présenté en partie 4.3*) et y compris la trésorerie éventuelle libérée par l'exercice d'options sur la période.
- Pour déterminer le nombre d'actions avant conversion éventuelle des OCEANES 2025, nous avons exclu les actions auto-détenues, et considéré que les instruments dilutifs existants à la date de nos travaux et non caduques au 16 octobre 2025 seraient exercés en totalité si leur prix d'exercice était atteint, sans tenir compte des conditions de performance qui leur sont attachées par souci de simplification.
- Sur la base du ratio de conversion de 5,5, la valeur agrégée des fonds propres et dette convertible correspondant au seuil de conversion des OCEANES 2025 est de 303,1 m€. <sup>29</sup> En dessous de ce seuil, il n'est pas optimal pour les porteurs d'OCEANES d'exercer leur option de conversion, ils exigeront alors le remboursement du nominal de l'obligation (94m€), quitte à mettre la Société en défaut. Au-dessus de ce seuil, ils convertiront leurs obligations et 17 522 016 actions seront créées.

Le tableau et le graphique ci-après présentent la performance financière comparée des actions ordinaires et des porteurs d'OCEANES 2022 en fonction de la valeur agrégée des fonds propres et dette convertible au 16 octobre 2025.

Le TRI pour l'actionnaire est calculé par rapport à une valeur initiale de l'action au 30 septembre 2020 (4,88€), soit juste avant l'annonce de l'Opération.

Le TRI pour les porteurs d'OCEANES 2022 est calculé par rapport à une valeur initiale du cours de l'OCEANE au 30 septembre 2020 (11,0€), soit juste avant l'annonce de l'Opération<sup>30</sup>. Le TRI calculé tient également compte, sur la période intercalaire, des flux liés (i) au rachat partiel des OCEANES 2022, soit 47,5 m€ positionné le 29 janvier 2021, et (ii) des versements semestriels du coupon sur les OCEANES 2025.

---

<sup>29</sup> Nominal de l'OCEANE 2025 (29,6€) multiplié par la somme du nombre d'OCEANES 2025 (3 185 821) et divisé par la dilution induite par l'exercice des OCEANES [17 522 016 / (17 522 016 + 38 799 067)].

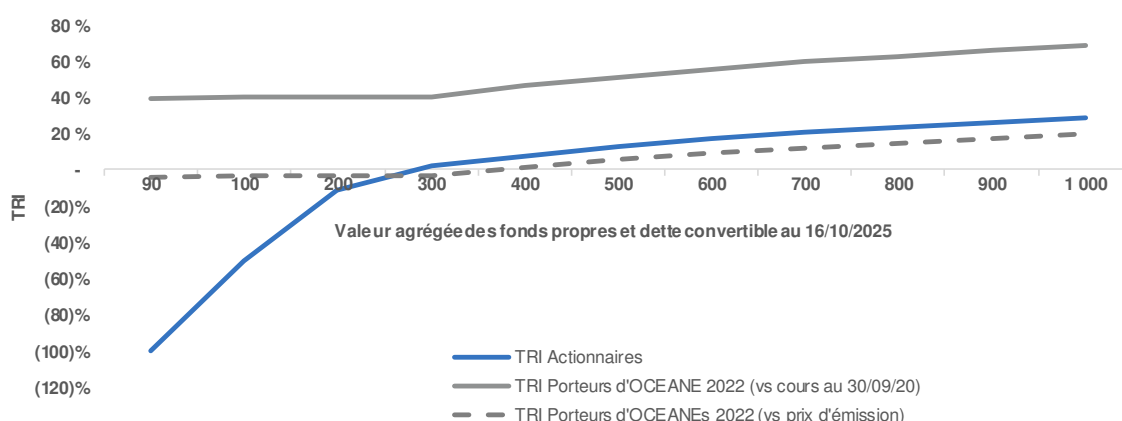
<sup>30</sup> Le TRI pour le porteur d'OCEANES 2022 correspond au retour pour les porteurs d'OCEANES 2022 dans leur ensemble. Nous n'avons pas examiné la situation individuelle d'un porteur d'OCEANE en fonction de la proportion des titres qu'il choisit de se faire racheter ou de conserver.



Le cours au 30 septembre 2020 des OCEANES 2022 intègre selon nous pleinement les effets du risque de défaut sur la valeur des OCEANES. Il est aussi affecté par la faible liquidité du marché du titre. A cet égard, nous estimons qu'il constitue probablement une valeur basse de l'OCEANE 2022, qui conduit donc à des estimations hautes du TRI des porteurs d'OCEANES 2022.

A titre d'information, nous avons également calculé le TRI pour le porteur d'OCEANES 2022 par rapport à la valeur nominale des obligations (soit 180 m€). En effet, nous comprenons que de nombreux porteurs d'OCEANES 2022 ont investi lors de l'émission en 2017, et qu'ils ont donc un prix de revient égal à la valeur nominale de ces obligations. Précisons cependant que la valeur nominale correspond à une valeur théorique maximale des OCEANES 2022 à la date d'Opération, puisqu'elle ignore totalement l'aggravation du risque de défaut de la Société observée depuis presque un an.

Valeur des fonds propres et obligations convertibles au 16/10/2025 (m€)	208,9m€, valeur plancher post Opération									
	100	200	300	400	500	600	700	800	900	1000
<i>Conversion</i>	<i>Non</i>	<i>Non</i>	<i>Non</i>	<i>Oui</i>	<i>Oui</i>	<i>Oui</i>	<i>Oui</i>	<i>Oui</i>	<i>Oui</i>	<i>Oui</i>
Valeur des obligations convertibles (m€)	94,3	94,3	94,3	-	-	-	-	-	-	-
Valeur des fonds propres (m€)	5,7	105,7	205,7	400,0	500,0	600,0	700,0	800,0	900,0	1 000,0
# actions post conversion	38,8	38,8	38,8	56,3	56,3	56,3	56,4	56,7	56,7	56,7
Valeur unitaire de l'action (€)	0,1	2,7	5,3	7,1	8,9	10,7	12,4	14,1	15,9	17,6
<b>TRI Actionnaires</b>										
Sur la base du cours au 30/09/20 (4,9€)	(50,1)%	(10,9)%	1,7 %	7,7 %	12,6 %	16,7 %	20,3 %	23,4 %	26,3 %	29,0 %
<b>TRI Porteurs d'OCEANES 2022</b>										
Sur la base du cours au 30/09/20 (11,0€)	40,0 %	40,0 %	40,0 %	46,0 %	51,1 %	55,5 %	59,4 %	62,7 %	65,9 %	68,8 %
Sur la base du prix d'émission (29,6€)	(3,6)%	(3,6)%	(3,6)%	1,3 %	5,5 %	9,0 %	12,1 %	14,8 %	17,3 %	19,7 %
<b>Ecart avec le TRI Actionnaires</b>										
Sur la base du cours au 30/09/20	90,1 %	50,9 %	38,4 %	38,3 %	38,5 %	38,8 %	39,1 %	39,3 %	39,5 %	39,8 %
Sur la base du prix d'émission	46,4 %	7,3 %	(5,3)%	(6,4)%	(7,1)%	(7,7)%	(8,2)%	(8,6)%	(9,0)%	(9,3)%



Il ressort de ces analyses que l'impact patrimonial de l'Opération est plus important pour les porteurs d'OCEANES 2022 que pour les actionnaires. Cet impact est le résultat de plusieurs facteurs :

- Les OCEANES 2022 ont une position de séniorité dans la structure financière de la Société par rapport aux actions ordinaires. Dès lors, dans un contexte où la situation financière de la Société ne permet pas aujourd'hui d'assurer le remboursement des obligations, les porteurs d'OCEANES 2022 sont prioritaires pour obtenir le





---

remboursement du nominal de leur obligation (180 m€). Ils bénéficient donc d'un rapport de force nettement en leur faveur.

- Ce rapport de force a toutefois une limite puisqu'en cas de défaut de la Société, les porteurs d'OCEANEs ont la quasi-certitude de ne pas pouvoir recouvrer leur créance en totalité, voire de supporter une décote très importante sur celle-ci, comme nous l'avons montré plus haut (*cf. supra* section 4.1.). Par ailleurs, il est vraisemblable que, dans une telle éventualité, la Société se placerait sous la protection d'une procédure collective afin de protéger ses intérêts, ce qui aurait pour effet certain de retarder significativement le recouvrement de cette créance.
- Dans le cadre de l'Opération, les porteurs d'OCEANEs ont consenti à céder une fraction de leurs obligations avec une décote de 45% par rapport à leur valeur faciale (16,4€ contre 29,6 €). En revanche, ce prix de rachat offre une prime par rapport aux derniers cours des OCEANEs 2022 préalablement à l'annonce de l'Opération (11,0€ au 30 septembre 2020 – soit une décote de 62% par rapport à la valeur faciale). En réalisant l'Opération, les porteurs d'OCEANEs 2022 ont donc certes, consenti à abandonner une fraction de leur créance, mais la décote consentie est inférieure à celle observée sur le marché à cette même date.
- Dernier facteur, s'agissant du solde des OCEANEs 2022, les porteurs bénéficient d'une remise à zéro (*reset*) de leurs caractéristiques, avec à la fois un nouveau prix de conversion (5,4€) et une maturité rajeunie à 5 ans (proche de celle des OCEANEs 2022 à émission).



---

## 6. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

En 2017, *Genfit* a émis des Obligations à option de Conversion en Actions Nouvelles ou Existantes, pour un montant nominal de 180m€ et une maturité en octobre 2022 (OCEANEs 2022). L'objet de cette émission était de financer le développement de la Société et, en particulier, celui de son principal programme de recherche, à savoir le candidat-médicament *elafibranor* pour le traitement de la NASH.

Suite aux résultats décevants de l'étude clinique de Phase III et à l'arrêt consécutif du programme à la mi-2020, la Société se trouve aujourd'hui dans une situation financière délicate. En effet, la poursuite de ses activités de recherche sur les deux prochaines années restera fortement consommatrice de trésorerie. Or, ce n'est, au mieux, que début 2023 que la Société aura les premiers résultats des deux programmes sur lesquels elle a réorienté ses recherches. Le Management de la Société ne prévoit donc aucun revenu significatif issu de ces programmes avant cette date. En conséquence, à la date de maturité des OCEANEs (octobre 2022), la trésorerie disponible de la Société ne devrait pas lui permettre de rembourser ses obligations en totalité. Dans le même temps, le niveau actuel du cours de bourse de *Genfit*, proche de son plus bas historique, rend très improbable l'exercice de l'option de conversion des OCEANEs 2022 d'ici à leur date d'échéance et interdit à la Société toute nouvelle levée de fonds par le biais d'une augmentation de capital.

Au total, la Société risque donc de se trouver en situation de défaut lors du remboursement des OCEANEs 2022. Cette perspective de défaut à moyen terme fragilise aujourd'hui la Société dans la conduite de ses opérations et lui ôte toute flexibilité pour restructurer son financement. Pire encore, compte tenu de l'absence de visibilité d'ici à octobre 2022, cette contrainte ira *a priori* en s'amplifiant à mesure que se rapprochera la date d'échéance des OCEANEs 2022.

En cas de défaut de la Société à cet horizon, les porteurs d'OCEANEs 2022 ont la quasi-certitude de subir une décote très importante sur la valeur nominale de leur créance (nous estimons cette décote *a minima* à 67%). Quant aux actionnaires, ils verraient de façon quasi-certaine la valeur de leurs actions réduite à zéro.

Sur ces bases, nous pouvons d'ores et déjà conclure au bien-fondé de l'Opération puisque seule une renégociation des conditions financières des OCEANEs 2022 semble pouvoir offrir une issue satisfaisante aux bailleurs de fonds de la Société, qu'ils soient actionnaires ou porteurs d'OCEANEs 2022. Dans ce contexte, étant donné leur position de séniorité dans la structure financière de la Société, les porteurs d'OCEANEs 2022 bénéficient d'un rapport de force en leur faveur.

Les termes financiers proposés pour la réalisation de l'Opération ont été communiqués par la Société le 23 novembre 2020, à savoir principalement :

- un rachat d'au maximum 50,1% des OCEANEs 2022 en circulation, pour un prix unitaire de 16,40€ (représentant un décaissement maximum de 50m€ pour la Société),
- une maturité du solde des OCEANEs 2022 repoussée au 16 octobre 2025, avec une hausse du ratio de conversion à 5,5 actions par OCEANE 2025 (au lieu d'une action pour une OCEANE 2022), la valeur nominale et le prix de remboursement unitaires des OCEANEs restant inchangés à 29,60€.



---

Le 7 décembre 2020, à l'issue de la période de réception des demandes de rachat, la Société a annoncé que 2 895 260 OCEANES 2022 seraient concernées par le rachat partiel dans le cadre de l'Opération, soit 47,6% des OCEANES 2022 en circulation, pour un montant total de 47,5 m€. Si l'Opération aboutit, il restera donc 3 185 821 OCEANES 2025 en circulation, pour un montant nominal total de 94,3m€.

Afin de pouvoir nous prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération, nous avons examiné et comparé la situation patrimoniale des actionnaires et celle des porteurs d'OCEANES 2022, (i) au lendemain immédiat de l'Opération, puis (ii) à l'horizon octobre 2025 (c'est-à-dire à la date de maturité des OCEANES telle que modifiée par l'Opération). La mesure des impacts patrimoniaux de l'Opération pour les deux catégories de titres a été réalisée par rapport à leur cours de bourse respectifs à la veille de l'annonce de l'Opération (le 30 septembre 2020).

Les résultats de nos analyses sont les suivants.

- (i) Dans le cadre de l'Opération, les porteurs d'OCEANES ont consenti à céder une fraction de leurs obligations avec une décote de 45% par rapport à leur valeur faciale (16,4€ contre 29,6€). Cette décote reste logiquement inférieure à celle observée sur le marché à la veille de l'Opération (62%, par rapport au cours de 11,0€ du 30 septembre 2020), puisque ce cours intègre pleinement le risque de défaut qui pèse sur la Société.
- (ii) L'Opération entraînera, de façon immédiate, un transfert de richesse théorique des actionnaires vers les porteurs d'OCEANES 2022 que nous estimons à environ 77m€ (par le biais du rachat d'une fraction des OCEANES 2022, puis par le rajeunissement du prix de conversion et l'allongement de la maturité des OCEANES). Cependant, l'Opération devrait également, en diminuant le risque de défaut de la Société et en redonnant davantage de flexibilité stratégique et opérationnelle, avoir un impact positif sur le cours de l'action à court terme, sans que nous puissions aujourd'hui mesurer précisément cet impact. Par ailleurs, si l'Opération n'était pas réalisée, les actionnaires verraient de façon quasi-certaine la valeur de leurs actions réduite à zéro d'ici à fin 2022.
- (iii) A l'horizon 2025, si la valeur agrégée des fonds propres et quasi-fonds propres (OCEANES) de la Société se situe entre 100m€ et 300m€, le rendement enregistré par les actionnaires sera négatif ou nul alors que celui enregistré par les porteurs d'OCEANES 2022 restera stable à 40% (sur la base du cours des OCEANES avant Opération). En revanche, si la valeur agrégée des fonds propres et quasi-fonds propres de la Société dépasse le seuil de 300m€, les rendements enregistrés par les actionnaires et porteurs d'OCEANES 2022 seront tous deux positifs, celui des porteurs d'OCEANES excédant toujours celui des actionnaires.
- (iv) Sans surprise, l'Opération aura donc un impact patrimonial théorique à moyen terme plus favorable pour les porteurs d'OCEANES 2022 que pour les actionnaires. Cependant, les écarts de rendement observés nous semblent raisonnables au regard (i) du rapport de force actuel en faveur des porteurs d'OCEANES 2022 et (ii) du niveau de risque propre à chaque catégorie de titres. En effet, les actions de la Société sont par essence plus risquées que les OCEANES 2022. La réalisation d'un risque (l'échec d'une étude clinique) impacte donc de façon plus significative le rendement attendu par les actionnaires que celui attendu par les porteurs d'OCEANES 2022.



---

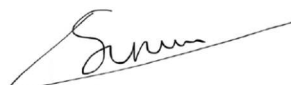
Sur ces bases, nous estimons que les conditions financières de l'Opération sont équitables pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANes 2022 de la Société.

Paris, le 15 décembre 2020.

Pour Accuracy,



Henri Philippe  
Associé



Laura Surun  
Directeur



Margaux de Saint-Exupéry  
Senior Manager

# Annexe 1. Etats financiers historiques de Genfit

## Genfit - Comptes de résultats historiques

En k€	2015	2016	2017	2018	2019	S1 2020
<b>Revenus industriels</b>	<b>527</b>	<b>284</b>	<b>118</b>	<b>69</b>	<b>30 839</b>	<b>122</b>
+ Autres produits	3 831	6 499	6 737	7 425	10 122	5 746
- Frais de R&D	16 360	32 959	54 189	67 024	66 170	36 867
- Frais généraux et administratifs	5 630	7 938	9 421	9 076	17 265	8 251
- Frais marketing et de pré-commercialisation	-	-	-	717	13 708	9 491
+ Autres produits (charges) opérationnels	(45)	(44)	60	(162)	(1 649)	(423)
<b>= Résultat opérationnel</b>	<b>(17 677)</b>	<b>(34 158)</b>	<b>(56 695)</b>	<b>(69 485)</b>	<b>(57 831)</b>	<b>(49 164)</b>
Produits financiers	642	729	642	728	5 221	2 095
- Charges financières	100	203	3 096	11 118	13 110	6 102
<b>+ Résultat financier</b>	<b>542</b>	<b>526</b>	<b>(2 454)</b>	<b>(10 390)</b>	<b>(7 889)</b>	<b>(4 007)</b>
<b>= Résultat net avant impôt</b>	<b>(17 135)</b>	<b>(33 632)</b>	<b>(59 149)</b>	<b>(79 875)</b>	<b>(65 720)</b>	<b>(53 171)</b>
+ Produit (charge) d'impôt	-	(35)	3 420	354	576	159
<b>= Résultat net</b>	<b>(17 135)</b>	<b>(33 667)</b>	<b>(55 729)</b>	<b>(79 521)</b>	<b>(65 144)</b>	<b>(53 012)</b>

Source: Rapports annuels et semestriels du Groupe

## Genfit - Bilans historiques

En k€	31-déc-15	31-déc-16	31-déc-17	31-déc-18	31-déc-19	30-juin-20
Immobilisations incorporelles	563	668	636	796	920	894
+ Immobilisations corporelles	1 324	3 010	6 324	7 764	4 262	4 282
+ Droit d'utilisation d'actifs (IFRS 16)	-	-	-	-	12 191	11 225
+ Immobilisations financières	643	716	760	1 313	1 726	1 595
<b>= Actif immobilisé</b>	<b>2 530</b>	<b>4 394</b>	<b>7 720</b>	<b>9 873</b>	<b>19 099</b>	<b>17 996</b>
Stocks	28	14	-	4	4	5
+ Créance de CIR	4 852	7 104	8 466	8 784	9 585	6 684
+ TVA à recevoir	842	993	994	1 103	1 814	1 583
+ Autres créances	311	297	417	395	635	672
+ Charges constatées d'avance	585	1 137	1 761	2 078	1 968	3 540
- Fournisseurs et dettes rattachées	5 275	13 341	19 053	32 649	32 753	30 082
- Dettes sociales	1 832	2 562	4 217	2 949	3 598	4 376
- Autres dettes	184	242	311	375	1 015	953
- Revenus et produits différés	34	4	3	1	139	141
- Provisions courantes	69	167	361	112	2 061	2 070
<b>= BFR</b>	<b>(776)</b>	<b>(6 771)</b>	<b>(12 307)</b>	<b>(23 722)</b>	<b>(25 560)</b>	<b>(25 138)</b>
<b>Capitaux employés</b>	<b>1 754</b>	<b>(2 377)</b>	<b>(4 587)</b>	<b>(13 849)</b>	<b>(6 461)</b>	<b>(7 142)</b>
Capital	5 990	7 792	7 792	7 796	9 715	9 715
+ Primes d'émission	118 038	237 305	251 932	251 554	377 821	378 334
+ Réserves consolidées	(51 492)	(68 654)	(102 531)	(158 897)	(238 340)	(303 662)
+ Ecart de conversion	15	21	(8)	6	14	7
+ Résultat	(17 135)	(33 667)	(55 728)	(79 521)	(65 144)	(53 011)
<b>= Capitaux propres part du Groupe</b>	<b>55 416</b>	<b>142 797</b>	<b>101 457</b>	<b>20 938</b>	<b>84 066</b>	<b>31 383</b>
<i>dont composante CP de l'OCEANE</i>	-	-	14 312	14 312	14 312	14 312
<b>Impôts différés passifs nets</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2 165</b>	<b>1 773</b>	<b>1 193</b>	<b>1 057</b>
<b>Avantages au personnel</b>	<b>743</b>	<b>849</b>	<b>936</b>	<b>1 085</b>	<b>1 408</b>	<b>1 503</b>
<b>Dettes liées aux contrats de location (IFRS 16)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12 281</b>	<b>11 233</b>
<i>Emprunts obligataires (OCEANE 2022)</i>	-	-	155 868	160 488	165 454	168 073
<i>Avances remboursables et conditionnées</i>	3 998	3 549	3 407	3 229	3 229	3 229
<i>Emprunts bancaires</i>	988	1 941	3 488	3 964	2 645	2 093
<i>Autres passifs financiers</i>	719	762	1 916	1 911	9	8
Dettes financières brute	5 705	6 252	164 679	169 592	171 337	173 403
- Disponibilités	60 111	152 277	273 820	207 240	276 748	225 721
<b>= Dette financière nette</b>	<b>(54 406)</b>	<b>(146 025)</b>	<b>(109 141)</b>	<b>(37 648)</b>	<b>(105 411)</b>	<b>(52 318)</b>
<b>Capitaux investis</b>	<b>1 753</b>	<b>(2 379)</b>	<b>(4 583)</b>	<b>(13 852)</b>	<b>(6 463)</b>	<b>(7 142)</b>

Source: Rapports annuels et semestriels du Groupe



---

## Annexe 2. Estimation de la valeur théorique des OCEANEs 2025

S'agissant d'un actif dérivé, dont la valeur dépend de l'évolution d'un actif sous-jacent, l'action, la valeur théorique d'une OCEANE 2025 dépend au premier chef de la valeur de l'action et de la volatilité de cette valeur. Comme on l'a rappelé plus haut, cette valeur théorique comprend deux composantes :

- la valeur nue (ou composante obligataire de l'OCEANE), que nous avons estimée sur la base d'une approche actuarielle traditionnelle,
- la valeur de l'option de conversion (ou composante optionnelle de l'OCEANE), que nous avons estimée à l'aide un modèle d'évaluation binomial adapté pour tenir compte des caractéristiques de l'OCEANE.

L'option de conversion est en dehors de la monnaie : le prix de conversion est de 5,38 € par action, extériorisant une prime de 10,2 % par rapport au cours de l'action pré-annonce de l'Opération (4,88 € le 30 septembre 2020).

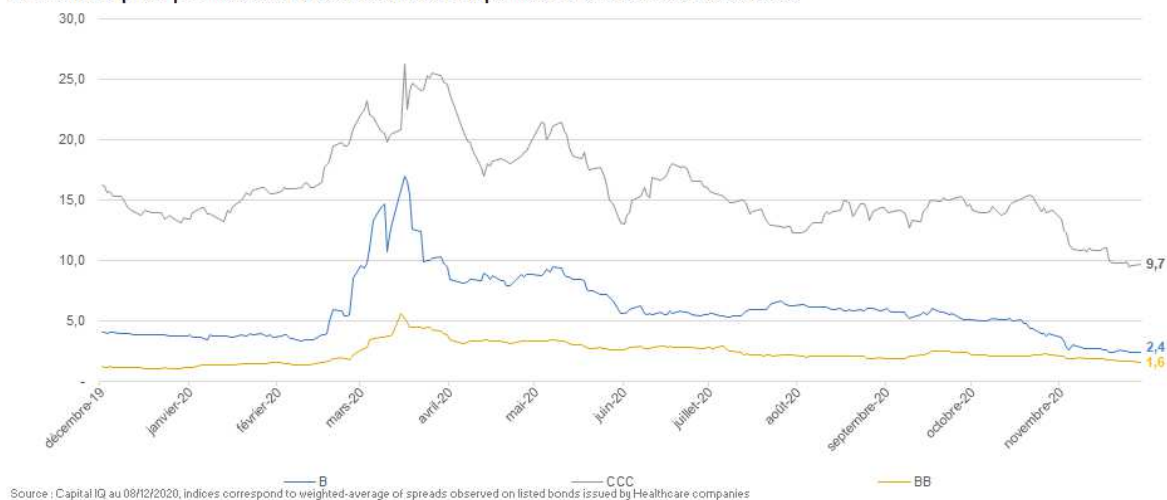
L'estimation de la valeur nue de l'obligation repose sur deux paramètres.

1. Taux sans risque : Nous avons retenu un taux sans risque à 0 % pour une maturité de cinq ans. Ce niveau de taux est en ligne avec nos observations des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) à 5 ans et des taux *swaps* affichés pour cette même maturité.
2. Coût du risque emprunteur (*spread*) de l'OCEANE : Le coût du risque a été fixé à +7,5% à partir des *spreads* observés sur des obligations comparables du secteur pharmaceutique, et de la santé.

A partir d'un échantillon constitué d'obligations cotées dont la maturité est comprise entre 3 et 5 ans, dont le montant émis est inférieur à 650 m€, et qui sont notées BB- ou moins, nous observons que le *spread* ressort entre 6,3 % et 8,9 % pour les émissions notées respectivement B- et D, soit un milieu de fourchette à 7,5 % (source : CapitalIQ au 8 décembre 2020).

Ce niveau de *spread* tient compte du fait que, à la suite de l'Opération, le risque de défaut de la Société aura considérablement diminué, en raison, d'une part, du rachat de près de la moitié des OCEANEs 2022, avec une décote de 45 %, et, d'autre part, du décalage dans le temps de trois années supplémentaires de la maturité des OCEANEs restantes. Ainsi, après l'Opération, le profil de crédit de la Société ne sera plus comparable à celui de sociétés faisant face à un risque important de défaut : le *spread* des obligations notées CCC, que l'on peut observer aujourd'hui sur le marché, un peu inférieur à 10% pour des obligations à cinq ans émises par des sociétés dans le secteur de la santé, fait donc figure de maximum (voir graphique ci-dessous).

Evolution du spread pour des dettes à 5 ans émises en EUR par des sociétés du secteur de la santé



L'estimation de la composante optionnelle de l'OCEANE 2025 s'est appuyée sur les paramètres suivants.

1. Volatilité anticipée du sous-jacent : La volatilité attendue à long terme par les investisseurs sur une action donnée n'est pas directement observable sur le marché puisqu'il s'agit de l'estimation d'une volatilité future. Toutefois, deux approches (historique et implicite) sont généralement envisagées pour estimer ce paramètre, sans qu'aucune de ces deux approches ne soit pleinement satisfaisante.
  - S'agissant de la mesure de la volatilité implicite du titre, le seul actif dérivé disponible est l'OCEANE 2022. Malheureusement, la composante optionnelle étant très largement en dehors de la monnaie, et le risque de défaut de la Société étant considérable, il n'est pas possible de mesurer de façon fiable la volatilité implicite de ces obligations.
  - S'agissant de la mesure de la volatilité historique de l'action, celle-ci ressort entre 35% et 45% sur des périodes comprises entre 2 et 5 ans (hors impact du confinement général et de l'annonce du 11 mai 2020), niveaux de volatilité cohérents avec ceux observés sur les sociétés du secteur.<sup>31</sup> Sans surprise, sur la période récente, en raison de la crise sanitaire et de la situation incertaine de la Société, les niveaux de volatilité observés sont nettement supérieurs (par exemple, plus de 75% si on mesure la volatilité de l'action sur les trois derniers mois seulement). Considérant que la situation actuelle n'est pas pérenne, nous avons donc retenu une fourchette d'estimations pour la volatilité comprise entre 35% et 40%.
2. Prix d'exercice de l'option de conversion correspond au nominal de l'obligation, soit 29,60 € pour 5,5 actions.
3. Valeur du sous-jacent (i.e. action Genfit) : Dans le contexte de l'Opération, nous avons considéré comme valeur de référence de l'action *Genfit*, la valeur de l'action à la veille de l'annonce par la Société de sa volonté de renégocier les termes de l'obligation convertible

<sup>31</sup> Nous avons considéré les sociétés comparables de biotechnologies en France et aux États-Unis : *Intercept Pharmaceuticals Inc* (traitement de pathologie du foie), *Transgene SA* (vaccins et traitements thérapeutiques pour le traitement de cancer), *DBV Technologies SA* (traitement immunothérapeutique contre les allergies).



(soit le 30 septembre 2020), soit 4,88 €. Nous avons également simulé la valeur théorique des OCEANes en retenant plusieurs valeurs pour l'action sous-jacente.

4. Coût du refinancement (repo rate) : Considérant la petite taille de la Société et la faible liquidité du titre, le coût de refinancement retenu, soit 5,00 %, correspond à la valeur haute des fourchettes d'estimations généralement retenues en la matière.
5. Maturité : La date de maturité de l'OCEANE est le 16 octobre 2025.

Sur la base des hypothèses précédentes, la valeur théorique d'une OCEANE 2025 ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre **29,8 € et 30,3 €**, soit une valeur totale de l'obligation comprise entre 94,8 m€ et 96,4 m€.

Evaluation de l'OCEANE 2025 - Analyse de sensibilité (€) - Cours au 30/09/2020

Volatilité	Spread				
	5,5 %	6,5 %	7,5 %	8,5 %	9,5 %
25 %	30,3	29,2	28,1	27,0	26,1
30 %	31,3	30,1	29,0	28,0	27,0
35 %	32,0	30,9	<b>29,8</b>	28,7	27,7
40 %	32,5	31,4	<b>30,3</b>	29,2	28,2
45 %	33,4	32,2	31,1	30,1	29,1
50 %	33,4	32,2	31,1	30,1	29,1

Evaluation de l'OCEANE 2025 - Analyse de sensibilité (m€) - Cours au 30/09/2020

Volatilité	Spread				
	5,5 %	6,5 %	7,5 %	8,5 %	9,5 %
25 %	96,7	93,0	89,5	86,2	83,0
30 %	99,6	95,9	92,4	89,1	86,0
35 %	102,0	98,3	<b>94,8</b>	91,5	88,4
40 %	103,6	99,9	<b>96,4</b>	93,1	90,0
45 %	106,3	102,6	99,1	95,7	92,6
50 %	106,3	102,6	99,1	95,8	92,6





### Annexe 3. État récapitulatif des instruments financiers pouvant donner accès au capital de la Société

#### Récapitulatif des instruments dilutifs

Instrument	Date d'expiration	# d'options attribuées	# d'options annulées ou caduques	# d'options restant	Prix d'exercice
BSA 2014-B	28/02/2019	46 765		46 765	23,5
BSA 2014-A	30/09/2018	46 765		46 765	23,5
BSA 2015-A	31/05/2019	12 860		12 860	35,95
BSA 2015-B	30/11/2019	12 860		12 860	35,95
BSA 2017-A	30/06/2022	18 345		18 345	19,97
BSA 2017-B	15/07/2022	18 345		18 345	19,97
BSA 2019	31/05/2024	35 070		35 070	12,32
BSAAR 2014	01/07/2019	62 717	(62 717)	-	23,5
BSAAR 2016	27/07/2020	10 800		10 800	23,5
AGA 2016	15/12/2019	30 709	(5 429)	25 280	0
AGA 2017	31/12/2020	41 196	(9 846)	31 350	0
AGA 2018	31/12/2020	35 800	(1 872)	33 928	0
AGA 2019	16/09/2022	36 626	(1 152)	35 474	0
SO 2016 US	16/12/2026	10 500	(10 500)	-	21,12
SO 2016 1 & 2	16/12/2026	62 875	(13 169)	49 706	15,79
SO 2017 US	31/12/2027	13 000	(13 000)	-	22,54
SO 2017 1 & 2	31/12/2027	96 250	(21 577)	74 673	17,91
SO 2018 US	31/12/2028	17 500	(3 000)	14 500	21,65
SO 2018	31/12/2028	122 000	(2 000)	120 000	16
SO 2019	17/09/2029	107 780	(1 780)	106 000	13,99
SO 2019 US 1	17/09/2029	30 620	-	30 620	16,9
SO 2019 US 2	17/01/2030	13 350	-	13 350	14,31
<b>Total</b>		<b>882 733</b>	<b>(146 042)</b>	<b>736 691</b>	

Source : Rapport annuel 2019 de la Société



---

## Annexe 4. Analyse de la volatilité du cours de l'action

Les tableaux ci-dessous proposent une estimation de la volatilité historique du cours de l'action *Genfit* à différentes dates :

- au 5 mars 2020, reflétant la volatilité de l'action avant les impacts de la crise liée à l'épidémie de Covid-19,
- au 11 mai 2020, reflétant la volatilité de l'action dans un contexte de pandémie liée à la Covid-19 mais avant l'annonce de l'échec de la Phase III d'*elafibranor* dans la NASH.
- au 30 septembre 2020, reflétant la volatilité de l'action impactée par (i) la crise liée à la pandémie de Covid-19 et (ii) l'échec de la Phase III d'*elafibranor* dans la NASH.

### Volatilité du cours de bourse (yc Covid-19 & annonce Phase III)

en %	Closing price	Closing adj.
1 an	110,2 %	110,2 %
2 ans	83,2 %	83,2 %
3 ans	69,5 %	69,5 %
4 ans	63,9 %	63,9 %
5 ans	59,9 %	59,9 %

Source : données Capital IQ au 30 septembre 2020

### Volatilité du cours de bourse (yc impact Covid-19)

en %	Closing price	Closing adj.
1 an	45,2 %	45,2 %
2 ans	40,8 %	40,8 %
3 ans	36,6 %	36,6 %
4 ans	38,8 %	38,8 %
5 ans	39,4 %	39,4 %

Source : données Capital IQ au 11 mai 2020

### Volatilité du cours de bourse (hors impact Covid-19)

en %	Closing price	Closing adj.
1 an	35,3 %	35,3 %
2 ans	35,0 %	35,0 %
3 ans	35,8 %	35,8 %
4 ans	35,7 %	35,7 %
5 ans	44,2 %	44,2 %

Source : données Capital IQ au 5 mars 2020

Afin d'évaluer la composante optionnelle de l'OCEANE 2025, nous avons retenu une volatilité comprise entre 35 % et 40 % en ligne avec la volatilité constatée à moyen terme avant les impacts liés à la pandémie de Covid-19 et les récentes annonces de la Société.



## Annexe 5. Recommandations des analystes financiers sur l'action Genfit

Le tableau ci-dessous présente les prix-cibles et les recommandations publiés par les analystes financiers après l'annonce de l'Opération le 30 septembre 2020.

### Prix cibles et recommandations des analystes après l'annonce de l'Opération

Date	Analyste	Recommandation	Prix de la veille	Prix cible	Upside / (downside)
26/11/2020	Bryan Garnier & Co	n.a.	4,3	8,0	88 %
24/11/2020	Oddo BHF	Neutre	4,1	6,3	54 %
23/11/2020	H.C. Wainwright & CO	Neutre	4,1	8,0	97 %
23/11/2020	CIC	n.a.	4,1	8,5	109 %
16/11/2020	Kepler Chevreux	Achat	4,1	7,0	70 %
01/10/2020	Kempen	Neutre	4,9	5,0	2 %
30/09/2020	Portzamparc BNP Paribas	n.a.	4,6	12,2	165 %
30/09/2020	Stifel	Achat	4,6	11,0	139 %
30/09/2020	SVB Leerink	Outperform	4,6	20,0	335 %
30/09/2020	Bank of America	Underperform	4,6	6,0	30 %
<b>Moyenne</b>				<b>9,0</b>	
<i>Médiane</i>				<i>8,0</i>	

Source : Notes communiquées par la Société au 4 décembre 2020

### Genfit - Evolution des recommandations des analystes depuis janvier 2019

