

Fairness opinion Cassiopea

En vue de l'offre publique d'acquisition de Cosmo Pharmaceuticals N.V. portant sur toutes les actions nominatives de Cassiopea S.p.A. détenues par le public

Zurich, le 1 octobre 2021

Fairness opinion Cassiopea

Table des matières

1	Introduction	Page 3
2	Description de l'entreprise et du marché	Page 8
3	Evaluation	Page 17
4	Conclusion	Page 29
5	Annexe	Page 32

Fairness opinion Cassiopea

I Introduction

I.1	Contexte	Page 4
I.2	Notre mandat	Page 5
I.3	Notre approche	Page 6
I.4	Sources	Page 7

I Introduction

I.1 Contexte



Cassiopea est une entreprise pharmaceutique spécialisée dans le domaine de la dermatologie et cotée à la bourse suisse

Cassiopea S.p.A. («Cassiopea» ou «la société») est une entreprise pharmaceutique spécialisée qui développe et commercialise des médicaments sur ordonnance dont le mécanisme d'action innovateur porte sur des affections dermatologiques chroniques et idiopathiques, notamment l'acné, l'alopecie androgénique et les verrues génitales. Son portefeuille comprend quatre candidats cliniques non grevés.

La société est sise à Lainate (Milan), Italie, et a subi une perte de EUR 12.3 millions pendant l'exercice financier 2020. Cassiopea lancera son premier produit au 4^e trimestre 2021 sur le marché américain U.S.

Depuis son offre publique initiale (IPO) de 2015 avec la vente d'actions secondaires par l'actionnaire majoritaire Cosmo Pharmaceuticals N.V.¹ («Cosmo»), société pharmaceutique spécialisée qui se concentre sur la gastroentérologie et l'endoscopie, Cassiopea est cotée à la bourse suisse et sa capitalisation boursière est actuellement de CHF 378.4 millions. Au 1 octobre 2021, Cassiopea avait 10.75 millions d'actions nominatives d'une valeur nominale de EUR 1 chacune («actions»)².

Le 4 octobre 2021, Cosmo annoncera une offre publique d'échange de 0.467 action Cosmo contre 1 action Cassiopea

Le 22 septembre 2021, le Conseil d'administration (CA) de Cassiopea a reçu une proposition initiale de Cosmo d'acheter tout le capital-actions de Cassiopea au moyen d'une offre publique d'échange volontaire. L'offre définitive de Cosmo a été envoyée à la société le 1 octobre 2021. Cosmo offre un ratio d'échange de 0.467 actions Cosmo pour 1 action Cassiopea. La convention de transaction a été signée le 1 octobre 2021 et l'offre publique d'échange volontaire sera annoncée le 4 octobre 2021.

Dans un tel cas, le CA de la société cible évalue l'offre et formule une recommandation à l'intention des actionnaires. Pour aider les membres du CA dans leur évaluation, une *Fairness Opinion* indépendante est généralement établie.

¹ À la date de l'IPO de 2015, sa raison sociale était Cosmo Pharmaceuticals S.A. En 2016, en conséquence de la fusion de Cosmo Pharmaceuticals S.A. avec Cosmo Pharmaceuticals N.V., les actions de Cosmo Pharmaceuticals S.A. ont été remplacées par des actions de Cosmo Pharmaceuticals N.V.

² Bourse suisse, 1 octobre 2021.

1.2 Notre mandat

La présente *Fairness Opinion* fournit une évaluation de Cassiopea dans le cadre de la transaction envisagée

IFBC est un conseiller indépendant et ne reçoit pas de rémunération en fonction du résultat de l'évaluation ou du succès de la transaction envisagée.

La date d'évaluation est le 1 octobre 2021

IFBC AG («IFBC») a été mandatée le 2 septembre 2021 par le CA de Cassiopea afin de préparer une évaluation indépendante («*Fairness Opinion*») en vue de l'offre publique d'acquisition de Cosmo portant sur toutes les actions nominatives de Cassiopea détenues par le public.

Le présent rapport a été préparé pour assister le CA de Cassiopea dans son évaluation de l'offre publique d'acquisition de Cosmo. Il ne peut être utilisé que pour l'évaluation financière de l'offre de Cosmo par le CA de Cassiopea. L'utilisation à d'autres fins que l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre est exclue. En particulier, la *Fairness Opinion* ne constitue pas une recommandation aux actionnaires d'accepter ou de rejeter l'offre.

IFBC émet cette *Fairness Opinion* en qualité de *Corporate Finance Advisor* indépendant et recevra des honoraires usuels pour ses services. IFBC ne reçoit pas de rémunération qui dépende des conclusions de la présente évaluation ni ne peut-elle prétendre à une prime (*success fee*) si la transaction envisagée est réalisée avec succès. IFBC confirme qu'elle est indépendante des parties impliquées. IFBC confirme également qu'elle est autorisée à établir des *Fairness Opinions* selon l'art. 30 al. 6 de l'Ordonnance sur les OPA et qu'elle est indépendante de la société cible.

En établissant notre évaluation, nous avons présumé que les informations fournies par la Direction de Cassiopea étaient exactes et complètes. Nous avons également présumé que les informations reçues avaient été préparées avec diligence sur la base des meilleures estimations disponibles et de l'appréciation de bonne foi de la Direction de Cassiopea. Notre responsabilité se limite à la vérification, l'évaluation et au contrôle de vraisemblance professionnels des informations et calculs fournis. En particulier, aucun audit et aucune *due diligence* n'ont été réalisés par IFBC.

La présente *Fairness Opinion* a été remise au CA de Cassiopea le 1 octobre 2021 avec les analyses d'évaluation à cette même date, en fin de journée. L'évaluation est basée sur une version actualisée du *business plan*, approuvée par le CA le 23 septembre 2021, et sur les rapports financiers semestriels de Cassiopea au 30 juin 2021.³ Selon la Direction de Cassiopea, aucun événement ou transaction significatifs ne sont survenus entre le 30 juin 2021 et la publication du présent rapport, ni ne sont pris en compte dans les prévisions actuelles pour l'exercice 2021.

³ Sources: Direction de Cassiopea; rapport de Cassiopea pour le 1^{er} semestre 2021.

Le ratio d'échange proposé correspond à un prix implicite proposé de CHF 37.13 par action Cassiopea

Sur la base du cours de clôture des actions Cosmo au dernier jour de bourse avant la publication de l'annonce préalable (1 octobre 2021), soit CHF 79.50, le ratio d'échange proposé correspond à un prix implicite proposé de CHF 37.13 par action Cassiopea. Sur la base du prix moyen pondéré par le volume («VWAP», *Volume-Weighted Average Price*) de l'action Cosmo à la bourse suisse sur les 60 jours de bourse ayant précédé la publication de l'annonce préalable de cette transaction CHF 83.56), le ratio d'échange proposé correspond à un prix implicite proposé de CHF 39.02 par action Cassiopea.

Le cours des actions Cosmo peut changer entre la date de l'annonce préalable et l'échange effectif avec les actions Cassiopea. L'évolution du cours de l'action Cosmo a un impact sur le prix implicite offert pour une action Cassiopea. Toutefois, la présente Fairness Opinion porte exclusivement sur le prix implicite proposé de CHF 37.13 par action Cassiopea, basé sur le cours de clôture de l'action Cosmo au dernier jour de bourse ayant précédé la publication de l'annonce préalable.

1.3 Notre approche

La présente appréciation de l'adéquation financière de l'offre de Cosmo aux actionnaires de Cassiopea est basée sur des considérations d'évaluation de IFBC. Celles-ci reposent sur les analyses suivantes qui sont décrites en détail dans le présent rapport:

- Analyses des affaires de la société, de son pipeline de produits et de sa stratégie, ainsi que de l'environnement du marché
- Evaluation approfondie du *business plan* approuvé par le CA de Cassiopea
- Évaluation de la société et calcul de la valeur par action selon une évaluation Sum-of-the-Parts appliquant la méthode du *Discounted Cash Flow* ajusté pour le risque
- Analyse du cours de l'action et des objectifs de cours actuels estimés par des analystes.

L'appréciation de l'adéquation financière de l'offre de Cosmo aux actionnaires de Cassiopea ne prend pas en considération les aspects fiscaux, juridiques et autres propres à chaque investisseur. Par conséquent, des déclarations quantitatives sur la valeur de Cassiopea ne sont possibles, dans le contexte de ce rapport d'évaluation, que du point de vue de tous les actionnaires. Conformément aux bonnes pratiques, les analyses d'évaluation présentées dans la présente Fairness Opinion ont été réalisées sur une base indépendante. Nous n'avons pas tenu compte d'éventuels avantages liés à l'échange d'actions Cassiopea contre des actions Cosmo.

I.4 Sources

Notre évaluation est notamment basée sur l'analyse des informations suivantes:

- Rapports annuels révisés de Cassiopea (consolidés)
- Comptes non révisés du premier semestre de l'exercice 2021 au 30 juin 2021
- Business plan de Cassiopea approuvé par le CA au 23 septembre 2021
- Informations sur le plan d'options pour les employés («ESOP», *Employee Stock Option Plan*)
- Données financières et des marché des capitaux d'une sélection de sociétés comparables (source: Refinitiv Eikon)
- Autres informations accessibles au public
- Discussions avec la Direction

Fairness opinion Cassiopea

2 Description de l'entreprise et du marché

2.1	Vue d'ensemble de Cassiopea	Page 9
2.2	Modèle d'affaires de Cassiopea	Page 10
2.3	Événements clés et indicateurs de performance de Cassiopea	Page 13
2.4	Aperçu du marché	Page 15

2 Description de l'entreprise et du marché

2.1 Vue d'ensemble de Cassiopea

Cassiopea est une entreprise pharmaceutique spécialisée dans le domaine de la dermatologie

Cassiopea est une entreprise pharmaceutique italienne domiciliée à Lainate, Italie, qui se concentre sur le développement et la commercialisation de médicaments dermatologiques sur ordonnance innovateurs, agissant sur des maladies de peau très répandues. La société cherche notamment à cibler des besoins concernant l'acné, l'alopecie androgénique (calvitie) et les verrues génitales, en se basant sur des mécanismes d'action innovateurs et de nouvelles entités chimiques. Cassiopea gère les expérimentations cliniques et les programmes de développement en cours par une structure simple, avec un nombre moyen d'employés de 11.5 pendant l'exercice 2020.

Depuis juillet 2015, Cassiopea est cotée à SIX Swiss Exchange («SIX»), après la vente d'actions secondaires par Cosmo, son actionnaire majoritaire, dans le cadre de l'IPO de Cassiopea. Cosmo a conservé une participation de 45.1%, qui est passé à 46.6% à la suite d'une augmentation de capital de EUR 23.3 millions en juin 2020.

Aujourd'hui, des investisseurs stratégiques et financiers dont les parts respectives sont d'au moins 3.0% détiennent à eux tous 62.6% des actions de la société. Parmi eux, Cosmo en détient 46.6%, Cosmo Holding S.à.r.l. 7.5%, Herz/Logistable Group 4.7%, et LLB Swiss Investment AG 3.8%.

La capitalisation boursière de la société est actuellement de CHF 378.4 millions.



Cassiopea a son siège à Lainate, Italie



Son pipeline de produits comprend quatre candidats-médicaments dermatologiques innovateurs



Cassiopea est détenue à 62.6% par des investisseurs stratégiques et financiers dont les participations respectives dépassent 3.0%



Sa capitalisation boursière actuelle est de CHF 378.4 millions

2.2 Modèle d'affaires de Cassiopea

Pipeline de produits de Cassiopea



Le pipeline actuel de produits de Cassiopea est constitué de quatre produits dermatologiques candidats différents, à des stades de développement moyens à avancés. Tous sont basés sur de nouveaux mécanismes d'action et de nouvelles entités chimiques ciblant des besoins médicaux non satisfaits dans le traitement de l'acné, de l'alopecie androgénique et des verrues génitales.

Winlevi

Winlevi est le produit le plus avancé de Cassiopea. Il s'agit d'un inhibiteur topique reconnu des récepteurs des androgènes pour le traitement de l'acné vulgaire chez des patients de 12 ans et plus, qui s'attaque à la composante hormonale de l'acné (androgènes) chez des individus de sexe masculin et féminin. Ces inhibiteurs de récepteurs limitent les effets des hormones sur la production de sébum et l'inflammation. Ayant démontré des améliorations d'efficacité statistiquement très significatives et un profil de sécurité favorable dans plusieurs études cliniques, Winlevi a été approuvé aux États-Unis par la *Food and Drug Administration* («FDA») en août 2020. Cela faisait environ 40 ans que la FDA n'avait plus approuvé de nouveau mécanisme d'action dans un médicament contre l'acné. Sun Pharmaceutical Industries Ltd. («Sun Pharma»), partenaire de Cassiopea, prévoit de lancer le produit aux États-Unis au cours du 4^e trimestre 2021.

Breezula



Basé sur le même inhibiteur des récepteurs d'androgènes et les mêmes mécanismes d'action nouveaux que pour le traitement de l'acné, Breezula fait l'objet d'une formulation différente (solution anhydre) et d'un dosage plus élevé (7.5x) et a pour but de réduire la chute des cheveux chez des patients souffrant d'alopecie androgénique («AAG»). L'AAG est la cause la plus fréquente de la chute des cheveux. Des études sur la sécurité clinique et le dosage ont donné des résultats largement positifs concernant l'application de Breezula dans différents groupes masculins, et un programme de phase 3 devrait commencer bientôt. Toutefois, des résultats généraux de phase 2 récemment publiés pour le traitement de l'AAG indiquent des résultats moins prometteurs pour les individus féminins. Le traitement n'a indiqué une amélioration significative que pour les femmes de moins de 30 ans.

CB-06-01

CB-06-01

Beaucoup des souches de bactéries sont résistantes aux antibiotiques communément prescrits pour l'acné. Le CB-06-01 est le deuxième composé de Cassiopea en phase de développement clinique pour le traitement topique de l'acné, avec un profil clinique attrayant ciblant les bactéries ayant une faible propension à la résistance. D'autres essais

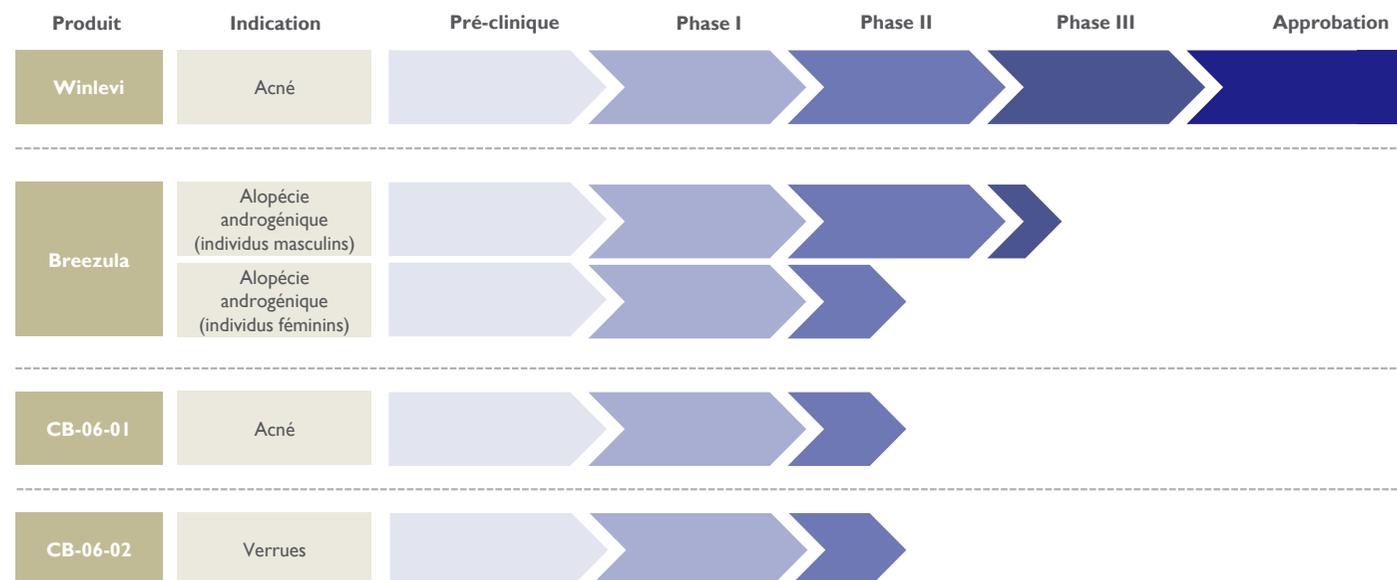
de phase 2 devraient suivre pour développer une nouvelle formulation à absorption améliorée et des tests de pénétration cutanée. S'ils sont satisfaisants, le médicament pourra être administré en combinaison avec Winlevi ou d'autres médicaments pour cibler le plus grand nombre possible de facteurs causant l'acné.

CB-06-02

CB-06-02

Le CB-06-02 est basé sur un élément chimique rare appelé tellure et est en cours de développement pour le traitement de verrues génitales causées par les infections à papillomavirus humain (HPV). Ce médicament a pour but de renforcer la réaction naturelle du système immunitaire contre le HPV et contraste donc avec les options de traitement actuelles qui se concentrent uniquement sur l'élimination des verrues. Des résultats positifs ayant été obtenus lors d'un essai de validation du concept de phase 2, un nouveau développement sera conduit avec la préparation d'une recherche adaptative de dose de phase 2.

Développement du pipeline de produits de Cassiopea



Source: Direction de Cassiopea, rapport de gestion pour l'exercice 2020.

Stratégie

La stratégie de Cassiopea consiste à se limiter à des nouveaux traitements innovateurs des maladies de la peau, basés sur de nouvelles entités chimiques. Étant donné que le marché de la dermatologie manque globalement d'innovations sur le plan de la recherche et du développement, les patients souffrant d'acné, d'alopécie androgénique ou de verrues génitales ne disposent que de peu d'options efficaces de traitement, parfois limitées par des effets secondaires systémiques. Comme de surcroît la plupart des mécanismes d'action disponibles actuellement le sont déjà depuis des décennies, Cassiopea est convaincue que le marché de la dermatologie recèle des opportunités exceptionnelles.

Extérieurement, Cassiopea cherche à optimiser le potentiel commercial de ses médicaments sur le marché des États-Unis. Les lancements de produits hors des USA et du Canada ne jouent qu'un rôle secondaire pour la société, parce que, d'une part, le système de santé américain présente un potentiel plus élevé qu'ailleurs au niveau des prix pour les médicaments sur ordonnance. D'autre part, en dépit de l'approbation déjà reçue de la FDA, il est généralement nécessaire, pour obtenir l'approbation d'autres autorités de santé, de conduire d'autres études cliniques impliquant des efforts financiers supplémentaires.

Cassiopea a signé des contrats exclusifs de licence et de livraison avec Sun Pharma

Grâce à un contrat de service avec Cosmo, Cassiopea a accès à une équipe très expérimentée dans le développement et la fabrication de produits. Ce partenariat épargne à la société d'avoir à constituer sa propre organisation très coûteuse à court terme pour lancer ses produits déjà approuvés. C'est pourquoi ses activités visent principalement à gérer les essais cliniques en cours, des programmes de développement pour son propre pipeline de produits ainsi qu'à préparer des lancements. Après avoir reçu la première approbation de la FDA de son histoire pour Winlevi en août 2020, Cassiopea a récemment signé des contrats de licence et de livraison exclusifs avec Sun Pharma pour commercialiser aux États-Unis et au Canada son excellent traitement topique de l'acné.

En conséquence, Winlevi devrait être le premier médicament de Cassiopea disponible aux États-Unis, dès le 4^e trimestre 2021. Dans le contexte de son partenariat social avec Cosmo et de ses contrats de livraison et de licence avec Sun Pharma, la société va générer des revenus via des redevances et des paiements d'étapes et dégager des marges sur les livraisons.⁴

⁴ Sources: Direction de Cassiopea; rapports annuels de Cassiopea; rapport de Cassiopea pour le 1^{er} semestre 2021; communiqués de presse de Cassiopea du 27 août 2020 et du 31 août 2021.

2.3 Événements clés et indicateurs de performance de Cassiopea

Événements clés

- Peu après l'entrée en bourse de Cassiopea, quand ses actions ont commencé à se négocier à la bourse suisse au milieu de 2015, la société a reçu de la FDA l'autorisation de commencer son programme d'essais cliniques de phase 3 pour Winlevi. En même temps, les essais de validation de concept de la phase 2 étaient en cours pour Breezula, CB-06-01 et CB-06-02.
- En 2016, des premiers résultats d'efficacité généraux prometteurs des essais de validation de concept de la phase 2 ont été publiés pour Breezula et pour CB-06-01.
- En 2017, le programme clinique de la phase 3 pour Winlevi a atteint la dernière étape de recrutement de patients. En outre, la société a terminé le recrutement pour l'étude d'adaptation des doses de la phase 2 pour Breezula et l'étude de validation de concept de la phase 2 pour CB-06-02.
- Après avoir terminé le programme de la phase 3 pour Winlevi en 2018, Cassiopea a annoncé des données positives pour les études pivots de phase 3. En outre, Cassiopea a annoncé des résultats intermédiaires positifs de son étude d'adaptation de doses de la phase 2 pour Breezula et des données de validation de concept positives pour CB-06-02.
- En 2019, Cassiopea a annoncé des résultats positifs de son étude ouverte évaluant Winlevi pour un traitement allant jusqu'à un an. D'autres résultats positifs ont été communiqués au public lors de l'essai d'adaptation de doses de la phase 2 chez les hommes pour Breezula. Une étape importante a été franchie en 2019 quand Cassiopea a annoncé qu'elle déposait une demande d'autorisation de nouveau médicament pour Winlevi auprès de la FDA. En outre, Cassiopea a annoncé son premier recrutement de patients pour l'étude de validation de concept de la phase 2 pour Breezula, auprès de femmes souffrant d'alopecie androgénique (AAG).
- En juin 2020, Cassiopea a réussi une augmentation de capital parmi ses actionnaires existants, générant pour EUR 23.3 millions de recettes brutes pour poursuivre le développement de ses produits candidats. Deux mois plus tard, la société recevait sa première autorisation de la FDA pour son médicament topique Winlevi pour le traitement de l'acné chez des patients de 12 ans et plus; il s'agissait du premier nouveau mécanisme pour l'acné approuvé en près de 40 ans. Plus tard la même année, la société annonçait l'achèvement du recrutement de femmes atteintes d'AAG pour son étude de validation de concept de phase 2 pour Breezula.
- Le 26 juillet 2021, finalement, s'étant fortement concentrée sur les préparatifs au lancement commercial de Winlevi aux États-Unis, Cassiopea a annoncé qu'elle avait signé des contrats de licence et de livraison exclusifs avec Sun Pharma. Ces contrats ont valu à Cassiopea un paiement d'avance de USD 45 millions. En outre, la

société pourra recevoir au total jusqu'à USD 190 millions au titre du franchissement d'étapes commerciales, ainsi que des taux de redevances ordinaires à deux chiffres. Winlevi est attendu sur le marché des États-Unis au 4^e trimestre 2021.⁵ De plus, la société a annoncé les résultats généraux de son étude de validation de concept de phase 2 chez les femmes pour Breezula.

Indicateurs-clés historiques de Cassiopea

Indicateurs-clés historiques de Cassiopea

en EUR '000	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	HN2021
Chiffre d'affaires	0	0	0	0	0	0	0
Autres recettes	0	5'883	3'820	916	686	594	0
Coûts de R & D	-7'597	-14'310	-13'061	-12'240	-7'875	-6'440	-3'753
Coûts de vente et dépenses générales et administratives	-760	-2'026	-1'484	-1'890	-3'879	-5'175	-2'535
Rendement d'exploitation	-8'357	-10'453	-10'725	-13'214	-11'068	-11'021	-6'288
Total des passifs	2'655	2'776	2'115	2'028	12'334	3'012	8'557
Total des fonds propres	47'181	39'149	26'354	14'512	3'727	15'615	9'845
CAPEX	228	151	83	128	2'514	86	40

Sources: Rapports de gestion de Cassiopea pour les exercices 2015 à 2020; rapport intermédiaire de Cassiopea pour le 1^{er} semestre 2021.

Étant donné qu'elle n'a jamais eu de produits sur le marché ni conclu de contrats de licence pour aucun des candidats-médicaments qu'elle développe, Cassiopea n'a pas généré de revenus d'exploitation entre son IPO en 2015 et le 30 juin 2021. La plus grande partie de son résultat d'exploitation est donc dû aux coûts de R&D ainsi qu'aux frais administratifs liés à la gestion et à la progression de ses propres programmes cliniques. Dans l'ensemble, Cassiopea a dépensé environ EUR 83 millions pour le développement de ses produits candidats au cours de la période illustrée ci-dessus. Cela correspond en moyenne à des dépenses de EUR 12.8 millions par an liées à la recherche et au développement.

Avec deux injections de capitaux par les actionnaires, en 2015 (EUR 49.9 millions) et en 2020 (EUR 23.3 millions), la société a levé au total EUR 73.2 millions de fonds pour conserver une base solide de fonds propres et couvrir ses

⁵ Sources: Direction de Cassiopea; rapports annuels de Cassiopea; rapport de Cassiopea pour le 1^{er} semestre 2021; communiqués de presse de Cassiopea du 27 août 2020 et du 31 août 2021.

pertes annuelles reportées dues aux efforts consacrés à la R&D. Sauf pour l'exercice 2019, où Cassiopea a contracté un prêt intermédiaire auprès de Cosmo, son passif se composait principalement de dettes commerciales du passé.

Dans son histoire, ses dépenses en capital ont été notamment liées à des brevets et à des droits liés au dépôt et à la prolongation de brevets de Cassiopea, ainsi qu'à des taxes payées pour soumettre des demandes d'autorisation de nouveaux médicaments («NDA», *New Drug Applications*). La forte augmentation ponctuelle au cours de l'exercice 2019 est due à la taxe prévue dans le PDUFA⁶ et payée à la FDA pour la NDA de Winlevi.

2.4 Aperçu du marché

Aperçu de sections du marché de la dermatologie

Les déclarations qui suivent au sujet du marché de la dermatologie portent explicitement sur l'acné, la chute des cheveux et les verrues génitales, les sections de ce marché auxquelles s'intéresse Cassiopea.

Acné

L'acné vulgaire est l'une des maladies de peau les plus communes et se classe parmi les 10 maladies les plus répandues dans le monde. Des niveaux élevés d'androgènes et d'oestrogènes au début de la puberté sont la principale raison du développement d'une forme plus ou moins sévère ou bénigne d'acné. Selon des estimations récentes, environ 10% de la population mondiale en sont affectés.⁷ Selon des facteurs tels que la situation géographique, l'ethnie et l'âge (entre autres), la probabilité d'être atteint d'acné à un moment ou un autre de la vie varie entre 35% et presque 100%.⁸ Aux États-Unis en particulier, qui est le marché-clé de Cassiopea pour Winlevi, jusqu'à 50 millions de personnes souffrent d'acné selon l'association American Academy of Dermatology. Étant donné que l'on suspecte des facteurs comme le stress émotionnel, un climat chaud et humide et une utilisation excessive de cosmétiques de favoriser l'apparition de la maladie, le nombre des personnes qui souffrent d'acné est susceptible d'augmenter substantiellement à l'avenir. On estime que le marché mondial des médicaments contre l'acné dépassera USD 13,1 milliards d'ici 2027, selon un taux de croissance annuelle composée («CAGR», *Compounded Annual Growth Rate*) d'environ 6% entre 2021 et 2027.⁹

Alopécie androgénique («AAG»)

L'AAG, ou calvitie commune, est le type de chute des cheveux le plus fréquent. Selon l'âge et l'ethnie, jusqu'à 30% des hommes souffrent d'AAG avant l'âge de 30 ans. Cette proportion augmente régulièrement avec l'âge jusqu'à près

⁶ PDUFA: *Prescription Drug User Fee Act* (Loi sur la redevance de l'utilisateur de médicaments sur ordonnance).

⁷ Source: J.K.L Tan et K. Bhate, A global perspective on the epidemiology of acne, *British Journal of Dermatology*, p. 3, 2015.

⁸ Source: A.H.S. Heng et F.T. Chew, Systematic review of the epidemiology of acne vulgaris, *Scientific Reports*, p. 1, 2020.

⁹ Source: Global Market Insights, Acne Medication Market Size By Formulation, [...], Competitive Market Share & Forecasts, 2021-2027, juin 2021.

de 80% à 70 ans. Les populations d'Extrême-Orient (p. ex. Chinois et Japonais) ainsi que les Afro-Américains sont moins touchés que les Caucasiens.¹⁰ Toutefois, les femmes souffrent d'AAG presque aussi souvent que les hommes. Aux États-Unis, par exemple, environ 50 à 60 millions d'hommes et 30 à 35 millions de femmes présentent un certain degré de calvitie commune. Cependant, étant donné les limites des traitements actuels et le manque d'options disponibles, seule une minorité ont recherché un traitement.¹¹ Dans le monde, le volume du marché des traitements de l'alopecie a été estimé à USD 7,6 milliards en 2020, avec un taux de croissance annuelle attendu de 8.1% entre 2021 et 2028.¹²

Verrues génitales

Le troisième produit candidat de Cassiopea en dermatologie vise le traitement des verrues génitales, une maladie sexuellement transmissible causée par le HPV. Aux États-Unis, chaque année, environ 14 millions de personnes contractent pour la première fois une infection par le papillomavirus humain, et on estime que 79 millions en sont atteints en tout temps. Il existe toutefois plus de 100 différents types de ce virus et seul un petit nombre d'entre eux peuvent conduire au développement de verrues.¹³ Le volume mondial de ce marché a été estimé à USD 6.4 milliards en 2020, et l'on s'attend à ce qu'il atteigne USD 10.6 milliards d'ici 2028, à un taux CAGR de 6.8%.¹⁴

¹⁰ Source: F. Lolli et al., Androgenetic alopecia: a review, *Endocrine*, p. 9, 2017.

¹¹ Source: Rapport de gestion de Cassiopea pour l'exercice 2020, p. 12.

¹² Source: Grand View Research, Alopecia market size, share & trends analysis by disease type, [...], and segment forecasts, 2021 – 2028, juillet 2021.

¹³ Source: The American Sexual Health Association, HPV: Fast Facts, septembre 2021.

¹⁴ Source: Data Bridge Market Research, Global Genital Warts Market – Industry Trends and Forecasts to 2028, août 2021.

Fairness opinion Cassiopea

3 Evaluation

3.1	Méthode d'évaluation	Page 18
3.2	Evaluation du DCF ajusté pour le risque	Page 19
3.3	Analyse du cours de l'action	Page 26

3 Evaluation

3.1 Méthode d'évaluation

Conformément aux bonnes pratiques, nous nous basons principalement sur la méthode du *Discounted Cash Flow* ajusté pour le risque afin d'évaluer Cassiopea.

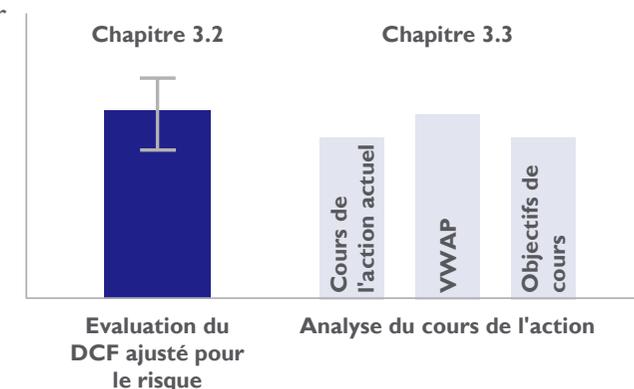
Nous évaluons Cassiopea sur une base consolidée indépendante, en appliquant l'approche des bonnes pratiques pour évaluer l'adéquation de l'offre présentée par Cosmo d'un point de vue financier. Nous avons calculé la valeur par action Cassiopea à la date de valeur du 1 octobre 2021, qui concorde avec la signature de la convention de transaction du 1 octobre 2021 entre les parties.

Dans notre cadre d'évaluation, l'approche du *Discounted Cash Flow* ajusté pour le risque («approche DCF») est de la plus haute importance. Cette approche est une bonne pratique d'évaluation des sociétés pharmaceutiques ayant un nombre limité de produits. Dans ce contexte, les différents candidats-médicaments sont évalués séparément (*sum-of-the-parts*) pour tenir compte de la probabilité de réalisation de futurs flux de trésorerie positifs attribuables à chaque produit selon sa phase de développement et les possibilités de réussite correspondantes.¹⁵ Les frais généraux sont également pris en considération. Conformément aux bonnes pratiques, seuls les produits qui sont actuellement dans le pipeline de Cassiopea sont évalués.

La valeur des fonds propres de Cassiopea est ensuite divisée par le nombre dilué actuel d'actions en circulation pour aboutir à la valeur par action Cassiopea. La valeur par action résultant de l'évaluation *sum-of-the-parts* est comparée au cours actuel de l'action Cassiopea, au VWAP de Cassiopea et aux objectifs de cours publiés par des analystes. De plus, nous avons analysé la liquidité des actions Cassiopea sur le marché.

Comme le premier lancement de produit de Cassiopea est attendu pour le 4^e trimestre de l'exercice 2021 et comme à ce jour aucun revenu ni rendement positifs n'ont été réalisés, nous renonçons explicitement à une comparaison avec des *trading multiples* et des *transaction multiples*, car leur pertinence et leur fiabilité seraient insuffisants.

Méthode d'évaluation



¹⁵ Source: Cf. notamment H. Sanchez et al., How to Approach Asset Valuation in Pharma & Biotech: Putting a price tag on emerging therapies, 2018.

3.2 Evaluation du DCF ajusté pour le risque

3.2.1 Introduction à la méthode d'évaluation

L'approche d'évaluation du DCF sum-of-the-parts ajusté pour le risque est conforme aux théories de la finance d'entreprise ainsi qu'aux bonnes pratiques d'évaluation d'entreprises au stade clinique dans les sciences du vivant et le secteur de la santé. En général, la valeur d'une entreprise est obtenue en actualisant à l'aide des coûts des fonds propres à la date d'évaluation définie les *free cash flows to equity* (flux de trésorerie disponible pour les actionnaires) attendus pondérés par la probabilité.¹⁶

Selon la méthode d'évaluation décrite ci-dessus, la valeur des fonds propres au 1 octobre 2021 peut être déterminée comme suit:

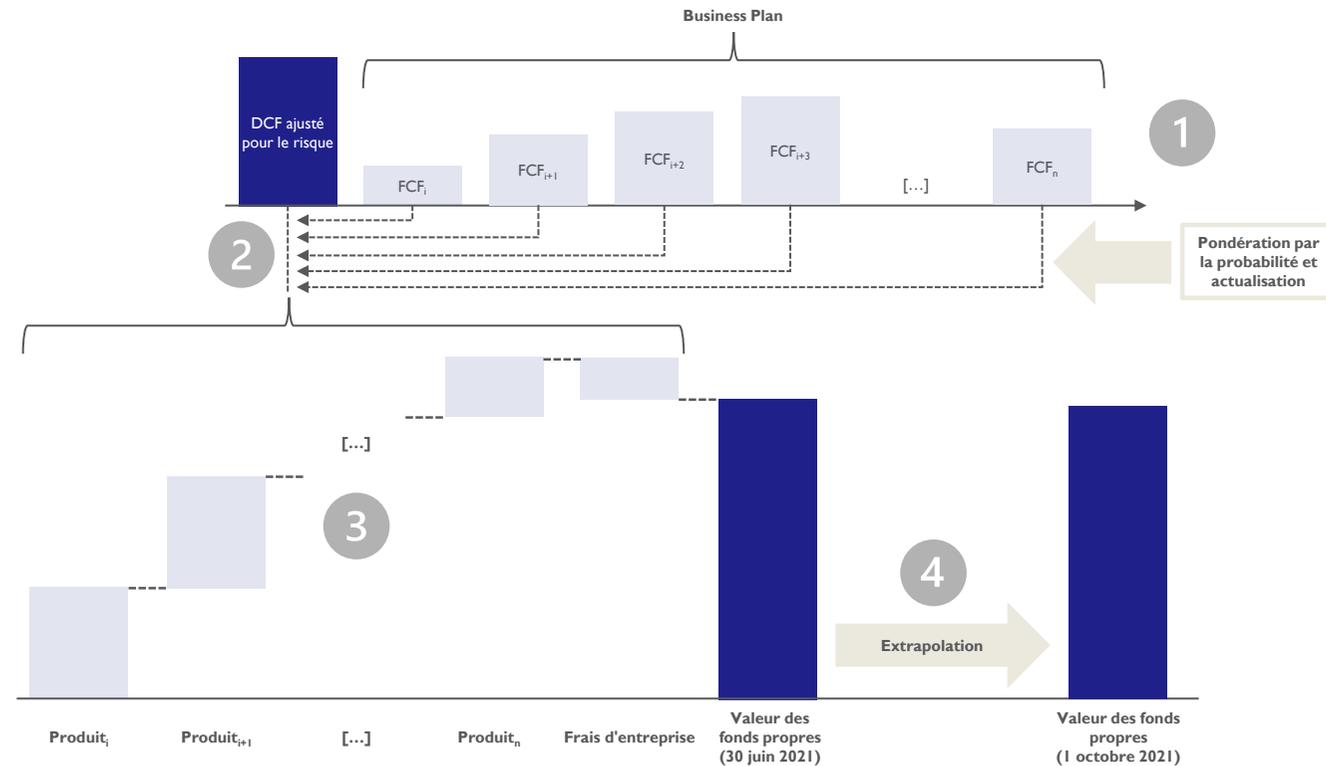
Détermination de la valeur des fonds propres

- 1 Les flux de trésorerie disponible liés aux produits attendus jusqu'à l'exercice 2042 sont déterminés selon le *business plan* fourni par la Direction de Cassiopea. Les hypothèses ont été rapprochées avec les indications de la Direction de Cassiopea et avec son dernier rapport financier au 30 juin 2021. De ce fait, les cycles de vie respectifs des produits sont pris en considération. Comme Cassiopea s'attend à ce que les flux de trésorerie disponible des produits baissent sensiblement en raison des génériques qui seront commercialisés après l'expiration des brevets, des périodes de six ans d'extinction progressive après expiration de la brevet sont prises en compte pour exprimer le déclin des attentes de part de marché. En raison de bénéfices insignifiants et d'une incertitude élevée à l'expiration de ces périodes, nous ne prenons en considération aucune composante de valeur terminale supplémentaire.
- 2 Les composants des flux de trésorerie disponible attendus pour la période de planification sont ensuite ajustés au risque au moyen de probabilités de réussite par stade de développement, pour les différents produits. Ensuite, les *free cash flows to equity* que l'on attend des produits ainsi que les frais généraux de l'entreprise sont actualisés au 30 juin 2021 en appliquant un coût des fonds propres adéquat pour Cassiopea.
- 3 La somme des flux de trésorerie disponible ajustés au risque et actualisés des différents produits ainsi que les frais généraux de l'entreprise donnent la valeur des fonds propres au 30 juin 2021.
- 4 La valeur des fonds propres obtenue est ensuite extrapolée à l'aide du coût des fonds propres pour obtenir la valeur des fonds propres à la date d'évaluation (1 octobre 2021).

¹⁶ Nous avons appliqué la méthode des fonds propres (*equity approach*), car la société n'aura pas de passifs financiers à partir de 2022.

L'illustration ci-dessous résume la détermination de la valeur des fonds propres de Cassiopea au 1 octobre 2021:

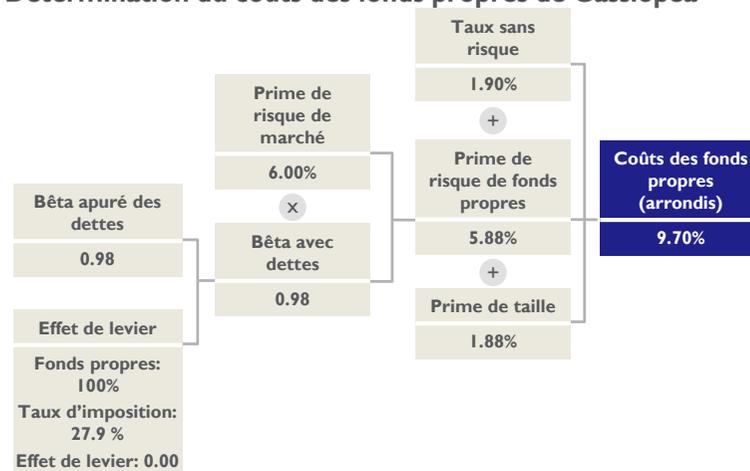
Détermination de la valeur des fonds propres de Cassiopea au 1 octobre 2021



Comme l'évaluation de Cassiopea est effectuée en EUR, qui est la monnaie fonctionnelle de Cassiopea, la valeur des fonds propres en EUR doit être convertie en CHF en appliquant le taux de change EUR/CHF en vigueur à la date de l'évaluation. La valeur des fonds propres obtenue est ensuite divisée par le nombre dilué actuel d'actions en circulation afin de calculer la valeur par action au 1 octobre 2021.

L'illustration ci-dessous résume le calcul du coût des fonds propres:¹⁷

Détermination du coût des fonds propres de Cassiopea



3.2.2 Business plan

Les estimations des flux de trésorerie disponible reposent sur le *business plan* approuvé par le CA de Cassiopea, ainsi que sur une évaluation et une vérification indépendantes par IFBC.

Les flux de trésorerie disponible attendus pour la période allant du second semestre de l'exercice 2021 à l'exercice 2042 se fondent sur le *business plan* de Cassiopea, ainsi que sur des hypothèses rapprochées avec les indications de la Direction de Cassiopea et les derniers comptes annuels au 30 juin 2021. Pour procéder à notre évaluation, nous avons reçu un *business plan* approuvé par le CA de Cassiopea le 23 septembre 2021.

Le *business plan* repose sur une planification spécifique aux produits partant de la base. Les estimations quant à la part de marché et au volume de Winlevi se fondent sur des produits phares de la marque présentant des profils similaires à Winlevi, ainsi que sur des prévisions d'acceptation par le marché reposant sur des études de marché qualitatives et quantitatives. Les prix de la marque se fondent sur l'ensemble des concurrents offrant des produits de marque contre l'acné. Les estimations relatives à Breezula s'appuient sur un modèle épidémiologique pour quantifier le nombre de patients cherchant un traitement. Sa part de marché est estimée sur la base de produits similaires antérieurs et de prévisions d'acceptation par le marché reposant sur des études de marché qualitatives. Les prix se fondent sur la tarification concurrentielle selon les études de marché.

¹⁷ Pour plus de détails, voir l'annexe.

Les principales composantes du chiffre d'affaires pour tous les produits sont les paiements échelonnés, les redevances et les marges liées à la chaîne d'approvisionnement, conformément à un modèle d'affaires reposant sur l'octroi de licences. Les principales composantes des coûts sont les dépenses de R&D, les coûts des marchandises vendues et les coûts structurels de Cassiopea. Le *business plan* se fonde sur l'exercice 2021, qui se caractérise par un paiement anticipé de USD 45 millions par Sun Pharma plus les redevances et les revenus liés à la chaîne d'approvisionnement dans une moindre mesure. Les facteurs clés de création de valeur et les principales hypothèses qui en résultent sont indiqués dans le tableau à droite. L'année 2030 est l'année en laquelle le brevet américain de Winlevi expire; les brevets des autres produits devraient expirer en 2036.

Résumé des principales hypothèses du *business plan*

Moyenne	FY22 - FY30	FY22 - FY36
Croissance du chiffre d'affaires (CAGR)	18.7%	6.1%
Marge EBITDA		ø 58.6%
CAPEX en EUR		ø 100k
ACN (y compris trésorerie d'exploitation) en % du chiffre d'affaires		ø 27.5%

Source: *Business plan* de Cassiopea, analyse par IFBC.

Nous avons évalué et vérifié le *business plan* reçu d'un point de vue indépendant. C'est pourquoi les principales hypothèses du *business plan* ont été comparées avec les prévisions des analystes pour Cassiopea et pour les sociétés du *peer group*, ainsi qu'avec des études de marché. Les principales hypothèses sont décrites plus en détail ci-dessous:

Probabilité de succès

Compte tenu de la phase de développement actuelle des produits, de l'analyse de rapports de recherche¹⁸, de comparaisons avec des produits similaires et de discussions avec la Direction de Cassiopea, les pondérations de risque suivantes ont été appliquées dans le cadre du calcul du DCF ajusté pour le risque en relation avec une commercialisation réussie:

- 1) Winlevi Etats-Unis et Canada: 100%
- 2) Winlevi hors Etats-Unis et Canada: 90%
- 3) Breezula: 60%
- 4) CB-06-01 et CB-06-02: 15%.

¹⁸ Par ex. BIO, QLS Advisors, Informa UK Ltd, 2021, *Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011-2020*.

	En outre, la probabilité qu'il soit mis un terme aux dépenses de R&D en cas de résultats négatifs de l'essai clinique a été suffisamment prise en compte.
Hypothèses de dépenses en capital	Au cours de l'exercice 2015 à l'exercice 2020, les dépenses en capital (<i>capital expenditures</i> , «CAPEX») de Cassiopea se sont situées entre EUR 87'000 et EUR 228'000, s'élevant en moyenne à EUR 135'000 (hors exercice 2019, au cours duquel des investissements extraordinaires ont été effectués). Jusqu'à l'exercice 2042, un montant stable de CAPEX s'élevant à EUR 100'000 p. a. est attendu. Les amortissements ont été pris en compte selon le <i>business plan</i> .
Actif circulant net («ACN»)	Au cours de la période allant de l'exercice 2022 à l'exercice 2042, Cassiopea s'attend à ce que l'ACN (trésorerie d'exploitation comprise) corresponde en moyenne à 27.5% du chiffre d'affaires. La planification de l'ACN prend en considération les modalités de paiement prévues par les contrats de livraison et de licence conclus avec Sun Pharma, les modalités générales de paiement, ainsi que le stock requis en fonction du volume des ventes. La trésorerie d'exploitation est reflétée par un taux d'érosion des capitaux (<i>cash burn</i>) de 60 jours.
Impôts	Les actifs fiscaux prévus résultant des reports de pertes fiscales antérieurs au 30 juin 2021, de même que les crédits fiscaux relatifs aux dépenses de R&D et à l'impôt anticipé, sont pris en compte dans la présente évaluation. Pour les exercices 2021 à 2042, les charges fiscales effectives prévues par Cassiopea sont prises en considération. Sur la base de leur analyse, Cassiopea s'attend à un taux d'imposition à long terme de 27.9% (3.9% IRES plus 24.0% IRAP) ¹⁹ et à une réduction de la base fiscale due à la mise en place d'une structure de «boîte à brevets» (<i>patent box</i>). Il est prévu que la boîte à brevets soit introduite sitôt que les actifs fiscaux de Cassiopea auront été utilisés. Cette nouvelle structure devrait réduire de 50% la base fiscale de l'IRES en ce qui concerne les revenus provenant des paiements échelonnés et des redevances.

3.2.3 Analyse du *Discounted Cash Flow*

Détermination de la valeur des fonds propres	En actualisant les flux de trésorerie disponible ajustés pour les risques attendus pour les exercices 2021 à 2042 sur la base de coûts des fonds propres de 9.70% ²⁰ , on aboutit à une valeur des fonds propres au 30 juin 2021 de EUR 382.5 millions. Au 30 juin 2021, Cassiopea ne dispose pas de liquidités excédentaires, ni d'autres actifs hors exploitation ou postes assimilables à de l'endettement (<i>debt-like items</i>) qui nécessiteraient une rémunération supplémentaire. Le
--	---

¹⁹ IRES: *imposta sul reddito sulle società* (impôt sur le revenu des sociétés), IRAP: *imposta regionale sulle attività produttive* (impôt régional sur l'activité productive).

²⁰ Cf. annexe pour les détails relatifs au calcul du coût des fonds propres.

remboursement des engagements financiers à hauteur de EUR 6.2 millions au 30 juin 2021 est pris en compte dans le *free cash flow to equity* au second semestre 2021.

La valeur des fonds propres est actualisée à l'aide du coût des fonds propres à la date d'évaluation du 1 octobre 2021, puis convertie de EUR en CHF en appliquant un cours de change de 1.0784.²¹ Il en résulte une valeur des fonds propres au 1 octobre 2021 de CHF 422.3 millions.

Calcul de la valeur par action en CHF

Au 1 octobre 2021, un total de 10'750'000 actions sont en circulation.²² En outre, l'effet dilutif du plan actuel d'options pour les employés (*employee stock option plan*, «ESOP») est pris en compte. Sur la base du prix implicite de l'offre de CHF 37.13 par action Cassiopea, un produit de CHF 8.5 millions en relation avec l'ESOP s'ajoute à la valeur des fonds propres. En divisant la valeur des fonds propres corrigée en fonction de l'ESOP au 1 octobre 2021 par le nombre total dilué d'actions de 10'998'332, on obtient une valeur par action de CHF 39.17.

Analyse de sensibilité

Analyse de la sensibilité de la valeur par action au 1 octobre 2021 (en CHF)

		Coûts des fonds propres				
		10.20%	9.95%	9.70%	9.45%	9.20%
Δ Probabilité de succès (in pp)	10.00%	41.38	42.07	42.78	43.51	44.25
	5.00%	39.65	40.31	40.97	41.66	42.36
	0.00%	37.93	38.54	39.17	39.81	40.47
	-5.00%	36.20	36.77	37.36	37.96	38.58
	-10.00%	34.47	35.01	35.55	36.12	36.69

Source: IFBC.

Le tableau ci-dessus présente une analyse de sensibilité pour la valeur par action en CHF. Ainsi, l'impact sur l'évaluation d'une modification du coût des fonds propres de ± 50 points de base et d'une modification de la probabilité de succès spécifique à la phase de développement de ± 10 points de pourcentage conduit à une fourchette de valeur allant de CHF 34.47 à CHF 44.25.

²¹ Taux EUR/CHF au comptant au 1 octobre 2021, source: Refinitiv Eikon.

²² Source: Direction de Cassiopea.

Examen d'autres scénarios de vente

Outre le *business plan* examiné précédemment, la Direction de Cassiopea a élaboré deux scénarios additionnels concernant le nombre d'unités Winlevi vendues et les prix de vente par unité aux Etats-Unis et au Canada influant sur le pic des ventes dans ces marchés. Les ventes de Winlevi dans d'autres territoires que les Etats-Unis et le Canada ainsi que les ventes d'autres produits restent inchangées par rapport au *business plan*.

Scénario plus favorable

Le scénario plus favorable prévoit, pour 2030, un pic des ventes de Winlevi supérieur d'environ 20% par rapport aux ventes attendues selon le *business plan*. Compte tenu de l'augmentation des paiements échelonnés, des redevances et des marges de vente qui en résulte, la valeur par action dans le scénario plus favorable s'élève à CHF 44.26.

Scénario moins favorable

À l'inverse, le scénario moins favorable prévoit, pour 2030, un pic des ventes de Winlevi inférieur d'environ 50% par rapport aux ventes attendues selon le *business plan*. La valeur par action dans ce scénario s'élève à CHF 27.73.

Résumé

- L'application de l'approche DCF en vue de déterminer la valeur de l'entreprise est reconnue comme étant conforme aux bonnes pratiques pour une société pharmaceutique spécialisée au stade clinique.
- Les hypothèses relatives aux flux de trésorerie disponible reposent sur le *business plan* approuvé par le CA le 23 septembre 2021.
- Ce *business plan* de Cassiopea est soumis à divers risques, notamment la probabilité de succès des produits en cours de développement. Par conséquent, des probabilités sont appliquées selon les différentes phases de développement.
- Afin de déterminer la valeur des fonds propres de Cassiopea, un coût des fonds propres de 9.70% a été appliqué.
- La valeur par action de Cassiopea en résultant est de CHF 39.17.
- L'analyse de sensibilité conduit à une fourchette de valeur par action de CHF 34.47 à CHF 44.25.
- L'examen de scénarios concernant les volumes de ventes maximums de Winlevi aux Etats-Unis et au Canada aboutit à une valeur par action de CHF 27.73 dans un scénario moins favorable, respectivement de CHF 44.26 dans un scénario plus favorable.

3.3 Analyse du cours de l'action

Evolution du cours de l'action

En raison de la pandémie de COVID-19 et des incertitudes prévalant sur le marché, le cours de l'action Cassiopea a atteint un niveau historiquement bas de CHF 25.4 le 20 mars 2020. Le cours de l'action a néanmoins connu une phase de reprise rapide. Après l'annonce de l'homologation par la FDA de l'un des médicaments dermatologiques de Cassiopea, une première pour la société, le cours de l'action a continué d'augmenter jusqu'à fin août 2020 pour atteindre CHF 58.6, soit une valeur très proche de son niveau historique le plus élevé, de CHF 60.1 (fin août 2018). Toutefois, au cours des mois qui ont suivi, l'action s'est principalement négociée entre CHF 40.0 et CHF 50.0. L'évolution est restée relativement stable jusqu'à la fin du mois de juillet 2021 et une correction clairement visible récemment observée. Le cours de clôture de l'action le 1 octobre 2021 était de CHF 35.2.

Le prix implicite offert de CHF 37.13 par action Cassiopea est 5.5% plus élevé que le dernier cours avant la date de publication de l'offre de Cosmo. Par rapport au VWAP des 60 derniers jours de bourse de CHF 39.01 au 1 octobre 2021, le prix implicite offert comporte un rabais de 4.8%.

Evolution du cours de l'action Cassiopea depuis janvier 2019 (en CHF)



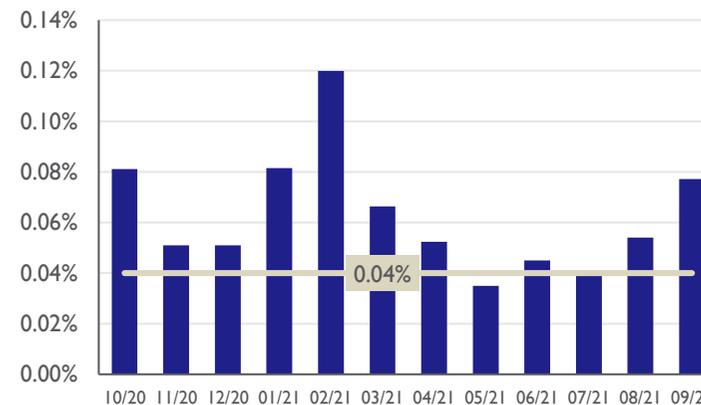
Sources: SIX Swiss Exchange, Refinitiv Eikon, analyse par IFBC.

Analyse de la liquidité

Selon la législation sur les OPA en vigueur, les actions de sociétés qui ne font pas partie du Swiss Leader Index («SLI») sont liquides «si pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (*free float*).»²³

Comme le montre le graphique à droite, la médiane du volume des transactions en bourse est supérieure au chiffre de référence chaque mois (sauf en mai et juillet 2021) durant la période de douze mois précédant le jour de l'annonce préalable. Par conséquent, les actions de Cassiopea peuvent être considérées comme liquides et constituent dès lors une référence valable pour évaluer l'offre de Cosmo.

Médiane du nombre d'actions négociées en % du *free float* par mois



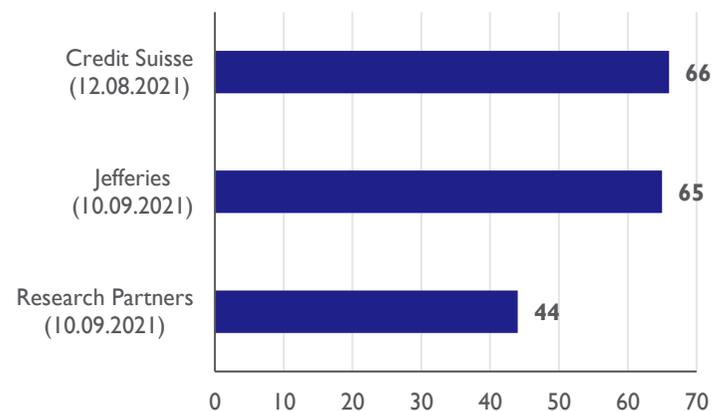
Sources: Refinitiv Eikon, analyse par IFBC.

²³ Cf. Commission des OPA: Circulaire COPA n° 2: Liquidité au sens du droit des OPA du 26 février 2010.

Objectifs de cours des analystes

Depuis juillet 2021, mois où les contrats de licence et de livraison pour Winlevi ont été conclus avec Sun Pharma, trois analystes ont publié une estimation actualisée de l'objectif de cours de Cassiopea. Les objectifs de cours se situent dans une fourchette comprise entre CHF 44.00 et CHF 66.00 par action Cassiopea. Alors que l'objectif de cours selon Research Partners est proche de la valeur supérieure de l'évaluation du DCF ajusté pour le risque, les analystes de Credit Suisse et de Jefferies concluent à un objectif de cours de respectivement CHF 66.00 et CHF 65.00.

Objectifs de cours par action des analystes (en CHF)



Sources: Refinitiv Eikon, rapports d'analystes.

La moyenne de tous les objectifs de cours publiés depuis juillet 2021 est de CHF 58.33 par action. Le fait que les estimations de cours des analystes sont plus élevées que les résultats de l'évaluation du DCF s'explique principalement par des estimations sensiblement plus optimistes en ce qui concerne le pic des ventes des différents produits de Cassiopea.

Résumé

- Les actions de Cassiopea sont liquides du point de vue du droit des offres publiques d'acquisition applicable. Par conséquent, le prix de l'action est une référence valable pour évaluer l'offre de Cosmo.
- Le cours de clôture de l'action était de CHF 35.20 le 1 octobre 2021, le dernier jour de bourse avant l'annonce préalable de l'offre faite par Cosmo. Le prix implicite offert de CHF 37.13 est supérieur de 5.5% au dernier cours en bourse.
- Le prix implicite offert est inférieur de 4.8% au cours moyen pondéré par le volume des 60 derniers jours de bourse au 1 octobre 2021.
- Les objectifs de cours des analystes publiés depuis juillet 2021 se situent dans une fourchette comprise entre CHF 44.00 et CHF 66.00 avec un objectif de cours moyen de CHF 58.33 par action. Certains objectifs de cours des analystes sont nettement supérieurs aux résultats de l'évaluation présentés dans la présente *Fairness Opinion*, notamment en raison de l'évaluation optimiste des analystes s'agissant du pic des ventes des produits de Cassiopea à l'avenir.

Fairness opinion Cassiopea

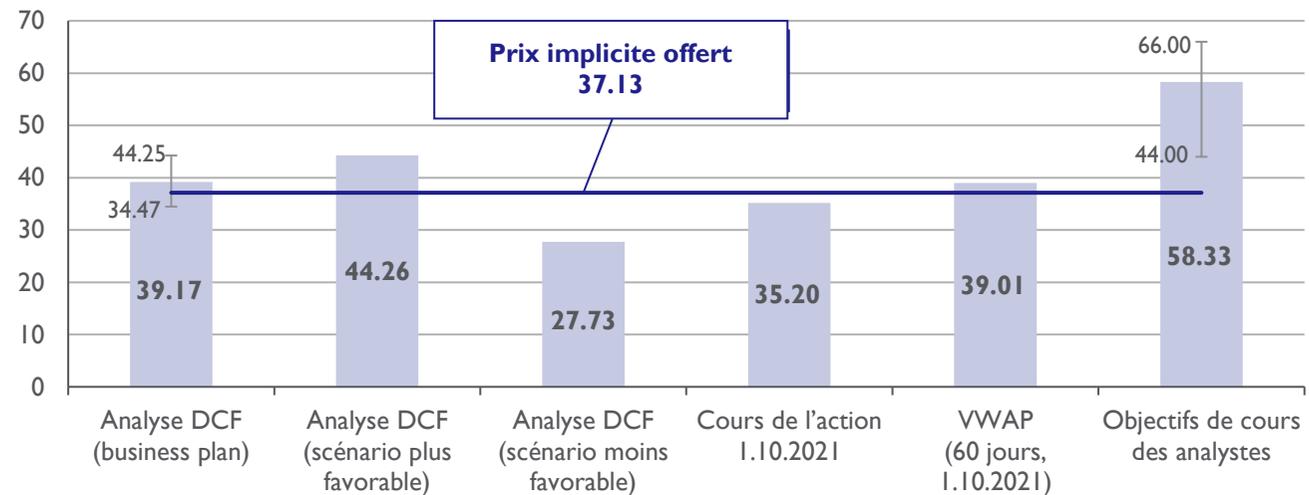
4 Conclusion

4 Conclusion

Sur la base des analyses décrites ci-dessus et des informations fournies, IFBC parvient à la conclusion suivante concernant l'adéquation financière de l'offre faite par Cosmo pour toutes les actions en circulation de Cassiopea:

Aperçu des résultats de l'évaluation

Aperçu des résultats de l'évaluation de Cassiopea au 1 octobre 2021 (valeur par action en CHF)



Source: IFBC.

- Conformément aux bonnes pratiques, nous avons appliqué l'approche DCF pour déterminer de manière fondamentale la valeur par action de Cassiopea.
- Notre évaluation fondamentale aboutit à une valeur par action de CHF 39.17 avec une fourchette d'évaluation allant de CHF 34.47 à CHF 44.25 au 1 octobre 2021. Le résultat de l'évaluation est particulièrement sensible au pic des ventes estimé et à la probabilité de succès appliquée. Outre le cas de base, un scénario plus favorable et un scénario moins favorable ont été envisagés afin d'illustrer une évolution plus optimiste, respectivement plus pessimiste, de la moyenne des futurs volumes de ventes et niveaux de prix aux Etats-Unis et au Canada, aboutissant à une valeur par action de respectivement CHF 44.26 et CHF 27.73.

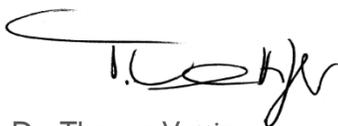
- Comme le premier lancement de produit de Cassiopea est attendu pour le 4^e trimestre de l'exercice 2021 et comme à ce jour aucun revenu ni rendement positifs n'ont été réalisés, nous renonçons explicitement à une comparaison avec des *trading multiples* et des *transaction multiples*, car leur pertinence et leur fiabilité seraient insuffisants.
- Les actions de Cassiopea remplissent les exigences de liquidité selon le droit suisse des offres publiques d'acquisition applicable. Par conséquent, le cours de l'action au 1 octobre 2021 ainsi que le VWAP des 60 derniers jours de bourse peuvent être pris en compte pour évaluer l'offre de Cosmo.
- Le rapport d'échange offert de 0.467 action Cosmo pour une action Cassiopea correspond à un prix implicite offert de CHF 37.13 par action Cassiopea et représente une prime de 5.5% par rapport au dernier cours de l'action précédant l'annonce préalable (CHF 35.20), ainsi qu'un rabais de 4.8% par rapport au VWAP (CHF 39.01).
- Les analystes évaluent l'action de Cassiopea à un objectif de cours compris entre CHF 44.00 et CHF 66.00 avec une moyenne de CHF 58.33.

Evaluation finale de l'offre

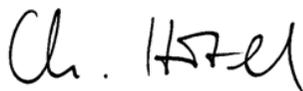
Sur la base des analyses, des considérations en termes de valeur et des résultats d'évaluation présentés dans le présent rapport, IFBC considère le prix implicite offert par Cosmo de CHF 37.13 par action Cassiopea pour toutes les actions Cassiopea en circulation comme étant équitable d'un point de vue financier, et ce pour les raisons suivantes:

1. Le prix implicite offert se situe dans la fourchette de valeur de l'évaluation, selon la méthode du DCF ajusté pour le risque, du *business plan* approuvé par le CA.
2. Le prix implicite offert est supérieur au cours actuel de l'action Cassiopea, qui est évaluée comme étant liquide et, par conséquent, comme constituant une référence valable.
3. Le prix implicite offert est légèrement inférieur au VWAP.

Zurich, le 1 octobre 2021



Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Hirzel
Partner

Fairness opinion Cassiopea

5 Annexe

5.1	Coûts des fonds propres	Page 33
5.2	Analyse du facteur bêta au 30 septembre 2021	Page 34
5.3	Liste des abréviations	Page 35

5 Annexe

5.1 Coûts des fonds propres

Paramètre	Valeur	Remarque
Inflation	1.90%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Prévisions d'inflation pondérées par les flux de trésorerie pour Cassiopea. ■ Source: informations de la société et FMI, World Economic Outlook, avril 2021.
Taux sans risque réel minimum	0.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Un taux sans risque réel durable de 0.00% est appliqué dans le contexte actuel d'intérêts bas.
Taux sans risque	1.90%	
Prime de risque de marché	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> ■ La prime de risque de marché reflète la différence à long terme entre le rendement d'un portefeuille de marché et le taux sans risque. Elle reflète la prime supplémentaire qu'un investisseur s'attend à obtenir d'un placement en actions en comparaison avec un placement sans risque. Conformément aux bonnes pratiques, une prime de risque de marché implicite durable de 6.00% est appliquée. ■ Source: IFBC.
Facteur bêta apuré des dettes	0.98	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le facteur bêta apuré des dettes reflète le risque systématique, non diversifiable d'une société comparable, sans endettement. ■ Afin d'améliorer la qualité statistique de l'analyse du facteur bêta, non seulement le facteur bêta de Cassiopea est analysé, mais aussi le facteur bêta statistiquement significatif des sociétés du <i>peer group</i>. ■ Le facteur bêta apuré des dettes moyen est calculé au 30 septembre 2021 (dernier jour du dernier mois précédant la date d'évaluation) sur la base des rendements hebdomadaires sur 2 ans (cf. annexe 5.2). ■ Source: Refinitiv Eikon.
Effet de levier	0.00	<ul style="list-style-type: none"> ■ Calcul de l'effet de levier en tenant compte de l'objectif de structure du capital et du taux d'imposition pertinent (approche Hamada).
Facteur bêta avec dettes	0.98	<ul style="list-style-type: none"> ■ Le facteur bêta avec dettes reflète le risque systématique et contient tant le risque opérationnel que le risque financier de l'entreprise.
Prime de risque de fonds propres	5.88%	
Prime de taille	1.88%	<ul style="list-style-type: none"> ■ Les données empiriques et la pratique démontrent que les entreprises plus petites ont des coûts des fonds propres significativement plus élevés que des entreprises comparables plus grandes. ■ Pour cette raison, une prime liée à la taille (<i>size premium</i>) est additionnée au CAPM (modèle d'évaluation des actifs financiers, <i>Capital Asset Pricing Model</i>). La prime liée à la taille est déterminée statistiquement sur la base de la capitalisation boursière de la société. ■ Sur la base de la capitalisation boursière actuelle de Cassiopea de CHF 378.4 millions, une prime pour petite capitalisation de 1.88% (moyenne de 8^e et de 9^e déciles) est appliquée. ■ Source: Refinitiv Eikon, Duff & Phelps.
Coûts des fonds propres (arrondis)	9.70%	

5.2 Analyse du facteur bêta au 30 septembre 2021

Entreprise	Monnaie locale	Pays	Impôts ¹⁾	Effet de levier ²⁾	Facteur bêta avec dettes aj. ³⁾	Facteur bêta épuré des dettes aj.
Aclaris Therapeutics Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	1.48	1.48
AnaptysBio Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	0.82	0.82
Biofrontera AG	USD	Allemagne	30.0%	0.02	1.02	1.01
Botanix Pharmaceuticals Ltd	AUD	Australie	30.0%	0.00	0.79	0.79
Cassiopea SpA	EUR	Italie	27.9%	0.00	0.96	0.96
Edesa Biotech Inc	USD	Canada	26.5%	0.00	1.40	1.40
Forte Biosciences Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	0.73	0.73
Inflarx NV	EUR	Allemagne	30.0%	0.00	0.61	0.61
Innovation Pharmaceuticals Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.01	0.76	0.75
Krystal Biotech Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	0.95	0.95
Novan Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	0.79	0.79
Revance Therapeutics Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	1.33	1.33
Sol Gel Technologies Ltd	USD	Israël	23.0%	0.00	0.94	0.94
Verrica Pharmaceuticals Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	1.14	1.14
Vyne Therapeutics Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	0.66	0.66
XBiotech Inc	USD	Etats Unis d'Amérique	27.0%	0.00	0.89	0.89
Médiane				0.00	0.99	0.98

Note:

1) Source: KPMG, Corporate Tax Rates Table.

2) Effet de levier = moyenne 2 ans (endettement net x (1-impôts) / fonds propres). Les effets imputables aux charges de leasing (IFRS 16 / ASC 842) ont été éliminés.

3) Source: Refinitiv Eikon, bêta hebdomadaire aj. (2 ans), septembre 2021.

Non pris en compte pour analyse bêta en raison de pertinence statistique insuffisante.

5.3 Liste des abréviations

AAG	Alopécie androgénique	FMI	Fonds monétaire international
ASC	Accounting Standards Codification	IRAP	Imposta regionale sulle attività produttive (impôt régional sur l'activité productive)
CA	Conseil d'administration	KPI	Key performance indicators (indicateurs de performance clés)
CAGR	Compound annual growth rate (taux de croissance annuel composé)	NDA	New drug application (demande d'autorisation de nouveau médicament)
CAPEX	Capital expenditures (dépenses en capital)	ACN	Actif circulant net
CAPM	Capital Asset Pricing Model (modèle d'évaluation des actifs financiers)	p.	Page
Cassiopea	Cassiopea S.p.A.	p.a.	par an
CHF	Franc suisse	PDUFA	Prescription Drug User Fee Act (Loi sur la redevance de l'utilisateur de médicaments sur ordonnance)
Cosmo	Cosmo Pharmaceuticals N.V.	POC	Proof of concept
DCF	Discounted cash flow (actualisation des flux de trésorerie)	pp	points de pourcentage
Approche DCF	Approche du Risk-adjusted Discounted Cash Flow (DCF ajusté pour le risque)	Actions	Actions nominatives de Cassiopea d'une valeur nominale de EUR 1
ESOP	Employee stock option plan (plan d'options sur actions en circulation des collaborateurs)	SIX	SIX Swiss Exchange
EUR	euro	SLI	Swiss Leader Index
FCF	free cash flows (flux de trésorerie disponible)	Sun Pharma	Sun Pharmaceutical Industries Ltd.
FDA	United States Food and Drug Administration (Agence américaine des produits alimentaires et médicamenteux)	COPA	Commission des OPA
HPV	Human Papilloma Virus (Papillomavirus humain)	VWAP	Volume-weighted average price (prix moyen pondéré par le volume)
IFBC	IFBC AG		
IRES	Imposta sul reddito sulle società (impôt sur le revenu des sociétés)		
IFRS	International Financial Reporting Standards		

