

Lison Chouraki
3 rue Anatole de la Forge
75017 Paris
Commissaire aux comptes
Expert près la cour d'appel de Paris

Luc-René Chamouleau
59 promenade Georges Pompidou
13272 Marseille
Commissaire aux comptes
Expert près la cour d'appel d'Aix-en-Provence

INNATE PHARMA S.A.
Société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance
au capital social de 2.700.630,20 euros
424 365 336 RCS Marseille

Apport en nature des titres de la société NN C5aR S.A.S. par Novo Nordisk à Innate Pharma

Rapport des commissaires aux apports sur la rémunération des apports

INNATE PHARMA S.A.
Société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance
au capital social de 2.700.630,20 euros
424 365 336 RCS Marseille

Apport en nature des titres de la société NN C5aR S.A.S. par Novo Nordisk à Innate Pharma

Rapport des commissaires aux apports sur la rémunération des apports

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission, qui nous été confiée par ordonnance de Monsieur le président du tribunal de commerce de Marseille en date du 1^{er} juin 2017 concernant l'apport en nature des titres de la société NN C5aR S.A.S. par la société Novo Nordisk (« Novo ») à la société Innate Pharma (« Innate »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport, étant précisé que ce rapport est établi conformément à la recommandation de l'Autorité des Marchés Financiers.

Notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports a été arrêtée dans le projet de traité d'apport signé par les représentants des sociétés concernées en date du 2 juin 2017.

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le caractère équitable de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission, prévue par la loi, ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pas pour objectif, ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications particulières concernant le respect du droit des sociétés. En particulier, elle ne saurait être assimilée à une mission d'investigation effectuée par un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Ainsi, notre rapport ne s'inscrit que dans le cadre strict de notre mission et ne saurait être utilisé dans un autre contexte.

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

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Notre rapport est organisé selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Synthèse et points clés
5. Conclusion

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de traité d'apport (contribution in kind agreement), peuvent se résumer comme suit.

1.1. CONTEXTE GENERAL DE L'OPERATION

L'opération présentée porte sur l'apport de la totalité des actions de la société NN C5aR S.A.S., société par actions simplifiée constituée pour les besoins de l'opération et dénommée « Newco » dans le contribution in kind agreement. Au jour de l'opération d'apport, les titres de la société NN C5aR S.A.S. sont détenus à 100% par la société Novo et ne sont constitués que d'actions ordinaires.

L'opération envisagée par Innate et Novo concerne l'acquisition, par le biais de plusieurs opérations juridiques dont cette opération d'apport sur laquelle votre directoire est amené à se prononcer, de l'intégralité des droits de développement et de commercialisation exclusifs de l'anticorps anti-C5aR qui devient le programme IPH5401 (contrat d'accord de licence). Actuellement en phase clinique, cet anticorps représente une nouvelle approche thérapeutique en immuno-oncologie. Un communiqué de presse annonçant l'opération a été publié le 2 juin 2017.

Cette opération est une opportunité pour les deux parties prenantes.

- Opportunité pour Innate

Pour Innate, il s'agit de compléter son portefeuille de produits avec un anticorps qui pourrait faire l'objet d'essais cliniques dès l'année prochaine, ce qui est un ajout stratégique au regard des stades d'évolution des autres produits de la société. Innate a actuellement 3 programmes cliniques : Lirilumab, Monnalizumab et IPH4102 et 3 programmes précliniques : IPH4301, IPH52 et IPH53. A noter qu'entre le stade préclinique et le stade clinique d'un programme s'écoule une période de plusieurs années pouvant parfois aller jusqu'à 10 ans et que le stade d'avancement des programmes précliniques actuellement en portefeuille d'Innate ne permettent pas une mise sur le marché prochainement. Cette opération permettra alors à Innate de compléter à court terme son portefeuille de produits en phase clinique.

- Opportunité pour Novo

Pour Novo, leader mondial danois dans le traitement de diabète et acteur majeur dans les domaines de troubles de la coagulation et de la croissance, par ailleurs actionnaire historique d'Innate à hauteur de 10,3% avant l'opération, il s'agit de licencier un anticorps initialement développé dans le cadre de la recherche sur les maladies inflammatoires, notamment polyarthrite rhumatoïde, qui serait repositionné dans le traitement du cancer par Innate à la lumière des dernières découvertes scientifiques. Cette opération permettrait ainsi de faire valoir par Novo des investissements qui n'ont pas été poursuivis dans le cadre initial et qui pourraient s'avérer plus fructueux dans le cadre du repositionnement par Innate.

A l'issue de l'opération, la participation de Novo dans Innate passera de 10,3% à une participation comprise entre 14,6% et 15,8%, en rémunération de l'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S. à Innate, le nombre de titres à émettre en rémunération de l'apport n'étant pas fixé au jour de la signature du traité d'apport et du présent rapport.

1.2. PRESENTATION DES SOCIETES CONCERNEES ET LIENS EN CAPITAL

1.2.1 Société bénéficiaire Innate Pharma

Innate est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance fondée en septembre 1999 dont le siège social est situé 117, avenue de Luminy 13009 Marseille, au capital de 2.700.630,20 euros, immatriculée au RCS Marseille sous le numéro 424 365 336.

Innate est une société de biotechnologie en phase clinique qui conçoit et développe des anticorps thérapeutiques innovants et exploitent le système immunitaire inné dans l'objectif d'améliorer la prise en charge des cancers.

Innate est spécialisée en immuno-oncologie, une approche d'immunothérapie novatrice qui change le traitement des cancers en rétablissant la capacité du système immunitaire à reconnaître et éliminer les cellules tumorales.

L'activité d'Innate consiste à découvrir, caractériser et développer des candidat-médicaments. Ses compétences vont du sourcing et de la validation de cibles au développement clinique en passant par toutes les étapes de construction du candidat-médicament.

Basée à Marseille, Innate compte plus de 160 collaborateurs. La société est cotée en bourse sur Euronext Paris (IPH – FR0010331421).

1.2.2 Société apporteuse Novo Nordisk

Novo est une société danoise enregistrée sous le numéro CVR 24 25 67 90, située à Novo Allé, DK-2880 Bagsvaerd, Danemark. Novo est leader mondial dans le traitement de diabète et acteur majeur dans les domaines de troubles de la coagulation et de la croissance. La société est cotée en bourse sur Nasdaq Copenhague et à New York (NVO).

1.2.3 Liens entre les sociétés

La société apporteuse, Novo Nordisk, détient, au jour de l'opération, 10,3% du capital de la société Innate, bénéficiaire des apports.

La société apporteuse dispose d'un siège au conseil de surveillance de Innate.

1.3. DESCRIPTION DE L'OPERATION

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'apport

L'apport est effectué sous le régime juridique de droit commun des apports en nature purs et simples tel que défini par les dispositions de l'article L. 225-147 du code de commerce.

Sur le plan fiscal, l'apport des titres est effectué suite à leur acquisition par l'apporteur pour la même valeur, l'apport ne génère aucune plus-value. L'opération est par ailleurs placée sous le régime prévu par l'article 816 I du Code Général des Impôts pour les droits d'enregistrement.

Il est prévu que l'apport prenne effet le 13 juillet 2017, date à laquelle le Directoire d'Innate décidera l'opération d'apport, suite à l'utilisation de la délégation de compétence qui lui a été conférée par les actionnaires lors de l'Assemblée générale du 2 juin 2016 à l'effet d'émettre des actions ordinaires donnant accès au capital de la société (dans la limite de 10% de son capital social), en rémunération d'apports en nature constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant l'accès au capital (17^{ème} résolution).

1.3.2. Opérations directement liées à l'opération d'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S.

L'opération d'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S. par Novo s'inscrit dans une opération globale dont les différentes étapes sont :

- Création d'une nouvelle société NN C5aR S.A.S. par Novo au capital de 5,5 M€ qu'elle détiendra à 100% ;
- Conclusion d'un contrat de licence concernant l'anticorps anti-C5aR entre de la société NN C5aR S.A.S. et Novo qui cristallise les conditions financières d'un contrat d'accord de licence (droits incorporels) issue d'une négociation commerciale entre Novo et Innate dont le prix a été déterminé pour un montant de 40M€, soit après retenue à la source, un montant net de 31,7 M€ générateur d'une créance immédiate de Novo sur de la société NN C5aR S.A.S. dit « upfront fee » (dont les titres appartiendront ensuite en totalité à Innate). Cette créance que le commissaire aux comptes de NN C5aR S.A.S. a certifié réelle, liquide et exigible reflète le prix accordé par les parties aux actifs issus par le droit d'utilisation de par Innate (via la société NN C5aR S.A.S.) de l'utilisation de la molécule C5aR pour sa recherche et développement ;
- Augmentation du capital de la société NN C5aR S.A.S. par compensation avec la créance de Novo. Suite à cette opération, le capital de la société NN C5aR S.A.S. reflète alors le prix conclu par les parties pour l'acquisition des droits d'exploitation de la molécule C5aR ainsi que le montant du capital initial, soit au total 37,2 M€ ;
- Apport par Novo à Innate de la totalité des titres de la société NN C5aR S.A.S., Innate reprenant ainsi tous les droits attachés à l'exploitation de cet accord de licence.

1.3.3. Conditions suspensives

La réalisation de l'apport est subordonnée à la levée des conditions suspensives suivantes :

- Création de la société NN C5aR S.A.S. pour les besoins de l'opération ;
- Signature et exécution de l'accord de licence entre la société NN C5aR S.A.S. et Novo ;
- Libération du capital de la société NN C5aR S.A.S. par Novo ;
- Augmentation du capital de la société NN C5aR S.A.S. par incorporation de créance ;
- Exécution des termes définitifs du traité d'apport ;
- Approbation par le Directoire d'Innate du traité d'apport, de la valeur de l'apport et de l'augmentation du capital par l'émission d'actions nouvelles d'Innate au profit de Novo dans le cadre de l'apport en nature.

1.4. PRESENTATION DE L'APPORT

1.4.1. Méthode d'évaluation retenue

La valeur de l'apport a été déterminée par les parties sur la base des capitaux propres de la société NN C5aR S.A.S. au jour de l'opération et de la levée des conditions suspensives précitées.

1.4.2. Description de l'apport

La société Novo envisage de procéder à un apport en nature d'actions au bénéfice de la société Innate. Cet apport porterait sur la totalité des actions détenues par Novo dans une société par actions simplifiée constituée pour les besoins de l'opération, la société NN C5aR S.A.S. Préalablement à la réalisation de l'apport, Novo conclura avec la société NN C5aR S.A.S. un accord de licence aux termes duquel Novo transfère à la société NN C5aR S.A.S. un certain nombre de droits de propriété intellectuelle permettant à la société NN C5aR S.A.S. de développer et d'exploiter des molécules initialement développées par Novo ainsi qu'un stock de matériels biologiques.

Aux termes du projet de traité d'apport, en date du 2 juin 2017, les titres de la société NN C5aR S.A.S. sont apportés pour une valeur réelle globale de 37.166.667 €.

1.4.3. Rémunération de l'apport

En rémunération de l'apport, évalué à la somme totale de 37.166.667 €, Novo Nordisk recevra un nombre de titres compris entre 2.700.000 et 3.500.000 actions ordinaires nouvelles d'Innate Pharma, d'une valeur nominale de 0,05 €.

La différence entre la valeur de l'apport, soit 37.166.667 €, et le montant de l'augmentation du capital, compris entre 135.000 € et 175.000 €, constituera une prime d'émission comprise entre 37.031.667 € et 36.991.667 €, qui sera inscrite à un compte spécial au passif du bilan sur lequel porteront les droits des actionnaires.

2. VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES A L'APPORT ET AUX ACTIONS DE LA SOCIETE BENEFICIAIRE

2.1. DILIGENCES MISES EN ŒUVRE PAR LE COMMISSAIRE AUX APPORTS

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires conformément à la doctrine de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à ce type de mission.

En particulier, nous avons :

- rencontré les personnes en charge de la réalisation de l'opération, sous ses aspects financiers et juridiques dont :
 - o les membres de la direction d'Innate Pharma en charge de l'opération ;
 - o les avocats représentant de la société Innate Pharma ;
- pris connaissance du traité d'apport (contribution in kind agreement) ;
- pris connaissance du contrat de licence de la molécule C5aR signé entre Novo Nordisk et NN C5aR S.A.S;
- pris connaissance de l'ensemble des conditions de l'opération et des motivations ayant conduit à la détermination des modalités opérationnelles et financières retenues par les parties, et notamment :
 - o la détermination du prix du contrat de licence entre la société NN C5aR S.A.S. et Novo Nordisk, opération préalable et ne faisant qu'une avec l'opération d'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S. à Innate Pharma ;
 - o des modalités de détermination de la valeur des apports ;
 - o les critères de détermination de la rémunération des apports et leur motivation ;
- analysé la pertinence des critères et approches de détermination des valeurs relatives ;
- obtenu le modèle de Valeur Actuelle Nette (NPV) du projet C5aR établi par la direction d'Innate Pharma en vue :
 - o d'analyser la construction et les paramètres du modèle de NPV du projet C5aR pour revue de cohérence avec des sources d'informations externes ;
 - o de mener des analyses de sensibilité et mis en place des simulations sur les paramètres clés fondants la NPV du projet ;
- analysé le cours de bourse d'Innate Pharma ainsi que les notes d'analystes financiers et leur consensus sur plusieurs exercices afin d'apprécier la pertinence du critère du cours de bourse ;
- effectué des comparaisons entre la présente opération prise dans son ensemble et d'autres opérations d'accord de licence similaires ;
- mené des analyses complémentaires et multicritères en vue d'apprécier les valeurs relatives et la rémunération des apports qui en découle ;

Nous avons effectué les travaux complémentaires qui nous ont paru nécessaires dans le cadre de l'appréciation de l'équité de la rémunération de l'apport au regard de notre appréciation de la pertinence des valeurs relatives.

Enfin, nous avons obtenu des lettres d'affirmation de la part de l'apporteur et de la bénéficiaire des apports sur les éléments significatifs utilisés dans le cadre de la mission.

Par ailleurs, nous avons utilisé les travaux effectués dans le cadre de notre rapport de commissaire aux apports sur la valeur des apports.

2.2. METHODES D'ÉVALUATION ET VALEURS RELATIVES ATTRIBUÉES À L'APPORT ET AUX ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BÉNÉFICIAIRE DES APPORTS PAR LES PARTIES

2.2.1. Valorisation de l'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S.

A. Critère d'évaluation retenu par les parties :

La valeur d'apport retenue, qui est de 37.166.667 €, a été déterminée par les parties en valeur réelle sur la base des capitaux propres comptables de la société NN C5aR S.A.S. au jour de l'opération d'apport. Cette valeur résulte de la constitution du capital en numéraire de la société NN C5aR S.A.S. pour 5.500.000 euros par Novo, de l'accord de cession de licence de 25.000.000 euros (« upfront payment »), de la valeur de matériels pour 15.000.000 euros, déduction faite de la retenue à la source relative à la licence de 8.333.333 euros.

B. Critères d'évaluation écartés par les parties :

Les parties n'ont pas retenu d'autre critère pour la détermination de la valeur relative des titres apportés, que la valeur réelle d'apport des titres déterminée selon les principes exposés ci-avant.

2.2.2. Valeur attribuée aux actions d'Innate Pharma

A. Critères d'évaluation retenus par les parties :

Compte tenu de l'activité d'Innate, de son stade d'avancement et de l'absence de produits ayant encore donné lieu à commercialisation, les critères et approches d'évaluation habituelles sont difficilement applicables. La direction d'Innate estime en conséquence que le cours de bourse est représentatif de la valeur réelle d'Innate et de la valeur relative à utiliser pour la rémunération des apports.

Cependant aux termes du traité d'apport (« contribution in kind agreement »), la valeur de l'action Innate n'est pas fixée au jour du présent rapport et seule une fourchette du nombre d'actions à émettre a été déterminée au jour de la signature du traité d'apport.

Sur la base de la valeur d'apport 37.166.667 euros et d'un nombre d'actions Innate à émettre compris entre 2.700.000 et 3.500.000, la valeur réelle implicite de l'action Innate retenue par les parties est comprise entre 10,62 euros et 13,77 euros pour une valeur centrale de 12,19 euros soit un écart de 30% entre les deux bornes.

B. Critères d'évaluation écartés

Du fait des caractéristiques d'Innate vues ci-avant, les méthodes suivantes ne trouvent pas d'application pertinente au regard de la direction d'Innate :

- Multiples de comparables boursiers et de transactions comparables du fait de l'absence d'inducteur de valeurs pertinents pour l'application de multiples implicites ;
- Actif Net Réévalué du fait de l'essentiel de la valeur portée par des immatériels ;
- Discounted cash flows car la société Innate n'établit pas dans le cours normal de son activité de projections pour la valorisation de l'ensemble de la société Innate.

2.2.2. Poids relatifs et parité d'échange

Il ressort des approches retenues par les parties, les poids relatifs et les parités de rémunération suivantes au centre des deux bornes du nombre d'actions à émettre par Innate Pharma :

Poids relatif	Au jour du traité (02/06/17)	
	NewCo	Innate
Valeur réelle (M€)	37,2	658,5*
Poids relatif	NewCo = 5,64 % d'Innate avant augmentation de capital	

* en valeur centrale implicite estimée

Note : Les poids relatifs sont appréciés au cours implicite moyen issu du traité d'apport (12,192 euros pour une action Innate).

En vue d'apprécier l'équité de la rémunération de l'apport, nous avons apprécié ci-après les approches et les valeurs retenues par les parties.

2.3. APPRECIATION DES METHODES RETENUES PAR LES PARTIES POUR LA DETERMINATION DES VALEURS RELATIVES

2.3.1. Valeur réelle des titres apportés par les capitaux propres comptables

La valeur réelle des titres apportés de la société NN C5aR S.A.S. est estimée par les capitaux propres comptables de la société NN C5aR S.A.S. à cette date.

Pour apprécier le caractère pertinent de cette approche d'évaluation en valeur réelle des titres de la société NN C5aR S.A.S., il est nécessaire de reprendre l'analyse de l'opération globale de libre négociation du transfert de la licence.

L'opération d'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S. à Innate est la dernière étape d'une opération globale d'acquisition de l'intégralité des droits de développement et de commercialisation exclusifs de l'anticorps anti-C5aR qui devient le programme IPH5401 (contrat d'accord de licence).

La société NN C5aR S.A.S., spécialement constituée pour les besoins de cet accord de licence, porte à son actif la valeur des droits incorporels et stocks librement négociée par les parties pour le développement et commercialisation exclusifs de la molécule C5aR.

La négociation a été réalisée dans des conditions normales de marché entre Novo et Innate, conditions normales confirmées par nos analyses successives :

- des modèles de Valeur Actuelle Nette (NPV) de cette opération préparés par Innate, bénéficiaire des apports ;
- d'opérations comparables dans le secteur qui permettent de mettre en évidence une répartition entre « l'upfront fee » et le montant des flux contractuels au bénéfice du licencieur en cas de franchissement des phases de développement.

Les conditions de négociation et de détermination du prix pour l'acquisition de la licence par Innate auprès de Novo se positionnent dans les standards des transactions comparables antérieures identifiées.

La détermination du prix donnant lieu à créance de Novo sur la société NN C5aR S.A.S. est en conséquence le reflet de cette négociation de la valeur des droits incorporels et stocks.

La créance de Novo liée à la fixation de ce prix est alors convertie en capital de la société NN C5aR S.A.S. préalablement à l'apport. Les capitaux propres de la société NN C5aR S.A.S. sont en conséquence le strict reflet du prix des actifs acquis avant l'opération d'apport ainsi que de l'apport en numéraire réalisé à la constitution.

Nous sommes d'avis que les capitaux propres comptables de la société NN C5aR S.A.S. à la date de l'opération d'apport sont représentatifs de la valeur réelle des titres de la cette société.

2.3.2. Valeur réelle des actions Innate : revue de l'approche par le cours de bourse, critère retenu par les parties

Cette approche est estimée pertinente par la Direction pour refléter la juste valeur d'Innate. Nous avons en conséquence analysé le cours de bourse de la société sous différents angles afin de nous assurer de la pertinence de ce critère retenu par les parties pour déterminer le rapport d'échange.

A. Analyse du flottant

Préalablement à l'opération d'apport visée, le flottant effectif est d'environ 80% ce qui représente une part très significative du capital.

B. Analyse de la liquidité

La liquidité des titres Innate est assez élevée comme le démontre le tableau ci-dessous :

RotK (au 2 juin)	1 semaine	1 mois	3 mois
Innate Pharma	2,61%	11,16%	18,05%
Ablynx	1,03%	3,06%	6,70%
Cellectis	0,51%	3,83%	6,72%
Celyad	1,70%	17,47%	29,73%
Morphosys	3,20%	15,58%	25,53%
Molecular	0,75%	2,09%	5,67%
argenX	0,08%	2,71%	3,44%
Five Prime	5,64%	25,52%	50,15%
NewLink	12,74%	49,66%	112,86%
Macrogenics	3,89%	14,07%	28,02%
Adaptimmune	2,16%	8,01%	13,76%
Moyenne	3,12%	13,92%	27,33%
Médiane	2,16%	11,16%	18,05%

On remarque que la liquidité du titre Innate est, sur une période d'un mois, au niveau médian comparée à celle d'autres sociétés de biotechnologie, et d'autant plus si l'on extrait la société NewLink qui connaît une liquidité atypique dans l'échantillon de comparables.

A titre d'information, il nécessite moins d'un mois de cotation pour échanger environ 10% du capital d'Innate.

Ceci permet de conclure, au regard de l'actionnaire le plus significatif détenant 10,3% du capital à une garantie de liquidité des titres Innate sur le marché.

C. Analyse du cours moyen pondéré par les volumes sur différentes périodes préalablement au communiqué de presse du 2 juin 2017 sur l'opération Novo Nordisk

L'analyse du cours de bourse pondéré par les volumes est présentée dans le tableau suivant :

	Cours MPV
1 Semaine	12,30
1 Mois	11,75
3 Mois	11,48
6 Mois	11,79
12 Mois	11,84

Cette analyse montre que le cours de bourse d'Innate connaît peu de variations élevées sur la durée et que son cours de bourse est un critère estimé pertinent pour l'approche de sa valeur réelle.

D. Conséquences du communiqué du 2 juin 2017 sur le cours de bourse :

Close Date	Open Price EUR	High Price EUR	Low Price EUR	Close Price EUR	Volume
02/06/2017	12,39	12,45	12,07	12,28	261 685
05/06/2017	12,52	12,89	12,26	12,36	626 350
Variation	1%	4%	2%	1%	139%

Le tableau précédent met en évidence l'absence de variation significative du cours de bourse à l'annonce de l'opération entre Novo et Innate sur l'accord de licence pour la molécule C5aR.

Il en ressort que l'on peut s'interroger sur la pertinence du critère de cours de bourse pour apprécier l'équité de la rémunération des apports.

Nous rappelons par ailleurs que la valeur de l'action Innate n'est pas déterminée au jour du présent rapport et que la rémunération des apports s'inscrit dans une fourchette d'actions à émettre par Innate comprise entre 2.700.000 et 3.500.000 correspondant à un cours de bourse compris entre 10,619 et 13,765 euros pour rémunérer la valeur réelle de l'apport soit une valeur centrale de 12,192 € par action et un écart de 30% entre les bornes de valeur par action.

Les parties considèrent que le cours de bourse d'Innate à la date de signature du traité d'apport avec une variation dans la fourchette ci-dessus est représentatif de sa juste valeur, compte tenu de la stabilité de son cours de bourse.

2.3.3. Approches complémentaires introduites par les commissaires aux apports

Afin de confirmer la pertinence de la valeur relative d'Innate qui sera déterminée par les parties par le cours de bourse, nous avons mis en œuvre d'autres approches.

A. Approche par les cours cibles d'analystes.

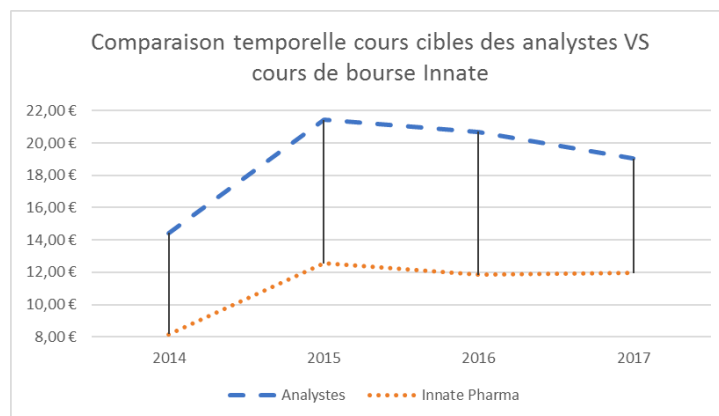
Le titre Innate est suivi par plusieurs analystes.

Il en ressort que le consensus des analystes surpasse significativement le cours moyen pondéré par les volumes d'Innate et qu'il existe un écart type important entre les différents analystes.

On remarque également que les analystes n'ont pas intégré l'ensemble des produits en portefeuille d'Innate.

En revanche, l'analyse des consensus d'analystes sur 4 ans comparés à la moyenne des cours d'Innate (cf. graph ci-après) montre que la cotation du titre est régulièrement décotée et de façon corrélée par rapport aux cours des analystes.

	2014	2015	2016	2017	Moyenne
Analystes	14,43 €	21,43 €	20,70 €	19,04 €	18,90 €
Innate Pharma	8,17 €	12,56 €	11,85 €	11,94 €	11,13 €
Ecart (en valeur)	6,26 €	8,87 €	8,85 €	7,09 €	7,77 €
Ecart (en %)	43%	41%	43%	37%	41%



On constate des écarts relativement constants (autour de 40%) pouvant notamment s'expliquer par :

- les difficultés des analystes à valoriser finement les NPV des produits en portefeuille dans le secteur des biotech se justifiant par un écart type significatif des cours cibles des analystes ;
- des primes importantes affichées par les analystes pour ce type de valeurs.

Il ressort donc que les cours cibles d'analystes ne nous paraissent pas constituer une approche de détermination de la valeur relative pertinente pour apprécier le caractère équitable de la rémunération des apports. Cependant, l'existence d'une corrélation forte entre le cours historique d'Innate et les cours cibles d'analystes tendent à confirmer que le critère de cours de bourse de l'action Innate constitue une approche pertinente de la valeur réelle.

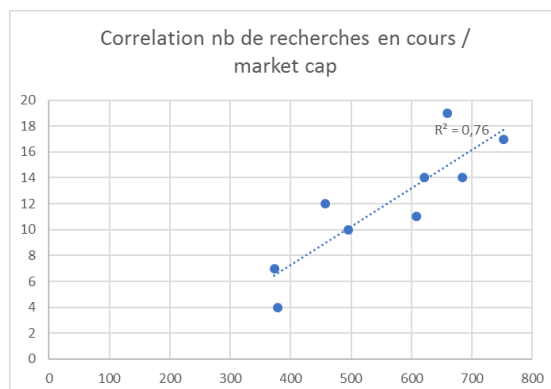
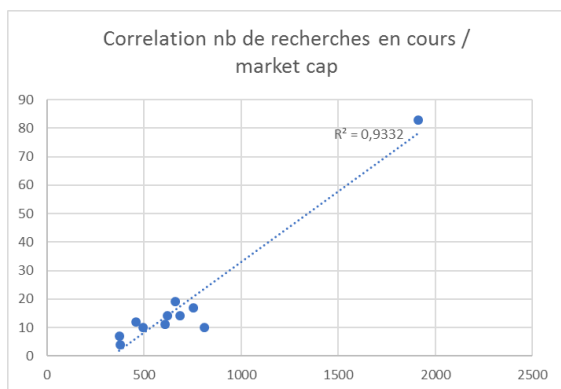
B. Approche par comparaison à titre d'information

Les approches par comparaison boursières ou transactions comparables consistant à déterminer une valeur réelle par l'application de multiples implicites à un inducteur de valeur (Ebitda, Ebit, etc.) ne sont pas pertinentes au cas particulier de ce type de secteur d'activité faute d'inducteur de profitabilité récurrente et prévisionnelle à court terme.

Cependant, à titre d'information et de cohérence d'ensemble afin de conforter la pertinence de la capitalisation boursière d'Innate, nous avons mis en œuvre une approche par analogie au niveau des capitalisations boursières d'un échantillon de sociétés cotées comparables consistant à expliquer par des éléments qualitatifs les différences de valorisation. Le critère qualitatif est le nombre de recherches en cours et leur stade d'avancement (sources : site web de chaque comparable).

Comparable	Découverte / Pré-clinique	En %	Phase 1	En %	Phase 1/2	En %	Phase 2	En %	Phase 3	En %	Nombre de recherches en cours	Market cap 2017 au 31 mai (source Innate)
Innate Pharma	6	32%	6	32%	4	21%	3	16%		0%	19	659
Abylnx	5	36%	4	29%		0%	4	21%	1	7%	14	685
Collectis	13	76%	4	24%		0%		0%		0%	17	752
Celyad	2	50%	2	50%		0%		0%		0%	4	378
MorphoSys		0%	35	42%		0%	35	184%	13	16%	83	1912
Molecular Partners	6	55%	1	9%		0%	3	16%	1	9%	11	608
ArgenX	3	30%	3	30%	2	20%	2	11%		0%	10	495
Five Prime	6	60%	3	30%		0%	1	5%		0%	10	813
Newlink	4	57%	2	29%		0%	1	5%		0%	7	373
MacroGenics	1	7%	10	71%	1	7%	1	5%	1	7%	14	621
Adaptimmune		0%	6	50%	6	50%		0%		0%	12	457
Mediane											12	621

Comme le montre le premier graphique ci-dessous, sans retraitement de l'échantillon, la corrélation est forte entre le nombre de recherches en cours et la capitalisation boursière. Nous avons cependant écarté deux des comparables qui sortent des standards de l'échantillon (Morphosys et Five Prime). Dans ce cas la corrélation est moins forte mais reste élevée (second graphique), justifiant la cohérence de la cotation d'Innate sur son secteur.



C. Conclusion de nos analyses complémentaires sur l'appréciation de la pertinence de la valeur relative d'Innate

Nos analyses complémentaires permettent de confirmer que le cours de bourse d'Innate est un critère d'approche de la juste valeur de la société pertinent.

2.4. APPRECIATION DES VALEURS RELATIVES RETENUES

2.4.1. *Valeur relative retenue de l'apport*

Eu égard aux analyses menées précédemment, la valeur relative de l'apport de 37.166.667 euros n'appelle pas de commentaire particulier.

2.4.2. *Valeur relative retenue d'Innate*

La valeur unitaire des actions Innate émises en rémunération de l'apport n'est pas déterminée au jour du présent rapport et le sera sur la base des 10 jours de bourse à compter du 26 juin 2017.

A titre d'information, sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 semaine, 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois, la valeur centrale implicite de l'action Innate de 12,19 €/action retenue pour déterminer la fourchette du nombre d'actions à émettre pour rémunérer l'apport est pertinente avec les valeurs issues du critère du cours de bourse avant annonce de l'opération sur différentes périodes comme le montre le tableau ci-après :

	Cours MPV	Valeur centrale	Ecart en €	Ecart en %
1 Semaine	12,30	12,19	0,11 €	1%
1 Mois	11,75	12,19	-0,44 €	-4%
3 Mois	11,48	12,19	-0,71 €	-6%
6 Mois	11,79	12,19	-0,40 €	-3%
12 Mois	11,84	12,19	-0,36 €	-3%

En conséquence, si la valeur d'Innate qui sera déterminée au jour de la réalisation de l'apport se situe dans un intervalle proche de 12,19 euros par action retenue à la date de la signature du traité d'apport, nous sommes d'avis que cette valeur relative serait toujours représentative de la valeur réelle d'Innate.

En tout état de cause, étant dans l'impossibilité de déterminer la valeur qui sera retenue au jour de la réalisation de l'opération, faute de disposer d'approches complémentaires pertinentes de la valeur relative d'Innate et faute d'avoir une valeur relative d'Innate intégrant les effets bénéfiques attendus par les parties de cette opération, nous estimons que l'utilisation de telles valeurs relatives serait insuffisante pour apprécier l'équité de la rémunération.

En conséquence, nous sommes d'avis que l'appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée doit tenir compte des éléments qui ont orienté la libre négociation des parties concourant à arrêter l'octroi d'un nombre d'actions à l'apporteur équivalent à la quote-part de capital d'Innate avant apport comprise entre 5 et 6,5%.

3. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DE LA REMUNERATION PROPOSEE

La quote-part de capital attribuée à Novo en rémunération de l'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S. est issue d'une **libre négociation des parties dans le cadre de l'opération sous-jacente d'accord de licence sur la molécule C5aR.**

En vue d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée, nous avons effectué les diligences visant à apprécier si la quote-part de capital qui serait attribuée à l'apporteur est représentative d'un partage équitable de la valeur estimée du projet C5aR au regard des usages observés dans ce type d'opération de contrat de licence de droits incorporels sur le développement de molécules.

3.1. RAPPEL DES SYNERGIES DE L'OPERATION POUR LES PARTIES

3.1.1. Pour Novo Nordisk

Leader mondial danois dans le traitement de diabète et acteur majeur dans les domaines de troubles de la coagulation et de la croissance, par ailleurs actionnaire historique d'Innate Pharma à hauteur de 10,3% avant l'opération, il s'agit de licencier un anticorps initialement développé dans le cadre de la recherche sur les maladies inflammatoires, notamment polyarthrite rhumatoïde, qui serait repositionné dans le traitement du cancer par Innate à la lumière des dernières découvertes scientifiques. Cette opération permettrait ainsi de faire valoir par Novo des investissements qui n'ont pas été poursuivis dans le cadre initial et qui pourraient s'avérer plus fructueux dans le cadre du repositionnement par Innate. A l'issue de l'opération, la participation de Novo dans Innate passera de 10,3% à une participation comprise entre 14,6% et 15,8%, en rémunération de l'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S. à Innate, le nombre de titres à émettre en rémunération de l'apport n'étant pas fixé au jour de la signature du traité d'apport et du présent rapport. Cette variation résulte également de la libre négociation entre les parties.

3.1.2. Pour Innate Pharma

Pour Innate, Il s'agit de compléter son portefeuille de produits avec un anticorps qui pourrait faire l'objet d'essais cliniques dès l'année prochaine, ce qui est un ajout stratégique au regard des phases de développement actuelles des autres produits de la société. Innate a actuellement 3 programmes en phase clinique : Lirilumab, Monnalizumab et IPH4102 ainsi que 3 programmes en phase préclinique : IPH4301, IPH52 et IPH53. A noter qu'entre le stade préclinique et le stade clinique d'un programme s'écoule une période pouvant aller jusqu'à environ 10 ans et que le stade d'avancement des programmes en préclinique actuellement en portefeuille d'Innate ne permet pas d'entrer en phase clinique prochainement. Cette opération permettra alors à Innate de compléter à court terme son portefeuille de produits en phase clinique.

3.1.3. Clés de répartition des synergies ayant guidé la négociation des parties

Cette opération est initiée par la perception de synergies profitables aux deux parties avec des prises de risques cependant asymétriques :

- Innate assumera le risque d'échec de la recherche et bénéficiera d'une grande partie des retombées du succès,

- Novo augmente sa part de capital dans Innate et monétise ainsi ses années de recherches à minima par sa relation dans Innate. Puis, en cas de succès Novo bénéficiera des retombées positives (au travers de sa participation au capital et des paiements complémentaires dus dans le cadre de la licence), compte tenu du risque pris essentiellement par Innate.

Cette opération s'est placée dans le cadre de **la libre négociation des parties qui ont été guidées par des usages de répartition de valeur en cas de succès liés à la prise maximum de risque par l'entité chargée d'engager les investissements en recherche et développement** (i.e. Innate) qui suivront le contrat de licence d'utilisation de la molécule.

Dans le cadre de cette négociation de contrat de licence, la répartition des synergies entre le licencié et le licencieur est selon les informations obtenues similaires à celles des opérations du secteur à un stade similaire de développement.

3.2. ANALYSE DE LA REPARTITION DE LA CREATION DE RICHESSE (SYNERGIES) SUR LE PROJET C5aR

3.2.1. *Information de base*

L'appréciation de l'équité de la rémunération est fondée sur le modèle de Valeur Actuelle Nette (NPV) du projet C5aR préparé par la Direction d'Innate, bénéficiaire des apports.

Le modèle NPV C5aR a été construit sur la base des meilleures estimations du management, se reposant notamment sur des observations externes et sur des observations internes à l'occasion d'autres projets menés par Innate.

De façon synthétique, la construction de ce modèle repose sur :

- Une durée anticipée des phases de développement et d'enregistrement avant mise sur le marché (phase 1, 2 et 3) de plusieurs années ;
- D'investissements visant le développement de plusieurs indications dont l'enregistrement et la mise sur le marché sera progressive ;
- Le positionnement des coûts de développements, pour l'atteinte du nombre retenu d'indications, fonctions du nombre de patients par phase et du coût par patient par phase, ces coûts étant tirés de l'expérience Innate antérieure et d'estimation pour les phases ultérieures fondées sur des sources externes alourdis par prudence ;
- Une probabilité de succès de franchissement des différentes phases avant la mise sur le marché dont les probabilités de franchissement de phases sont issues d'études externes (« Pharmaprojets 2015 » de McKinsey sur les taux de succès de phase I au lancement, période 2012-2014, Biologics) ;
- Une durée de ventes et de chiffre d'affaires sous protection exclusive classique pour l'industrie puis une attrition pour ce type de molécules au-delà de cette durée sachant qu'en tout état de cause le modèle est limité à 20 ans après le dépôt des brevets actuels sans aucune valeur terminale,
- D'hypothèses de volumes de ventes et de chiffre d'affaires à l'issue de la phase de mise sur le marché selon 3 scénarios différents (faible, moyen et cible) ;
- De coûts directs sur ventes et de coûts indirects ;
- Des coûts contractuels dus à Novo selon le franchissement des différentes phases de développement (contrat de licence entre Novo et la société NN C5aR S.A.S.) ;
- Des royalties contractuels (contrat de licence entre Novo et la société NN C5aR S.A.S.) dus à Novo à compter de la mise sur le marché ;
- D'un taux d'actualisation des flux de trésorerie (coût moyen pondéré du capital) de 12% correspondant au taux observé par Innate sur les comparables, que nous recoupons après la prise en compte d'une prime de taille.

3.2.2. Commentaires sur le modèle de valorisation NPV

Ce modèle a été établi par Innate, le bénéficiaire des apports et donc acquéreur des droits contractuels exclusifs d'exploitation de la molécule.

Il ressort de nos travaux d'analyses que les hypothèses retenues permettent :

- d'envisager dans les flux le risque d'échec des développements et donc l'absence de mise sur le marché en retenant une probabilité de succès d'atteinte de la mise sur le marché (source : étude externe « Pharmaprojets 2015 » de McKinsey) ;
- différents scénarios de mise sur le marché et de volumes de ventes ;
- les flux de redevances servis à Novo liés au franchissement des phases de développement ;
- de répartir la richesse créée selon les différentes hypothèses de mise sur le marché.

Après échange avec la Direction d'Innate, nous avons retenu les ajustements suivants du modèle en vue de nous faire notre avis sur l'équité de la rémunération :

- probabilisation des 3 scénarios de mise sur le marché afin d'obtenir une valeur centrale de NPV en retenant 10% pour le scénario faible, 20% pour le scénario moyen et 70% pour le scénario dit « cible »;
- taux d'actualisation plus élevé pour tenir compte du fait que les analystes financiers utilisent des taux d'actualisation régulièrement supérieurs d'environ 2 points et pour tenir compte de risques spécifiques tels que le risque de décalage temporelle du projet ou encore de variation de probabilité de succès, ou encore du taux de change.

3.2.3. Détermination de la répartition de la création de richesse aux bornes du nombre d'actions à émettre selon le traité d'apport

Sur la base des modèles de NPV probabilisés comme nous l'avons indiqué ci-avant, nous nous sommes fait un avis sur l'équité de la rémunération en étudiant si la quote-part de capital octroyée à Novo, comprise entre 5% et 6,5% du capital d'Innate, permettait d'assurer une répartition de la richesse du projet de façon cohérente avec l'usage rencontré dans ce type d'industrie.

Ainsi nous avons posé les éléments suivants en considérant que le cours de bourse ne reflète pas, au jour de nos travaux, la valeur intrinsèque du projet C5aR :

Richesse au profit de Novo (apporteur)	Richesse au profit des actionnaires historiques d'Innate (y compris part de Novo antérieurement détenue)	Commentaires
+ [5% - 6,5%] d'Innate en rémunération de l'apport soit une valeur à minima de 37,2 M€	- 37,2 M€ pour les anciens actionnaires (dilution)	Le cours de référence n'est pas fixé mais la rémunération sera de 37,2 M€ tant que le cours de bourse reste dans les bornes fixées au traité d'apport.
+ NPV des flux de la licence contractuels revenants à Novo	Néant	Le contrat de licence octroie des flux à Novo selon le franchissement de milestones et le succès du projet chez Innate
+ [5% à 6,5%] de la NPV du projet chez Innate	+ [93,5% - 95%] de la NPV du projet chez Innate	Du fait de la rémunération de Novo à hauteur de [5%-6,5%] du capital d'Innate, Novo aura implicitement droit à [5%-6,5%] de la NPV estimée du projet et les anciens actionnaires d'Innate à [93,5%-95%] (dont anciennes actions Novo à 10,3%)

En cas de variation de cours d'Innate à la hausse ou à la baisse, cela impactera simultanément l'ensemble des actionnaires.

En conséquence, la question de la répartition de la richesse est étudiée à cours de bourse constant. Il ressort ainsi de nos analyses que la répartition de la richesse, dans le cadre défini ci-avant s'établit comme suit :

Equité de la rémunération - partage de la valeur

	<i>rémunération à 5%</i>		<i>rémunération à 6,48%</i>	
	Novo	Innate	Novo	Innate
NPV probabilisée	26%	74%	28%	72%

Ainsi, il ressort de cette analyse que, quelle que soit la quote-part de capital octroyée à Novo dans les bornes fixées, **la répartition de richesse créée pour chacune des parties est proche des usages pour la négociation de ce type de contrats de licences à ce stade d'avancement.**

4. SYNTHÈSE ET POINTS CLES

Au jour du traité d'apport et du présent rapport, la valeur réelle de l'action Innate à remettre en rémunération de l'apport n'est pas fixée.

Pour autant, une fourchette du nombre d'actions à émettre en rémunération de l'apport est fixée avec une borne haute et une borne basse.

Il ressort de ces bornes une fourchette de valeur implicite de l'action Innate comprise entre 10,62 €/action et 13,77 €/action avec une valeur centrale de 12,19 €/action que nous estimons représentative de la juste valeur de l'action Innate (i.e. sans prise en compte des synergies de l'opération).

Cette valeur n'est pas en elle seule suffisante pour apprécier l'équité de la rémunération de l'apport du fait de :

- L'absence de fixation définitive de la valeur par action d'Innate au jour de notre rapport ;
- La détermination d'une quote-part de capital d'Innate en rémunération de l'apport reposant davantage sur la libre négociation de la rémunération de l'accord de licence signé préalablement à l'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S., ces opérations n'en faisant qu'une seule en définitive ;
- L'absence d'approches multicritères pour estimer la valeur réelle des actions Innate et notamment d'une approche intégrant le partage des synergies liées à l'opération.

Nous sommes d'avis que la quote-part de capital en rémunération de l'apport des titres de la société NN C5aR S.A.S. par Novo Nordisk devrait être davantage représentative d'une répartition de création de richesse du projet C5aR reflétant les attentes des parties et les usages dans ce type d'opération.

Les usages observables dans ce secteur et attendue par Innate ont conduit à une négociation visant un partage des synergies.

Sur la base de la NPV estimée du projet et de la fourchette de quote-part de capital octroyée par Innate à Novo comprise entre 5% et 6,5%, nous constatons que la répartition de la création de richesse attendue est proche de l'usage de marché pour une molécule à ce stade de développement.

5. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux à la date du présent rapport, et sous réserve que le cours de l'action d'Innate Pharma s'inscrive dans la fourchette de valeur implicite de l'action Innate Pharma issue du traité d'apport, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'apport conduisant à émettre entre 2.700.000 et 3.500.000 actions Innate Pharma arrêtée par les parties, présente un caractère équitable.

Fait à Paris et Marseille, le 5 juillet 2017

Les commissaires aux apports



Lison Chouraki
Commissaire aux comptes
Expert près la cour d'appel de Paris



Luc-René Chamouleau
Commissaire aux comptes
Expert près la cour d'appel d'Aix-en-Provence