

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF
Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France*

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

visant les actions de la société



initiée par

HOLOGIC®

Hologic Hub Ltd.

présentée par



PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR SUPERSONIC IMAGINE



Le présent projet de note en réponse a été déposé le 30 août 2019 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »). Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AMF.**

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le rapport d'Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

En application des articles L. 433-4 du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où les actionnaires de SuperSonic Imagine S.A. n'ayant pas apporté leurs actions à l'offre publique d'achat ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la société SuperSonic Imagine S.A., l'Initiateur (tel que ce terme est défini ci-après) a l'intention de mettre en œuvre, dans un délai de 10 jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre réouverte, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions SuperSonic Imagine S.A. non apportées à l'offre publique d'achat (à l'exception des actions déjà détenues par l'Initiateur, des actions auto-détenues par SuperSonic Imagine S.A. et des actions faisant l'objet d'une obligation de conservation) en contrepartie d'une indemnité égale au prix de l'offre publique d'achat, nette de tous frais.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de SuperSonic Imagine (www.supersonicimagine.fr) et mis gratuitement à la disposition du public au siège social de SuperSonic Imagine, 510, rue René Descartes – Les Jardins de la Duranne Bât E et Bât F, 13857 Aix-en-Provence Cedex 3.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société SuperSonic Imagine seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre selon les mêmes modalités de diffusion. Un communiqué de presse sera diffusé conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	4
1.1.	Présentation de l'Offre	4
1.2.	Contexte de l'Offre.....	7
1.2.1.	L'Acquisition Hors Marché.....	7
1.2.2.	Declarations de franchissement de seuils	10
1.2.3.	Titres visés par l'Offre.....	11
1.2.4.	Seuil de caducité de l'Offre.....	13
1.2.5.	Réouverture de l'Offre	14
1.2.6.	Accord relatif à l'Offre.....	14
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	15
3.	AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE.....	17
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	18
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	18
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	18
7.	ÉLÉMENTS CONCERNANT SUPERSONIC IMAGINE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	19
7.1.	Structure du capital de la Société	19
7.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	20
7.3.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de SuperSonic Imagine ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	20
7.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	21
7.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	21
7.6.	Accords entre actionnaires dont SuperSonic Imagine a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	22
7.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	22
7.7.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	22
7.7.2.	Règles applicables à la modification des statuts.....	23
7.8.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat d'actions	23
7.9.	Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société	26
7.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	26
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	27
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	67
	ANNEXE 1 EXTRAIT DU RAPPORT DE SYNDEX.....	68
	ANNEXE 2 AVIS DU CSE.....	69

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 232-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Hologic Hub Ltd, *private limited company*, société régie par le droit du Royaume-Uni dont le siège social est sis Heron House Oaks Business Park Crewe Road, Wythenshawe, Manchester, M23 9HZ, Royaume-Uni, immatriculée auprès de la *Companies House* sous le numéro 09504366 (ci-après l'« **Initiateur** »), filiale indirecte à 100% de la société Hologic, Inc. (Nasdaq: HOLX), une « *general corporation* » régie par le droit de l'Etat du Delaware aux Etats-Unis d'Amérique, dont le siège social est situé au 250 Campus Drive, Marlborough, MA 01752, Etats-Unis d'Amérique (ci-après « **Hologic** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société SuperSonic Imagine, société anonyme à conseil d'administration au capital de 2.360.679,10 euros, dont le siège social est sis 510, rue René Descartes – Les Jardins de la Duranne Bât E et Bât F, 13857 Aix-en-Provence Cedex 3, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Aix-en-Provence sous le numéro 481 581 890, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010526814, mnémonique « SSI » (ci-après « **SuperSonic Imagine** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire dans les conditions décrites ci-après la totalité des actions de la Société émises ou à émettre par SuperSonic Imagine, à l'exception des actions déjà détenues par l'Initiateur, des actions auto-détenues par la Société, et des actions faisant l'objet d'une obligation de conservation à la charge du directeur général, au prix de 1,50 euro par action (ci-après le « **Projet de Note d'Information** ») (ci-après l'« **Offre** »). Cette Offre (et/ou, le cas échéant l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini ci-après)), pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 237-1 du règlement général de l'AMF.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 1^{er} août 2019, par voie d'acquisition de blocs hors marché, d'un nombre total de 10.841.409 actions de la Société représentant à cette date, à la connaissance de la Société, 45,93% du capital et des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée¹ (l'« **Acquisition Hors Marché** » et, avec l'Offre, l'« **Opération** »), étant précisé que l'Initiateur n'a acquis aucune action de la Société au cours des douze mois ayant précédé cette acquisition.

A la date du présent projet de note en réponse et du fait de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur détient donc 10.841.409 actions de la Société représentant, à la date du présent projet de note en réponse et à la connaissance de la Société, 45,92% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société².

Dans la mesure où, à la suite de l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur détient une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 30%, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur n'agit pas de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

¹ Sur la base du capital social de la Société connu à cette date composé de 23.606.277 actions représentant autant de droits de vote, le nombre de droits de vote étant en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

² Sur la base d'un capital composé, à la connaissance de la Société, de 23.606.791 actions représentant autant de droits de vote, le nombre total de droits de vote étant, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

L'Offre porte sur :

- la totalité des actions de la Société, soit un nombre total de 23.606.791 actions émises de la Société, à l'exclusion (i) des 10.841.409 actions déjà détenues par l'Initiateur, (ii) des 100.732 actions auto-détenues³ par la Société que le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre⁴, et (iii) des 60.000 actions détenues par le directeur général faisant l'objet d'une obligation de conservation du fait de sa fonction de mandataire social de la Société conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société⁵,

soit un nombre total de 12.604.650 actions, représentant, à la connaissance de la Société, environ 53,39% du capital social et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 23.606.791 actions et droits de vote théoriques de la Société à la date du présent projet de note en réponse⁶ ;

- les 114.970 actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini ci-dessous) à raison de l'exercice des 11.200 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise attribués par la Société et restant à exercer à la date du présent projet de note en réponse (les « **BSPCE** »), étant précisé que l'ensemble desdits BSPCE sont exerçables à la date du présent projet de note en réponse⁷ ;
- les 517.115 actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des 503.753 options de souscription d'actions attribuées par la Société le 4 octobre 2013 et le 19 septembre 2014 et restant à exercer à la date du présent projet de note en réponse (les « **Options** »)⁸, étant précisé que l'ensemble desdites Options sont exerçables à la date du présent projet de note en réponse⁹ ;

soit, à la connaissance de la Société, un nombre total de 13.236.735 actions (les « **Actions** »).

L'Offre ne porte pas sur :

- les 11.200 BSPCE, qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article 163 *bis* G du Code général des impôts ;
- les 503.753 Options, qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article L. 225-183 du Code de commerce ;

³ Etant précisé que les 100.732 actions auto-détenues sont intégralement affectées à un contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont et suspendu à la demande de la Société jusqu'à nouvelle instruction.

⁴ Décision du conseil d'administration de la Société en date du 29 août 2019.

⁵ Conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 du code de commerce et en application des plans d'attribution d'actions gratuites en date du 31 mars 2017 (tel que modifié le 26 avril 2018) et du 26 avril 2018, les mandataires sociaux sont tenus de conserver jusqu'à la cessation de leurs fonctions, un nombre d'actions gratuites déterminé en fonction de la rémunération fixe annuelle du dirigeant concerné et de la moyenne des cours cotés des vingt séances de bourse précédant la date de cession envisagée. A la date du présent projet de note en réponse, la totalité des 60.000 actions gratuites octroyées au directeur général fait l'objet de cet engagement de conservation.

⁶ Le nombre total de droits de vote étant, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

⁷ Il est néanmoins précisé que l'ensemble des actions à émettre sur exercice des BSPCE ont un prix de souscription de 8,619 euros par action (à savoir, supérieur au prix de l'Offre).

⁸ Les Options donnent droit à la souscription d'un maximum de 517.115 actions de la Société (soit 411.426 actions au titre des plans en date du 4 octobre 2013 et 105.689 actions au titre du plan en date du 19 septembre 2014).

⁹ Il est néanmoins précisé que les 105.689 actions à émettre sur exercice d'Options attribuées par la Société le 19 septembre 2014 ont un prix de souscription de 8,18 euros par action (à savoir, supérieur au prix de l'Offre), les 411.426 actions à émettre sur exercice d'Options attribuées par la Société le 4 octobre 2013 ayant un prix de souscription de 0,10 euro par action.

- les 638.400 droits à actions attribués gratuitement le 31 mars 2017 et le 26 avril 2018 conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (les « **Actions Gratuites** ») dont la période d'acquisition ne devrait pas expirer avant la clôture de l'Offre¹⁰ ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus conformément aux dispositions légales ou réglementaires applicables et aux plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société.

Les bénéficiaires d'Options et/ou d'Actions Gratuites, ainsi que le directeur général en ce qui concerne ses actions attribuées gratuitement et acquises et qui demeurent soumises à une obligation de conservation, pourront bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité tel que mentionné à la section 1.2.3.

En dehors des BSPCE, des Options et des Actions Gratuites, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société¹¹ à la date du présent projet de note en réponse.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 25 jours de négociation.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, tel que décrit en section 1.2.4 du présent projet de note en réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée, pour le compte de l'Initiateur, par Rothschild Martin Maurel qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

¹⁰ Conformément aux termes et conditions des plans d'attribution, en cas de changement de contrôle de la Société avant la date de constatation des critères de performance des plans (à savoir la date d'acquisition définitive des Actions Gratuites), lesdits critères de performance n'auront plus vocation à s'appliquer si bien que la totalité des Actions Gratuites attribuées seront susceptibles d'être acquises à la date d'expiration de la période d'acquisition concernée (sous réserve néanmoins de la présence dans le groupe de chaque intéressé en ce qui le concerne).

¹¹ Les porteurs des bons de souscription d'actions émis par la Société (i) le 16 avril 2010 y ont renoncé le 15 juillet 2019, (ii) le 22 novembre 2017 y ont renoncé le 16 juillet 2019, et (iii) le 16 décembre 2013 y ont renoncé le 23 juillet 2019. Les bons de souscription d'actions émis par la Société le 4 octobre 2013 ont été exercés en intégralité le 21 juillet 2019. Le 21 août 2019, la Société a mis fin à son programme de financement par obligations simples et obligations convertibles avec bons de souscription d'actions avec Kreos conformément à un accord conclu le 1^{er} août 2019.

1.2. Contexte de l'Offre

1.2.1. L'Acquisition Hors Marché

SuperSonic Imagine et Hologic ont chacun publié le 20 juin 2019 un communiqué de presse annonçant que le conseil d'administration de la Société s'était réuni le 20 juin 2019 pour prendre acte de la remise par Hologic d'une offre ferme sous conditions (la « **Lettre d'Offre** ») en vue de l'acquisition, par Hologic (ou l'un de ses affiliés), d'un bloc de contrôle dans SuperSonic Imagine au prix de 1,50 euro par action, à la suite de laquelle Hologic (ou l'un de ses affiliés) déposerait un projet d'offre publique d'achat en numéraire suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, portant sur le solde des actions de la Société au prix de 1,50 euro par action (à l'exception des actions déjà détenues par l'Initiateur, des actions auto-détenues par SuperSonic Imagine et des actions faisant l'objet d'une obligation de conservation). L'annonce du projet d'Offre a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis émis par l'AMF le 21 juin 2019 sous le numéro 219C1000.

En contresignant le 20 juin 2019 la Lettre d'Offre, la Société et les Actionnaires Cédants (tel que ce terme est défini ci-dessous) ont accordé à Hologic une période de négociations exclusives d'une durée de 60 jours.

En application des dispositions de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a désigné le même jour Accuracy représenté par Monsieur Henri Philippe en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») aux fins d'émettre un avis sur les conditions financières de l'Offre.

Lors de la même réunion, le conseil d'administration de la Société a également décidé d'instituer un comité *ad hoc* composé de membres indépendants du conseil d'administration à l'effet de superviser les travaux de l'Expert Indépendant. A la suite de la reconstitution du conseil d'administration le 2 août 2019, ce comité est désormais composé des deux membres indépendants du conseil : Monsieur Michael Brock et Madame Ghislaine Gueden.

La Société a par ailleurs mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son comité social et économique (le « **CSE** »). Lors de sa réunion du 25 juin 2019, le CSE a nommé le cabinet Syndex aux fins de l'assister dans le cadre de la procédure d'information-consultation. Le CSE a émis son avis sur l'Acquisition Hors Marché et l'Offre le 25 juillet 2019¹².

Le 25 juillet 2019, l'Initiateur a obtenu confirmation par le Ministre chargé de l'Economie que l'acquisition envisagée n'est pas soumise à la procédure d'autorisation préalable applicable aux investissements étrangers en France, notamment prévue à l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier.

¹² L'avis du CSE sur l'Offre figure à la section 3 du présent projet de note en réponse.

L'Offre fait ainsi suite, conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, au franchissement à la hausse par l'Initiateur du seuil de 30% du capital social et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation, le 1^{er} août 2019, conformément aux termes d'un contrat d'acquisition d'actions de la Société en date du 1^{er} août 2019 (le « **Contrat d'Acquisition** »), de l'Acquisition Hors Marché (à savoir l'acquisition d'un nombre total de 10.841.409 actions de la Société (représentant à cette date 45,93% du capital et des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée¹³)) auprès des personnes suivantes (ensemble, les « **Actionnaires Cédants** ») :

- 2.773.221 actions auprès de Bpifrance Participations, société anonyme dont le siège social est situé 27-31, avenue du Général Leclerc, 94710 Maisons-Alfort Cedex, France immatriculée registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 509 584 074 ;
- 1.844.936 actions auprès du FPCI Innobio, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Bpifrance Investissement, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 27-31 avenue du Général Leclerc, 94700 Maisons-Alfort, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 433 975 224 ;
- 605.660 actions auprès du FPCI Bioam, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Bpifrance Investissement, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 27-31 avenue du Général Leclerc, 94700 Maisons-Alfort, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 433 975 224 ;
- 138.880 actions auprès du FPCI Bioam 1Bis Compartiment 1, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Bpifrance Investissement, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 27-31 avenue du Général Leclerc, 94700 Maisons-Alfort, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 433 975 224 ;
- 817.409 actions auprès du FPS CDC PME Croissance, fonds professionnel spécialisé représenté par sa société de gestion CDC Croissance, société anonyme dont le siège social est situé 209, rue de l'Université, 75007 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 438 136 244 ;
- 1.930.440 actions auprès du FPCI BioDiscovery 3, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Andera Partners, société en commandite par actions dont le siège social est situé 374, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 444 071 989 ;
- 32.795 actions auprès du FCPI Partenariat & Innovation 2, fonds commun de placement dans l'innovation représenté par sa société de gestion Andera Partners, société en commandite par actions dont le siège social est situé 374, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 444 071 989 ;
- 1.633.195 actions auprès du FPCI Auriga Ventures II, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Auriga Partners, société anonyme dont le siège social est situé 14, boulevard de la Madeleine, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 419 156 351 ; et

¹³ Sur la base du capital social de la Société connu à cette date composé de 23.606.277 actions représentant autant de droits de vote, le nombre de droits de vote étant en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

- 1.064.873 actions auprès de Mérieux Participations, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 3, rue Marcel Gabriel Rivière, 69002 Lyon, France, immatriculée registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 522 265 933.

L'Acquisition Hors Marché a été réalisée au même prix que l'Offre, soit 1,50 euro par action de la Société (pour un prix total de 16.262.113,50 euros). Le Contrat d'Acquisition ne prévoit pas de complément de prix.

Immédiatement avant la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
Principaux investisseurs financiers	10 841 409	45,93%	10 841 409	45,93%
Bpifrance / Caisse des Dépôts	6 180 106	26,18%	6 180 106	26,18%
<i>Bpifrance Participations</i>	2 773 221	11,75%	2 773 221	11,75%
<i>FPCI Innobio</i>	1 844 936	7,82%	1 844 936	7,82%
<i>FPCI Bioam</i>	605 660	2,57%	605 660	2,57%
<i>FPCI Bioam IBis Compartiment 1</i>	138 880	0,59%	138 880	0,59%
<i>FPS CDC PME Croissance</i>	817 409	3,46%	817 409	3,46%
Andera Partners	1 963 235	8,32%	1 963 235	8,32%
<i>FPCI BioDiscovery 3</i>	1 930 440	8,18%	1 930 440	8,18%
<i>FCPI Partenariat & Innovation 2</i>	32 795	0,14%	32 795	0,14%
FPCI Auriga Ventures II	1 633 195	6,92%	1 633 195	6,92%
Mérieux Participations	1 064 873	4,51%	1 064 873	4,51%
Autres	12 764 868	54,07%	12 764 868	54,07%
Auto-détention	100 732	0,43%	100 732	0,43%
Oddo BHF Asset Management	1 150 000	4,87%	1 150 000	4,87%
W Capital Multi-Strategies	300 000	1,27%	300 000	1,27%
Omnes Capital	276 310	1,17%	276 310	1,17%
Autres**	10 937 826	46,33%	10 937 826	46,33%
Total	23 606 277	100,00%	23 606 277	100,00%

* Le nombre total de droits de vote étant, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

** Compte non tenu des 1.270.485 actions susceptibles d'être émises au titre des Actions Gratuites, des Options et des BSPCE.

Aux termes du Contrat d'Acquisition, les Actionnaires Cédants ont pris un certain nombre d'engagements et, à ce titre, le conseil d'administration de SuperSonic Imagine a fait l'objet d'une recomposition avec (i) les démissions successives de Monsieur Guy Frija, Madame Danielle Guyot-Caparrós, Bpifrance Investissement et Mérieux Participations de leurs mandats de membres du conseil d'administration, de Monsieur Maurizio Petitbon de son mandat de censeur et (ii) les cooptations successives de Monsieur Michelangelo Stefani, Madame Patricia Dolan et Monsieur Antoine Bara en remplacement de trois des quatre administrateurs démissionnaires.

La signature du Contrat d'Acquisition, le règlement livraison de l'Acquisition Hors Marché et la recomposition du conseil d'administration ont fait l'objet de communiqués de presse publiés respectivement en date des 1^{er} et 2 août 2019.

Dans le cadre de la préparation de l'Acquisition Hors Marché et de l'Offre, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations sur la Société et ses filiales dans le cadre d'une procédure dite de « *Data Room* » (salle d'information). Il est précisé que les informations qui ont été communiquées par la Société l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de « *Data Room* » figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (AMF – DOC-2016-08). En dehors des informations rendues publiques par la Société avant l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur n'a pas, dans le cadre de la préparation de l'Acquisition Hors Marché ou de l'Offre, eu connaissance d'informations susceptibles de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n° 596/2016 du parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

Immédiatement à la suite de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
Initiateur	10 841 409	45,93%	10 841 409	45,93%
Autres	12 764 868	54,07%	12 764 868	54,07%
Auto-détention	100 732	0,43%	100 732	0,43%
Oddo BHF Asset Management	1 150 000	4,87%	1 150 000	4,87%
W Capital Multi-Strategies	300 000	1,27%	300 000	1,27%
Omnes Capital	276 310	1,17%	276 310	1,17%
Autres**	10 937 826	46,33%	10 937 826	46,33%
Total	23 606 277	100,00%	23 606 277	100,00%

* Le nombre total de droits de vote étant, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

** Compte non tenu des 1.270.485 actions susceptibles d'être émises au titre des Actions Gratuites, des Options et des BSPCE.

Le 21 août 2019, la Société a mis fin à son programme de financement par obligations simples et obligations convertibles avec bons de souscription d'actions avec Kreos conformément à un accord conclu le 1er août 2019.

1.2.2. Déclarations de franchissement de seuils

Préalablement à l'Acquisition Hors Marché, à la connaissance de la Société, ni l'Initiateur, ni l'une des sociétés appartenant au groupe de l'Initiateur ne détenait, directement ou indirectement, des actions de la Société.

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF et aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a déclaré, en date du 7 août 2019, à l'AMF et à la Société, qu'elle avait, du fait de l'Acquisition Hors Marché, franchi à la hausse le 1^{er} août 2019 tous les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et 1/3 du capital et des droits de vote de la Société, et a déclaré ses intentions concernant la Société. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 7 août 2019 sous le numéro 219C1371.

Par ailleurs, et conformément à l'article 8.3 des statuts de la Société et aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a déclaré, en date 7 août 2019, à la Société, qu'elle avait, du fait de l'Acquisition Hors Marché, franchi à la hausse le 1^{er} août 2019 tous les seuils de 3% compris entre 0% et 45,93% du capital et des droits de vote de la Société.

Au cours des douze mois précédant la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur et ses actionnaires de contrôle n'ont effectivement, à la connaissance de la Société, acquis aucune action de la Société, autres que celles acquises dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiqués et les déclarations d'opérations en période de pré-offre, à la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient directement 10.841.409 actions de la Société (représentant environ 45.92% du capital et des droits de vote théoriques de la Société).

L'Initiateur se réserve la faculté, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions de la Société, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

1.2.3. Titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur :

- la totalité des actions de la Société, soit un nombre total de 23.606.791 actions émises de la Société, à l'exclusion (i) des 10.841.409 actions déjà détenues par l'Initiateur, (ii) des 100.732 actions auto-détenues¹⁴ par la Société que le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre¹⁵, et (iii) des 60.000 actions détenues par le directeur général faisant l'objet d'une obligation de conservation du fait de sa fonction de mandataire social de la Société conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société¹⁶,

soit un nombre total de 12.604.650 actions, représentant environ 53,39% du capital social et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 23.606.791 actions et droits de vote théoriques de la Société à la date du présent projet de note en réponse¹⁷ ;

- les 114 970 actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini ci-dessous) à raison de l'exercice des 11.200 BSPCE, étant précisé que l'ensemble desdits BSPCE sont exerçables à la date du présent projet de note en réponse¹⁸ ;
- les 517 115 actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des 503.753 Options¹⁹, étant précisé que l'ensemble desdites Options sont exerçables à la date du présent projet de note en réponse²⁰ ;

soit, à la connaissance de la Société, un nombre total de 13.236.735 Actions.

¹⁴ Etant précisé que les 100.732 actions auto-détenues sont intégralement affectées à un contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont et suspendu à la demande de la Société jusqu'à nouvelle instruction.

¹⁵ Décision du conseil d'administration de la Société en date du 29 août 2019.

¹⁶ Conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 du code de commerce et en application des plans d'attribution d'actions gratuites en date du 31 mars 2017 (tel que modifié le 26 avril 2018) et du 26 avril 2018, les mandataires sociaux sont tenus de conserver jusqu'à la cessation de leurs fonctions, un nombre d'actions gratuites déterminé en fonction de la rémunération fixe annuelle du dirigeant concerné et de la moyenne des cours cotés des vingt séances de bourse précédant la date de cession envisagée. A la date du présent projet de note en réponse, la totalité des 60.000 actions gratuites octroyées au directeur général fait l'objet de cet engagement de conservation.

¹⁷ le nombre de droits de vote étant en application du 2ème alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

¹⁸ Il est néanmoins précisé que l'ensemble des actions à émettre sur exercice des BSPCE ont un prix de souscription de 8,619 euros par action (à savoir, supérieur au prix de l'Offre).

¹⁹ Les Options donnent droit à la souscription d'un maximum de 517.115 actions de la Société (soit 411 426 actions au titre des plans en date du 4 octobre 2013 et 105 689 actions au titre du plan en date du 19 septembre 2014).

²⁰ Il est néanmoins précisé que les 105.689 actions à émettre sur exercice d'Options attribuées par la Société le 19 septembre 2014 ont un prix de souscription de 8,18 euros par action (à savoir, supérieur au prix de l'Offre), les 411 426 actions à émettre sur exercice d'Options attribuées par la Société le 4 octobre 2013 ayant un prix de souscription de 0,10 euro par action.

L'Offre ne porte pas sur :

- les 11.200 BSPCE, qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article 163 *bis* G du Code général des impôts ;
- les 503.753 Options, qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article L. 225-183 du Code de commerce ;
- les 638.400 Actions Gratuites, dont la période d'acquisition ne devrait pas expirer avant la clôture de l'Offre²¹ ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus conformément aux dispositions légales ou réglementaires applicables et aux plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société .

Les bénéficiaires d'Options et/ou d'Actions Gratuites, ainsi que le directeur général en ce qui concerne ses actions attribuées gratuitement et acquises et qui demeurent soumises à une obligation de conservation, pourront bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité tel que mentionné ci-dessous.

Situation des titulaires d'Actions Gratuites, d'Options et de BSPCE

Il est par tout d'abord précisé que les bénéficiaires d'Options et/ou BSPCE désirant apporter à l'Offre les Actions auxquelles ces Options et/ou BSPCE donnent droit devront les avoir exercés suffisamment à l'avance pour que les Actions issues de l'exercice de ces Options et/ou BSPCE puissent être apportées à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre, ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte au plus tard le dernier jour de l'Offre Réouverte.

Il est par ailleurs indiqué que les 638.400 Actions Gratuites ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions sont en cours de période d'acquisition et ne seront pas émises avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

Mécanismes de liquidité

Après la publication des résultats de l'Offre par l'AMF et si celle-ci connaît une suite positive, l'Initiateur offrira (i) aux bénéficiaires des Actions Gratuites qui n'auront pu apporter celles-ci ainsi qu'au directeur général de la Société à raison de ses actions ne pouvant être apportées en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce et des stipulations plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société (ensemble les « **Actions Indisponibles** ») et (ii) aux titulaires des Options qui ne les auront pas exercées (ensemble les « **Bénéficiaires** ») le bénéfice d'un mécanisme de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** ») aux termes duquel :

- l'Initiateur consentira aux Bénéficiaires une promesse d'achat de l'intégralité des Actions Indisponibles et des actions résultant de l'exercice des Options (la « **Promesse d'Achat** ») ; et
- les Bénéficiaires consentiront à l'Initiateur une promesse de vente de l'intégralité des Actions Indisponibles et des actions résultant de l'exercice des Options (la « **Promesse de Vente** »).

Le Contrat de Liquidité prévoira que la Promesse d'Achat et la Promesse de Vente pourront être exercées uniquement en cas de liquidité insuffisante des actions de la Société.

²¹ Conformément aux termes et conditions des plans d'attribution, en cas de changement de contrôle de la Société avant la date de constatation des critères de performance des plans (à savoir la date d'acquisition définitive des Actions Gratuites), lesdits critères de performance n'auront plus vocation à s'appliquer si bien que la totalité des Actions Gratuites attribuées seront susceptibles d'être acquises à la date d'expiration de la période d'acquisition concernée (sous réserve néanmoins de la présence dans le groupe de chaque intéressé en ce qui le concerne).

L'insuffisance de liquidité sera constituée dans les cas suivants : (i) en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire ou d'une radiation des actions de la Société du marché réglementé Euronext Paris ou (ii) si le volume moyen d'actions échangé par jour au cours des 20 jours de négociation précédant la date à laquelle la Promesse d'Achat ou la Promesse de Vente sera exercée est inférieur à 0,1% du nombre total d'actions de la Société sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

En ce qui concerne les Actions Indisponibles :

- la Promesse d'Achat pourra être exercée sur tout ou partie des actions dans un délai de 60 jours de négociation à compter de la date de fin de la période d'indisponibilité des Actions Indisponibles ; et
- la Promesse de Vente pourra être exercée sur tout ou partie des actions dans un délai de 60 jours de négociation à compter de la date de fin de la période d'exercice de la Promesse d'Achat portant sur les Actions Indisponibles.

En ce qui concerne les Options :

- la Promesse d'Achat pourra être exercée sur tout ou partie des actions résultant de l'exercice des Options conformément aux termes du plan concerné au plus tard à la date d'expiration des Options concernées²²; et
- la Promesse de Vente pourra être exercée sur tout ou partie des actions résultant de l'exercice des Options conformément aux termes du plan concerné (pour lesquelles la Promesse d'Achat n'aura pas été préalablement exercée) à tout moment à compter de la souscription ou de l'acquisition des actions résultant de l'exercice des Options et au plus tard à l'expiration d'un délai de 60 jours de négociation à compter de la date d'échéance des Options prévue au plan concerné.

Le prix d'exercice de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de Vente devra faire ressortir un multiple de revenus²³ cohérent avec celui induit par le Prix de l'Offre²⁴. Le prix d'exercice de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de Vente sera déterminé sur cette base par les parties concernées, ou en cas de désaccord, à dire d'expert, conformément aux principes énoncés à la présente section 1.2.3.

A la date du Projet de Note d'Information, le prix d'exercice de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de Vente serait ainsi égal au Prix de l'Offre.

Le Contrat de Liquidité pourra, le cas échéant, faire l'objet d'aménagements afin de le conformer aux contraintes légales, réglementaires ou d'autres natures applicables dans certaines juridictions.

Il est précisé que la garantie de l'Etablissement Présentateur ne couvrira pas les engagements de l'Initiateur aux termes du Contrat de Liquidité, lequel ne relève pas de l'Offre elle-même.

1.2.4. Seuil de caducité de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50 % (le « **Seuil de Caducité** »).

²² Etant précisé que les Options attribuées par la Société le 4 octobre 2013 arriveront à échéance le 4 octobre 2023 et que les Options attribuées par la Société le 19 septembre 2014 arriveront à échéance le 19 septembre 2024.

²³ Rapport entre (i) la valeur d'entreprise de SuperSonic Imagine induite par le prix d'exercice de la Promesse d'Achat / Promesse de Vente concernée et (ii) les revenus consolidés de SuperSonic Imagine au titre du dernier exercice clos lors de l'exercice de la Promesse d'Achat / Promesse de Vente concernée.

²⁴ Rapport entre (i) la valeur d'entreprise de SuperSonic Imagine induite par le Prix de l'Offre et (ii) les revenus consolidés de SuperSonic Imagine au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2018.

Le seuil de caducité sera calculé de la manière suivante :

(a) au numérateur, seront incluses toutes les actions de la Société que détient seul ou de concert l'Initiateur au jour de la clôture de l'Offre (y compris, les actions auto-détenues par la Société, soit, à titre indicatif, un nombre de 100.732 actions à la date du présent projet de note en réponse), en considérant les actions apportées à l'Offre comme déjà détenues par l'Initiateur au jour de la clôture de l'Offre nonobstant la non-réalisation, à cette date, des opérations de règlement-livraison afférentes à l'Offre ;

(b) au dénominateur, seront incluses toutes les actions émises par la Société au jour de la clôture de l'Offre.

A la date du présent projet de note en réponse, le seuil de caducité correspond, à la détention par l'Initiateur (hors actions auto-détenues) de 11.702.664 actions ou droits de vote pour un nombre total d'actions existantes égal à 23.606.791.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue de l'Initiateur et des actionnaires de la Société avant la publication par l'AMF du résultat provisoire de l'Offre qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs détenteurs, en principe dans les trois jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

1.2.5. Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, le Seuil de Caducité serait atteint, l'Offre serait automatiquement réouverte (l'« **Offre Réouverte** ») au plus tard dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte, qui durera, en principe, au moins 10 jours de négociation.

Les termes et conditions de l'Offre Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport des Actions à l'Offre Réouverte et la procédure de l'Offre Réouverte seront identiques à celles de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

1.2.6. Accord relatif à l'Offre

Le 1^{er} août 2019, SuperSonic Imagine et l'Initiateur ont conclu un accord relatif à l'Offre (« **Tender Offer Agreement** ») prévoyant notamment :

- les conditions dans lesquelles l'Initiateur procéderait à l'Offre ;
- des engagements de la Société en matière de gouvernance ;
- des engagements de conduite des activités de la Société dans le cours normal des affaires ; et
- des déclarations et garanties limitées portant notamment sur l'absence d'information privilégiée ainsi que sur le montant de la dette nette de la Société.

C'est dans ce contexte que, le 30 août 2019, Rothschild Martin Maurel a déposé pour le compte de l'Initiateur un projet d'Offre portant sur les Actions conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 29 août 2019, sur convocation faite conformément aux statuts, afin d'examiner l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

La moitié au moins des membres du conseil d'administration, tel que composé après son remaniement détaillé à la section 1.2.1 ci-dessus, étaient présents ou représentés, à savoir Monsieur Michael Brock (président du conseil d'administration, administrateur indépendant et membre du comité *ad hoc*), Madame Ghislaine Gueden (administrateur indépendant et membre du comité *ad hoc*) et Monsieur Michelangelo Stefani.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Michael Brock, en qualité de président du conseil d'administration.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration ont eu connaissance :

- du Projet de Note d'Information de l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Rothschild Martin Maurel en sa qualité de présentateur de l'Offre,
- de l'avis du CSE détaillé à la section 3 ci-dessous,
- du rapport de l'Expert Indépendant, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix de 1,50 euro par action de la Société, notamment dans la perspective d'un retrait obligatoire,
- du projet de note en réponse de la Société, et
- du projet de communiqué de presse normé relatif au présent projet de note en réponse.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration présents ou représentés et prenant part au vote (à savoir l'ensemble des membres indépendants du conseil composant également le comité *ad hoc* du conseil chargé, notamment, de suivre les travaux de l'Expert Indépendant), étant précisé que Monsieur Michelangelo Stefani, lié à l'Initiateur, n'a pas pris part aux discussions ni au vote de la délibération sur ce point :

« Après en avoir délibéré, le Conseil, à l'unanimité des membres prenant part au vote (à savoir uniquement les membres indépendants) :

au vu des documents susvisés,

constate que :

- *le prix proposé de 1,50 euro par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de 44,2% sur le cours de clôture au 20 juin 2019 (avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre) et d'une prime de 45,2% sur le cours de clôture moyen pondéré par les volumes quotidiens au cours des 60 jours de négociation courant jusqu'à l'annonce du projet d'Offre,*
- *le prix offert dans le cadre de l'Offre est identique au prix par action payé par Hologic pour acquérir le Bloc de Contrôle,*

- *l'Offre porte :*
 - *sur la totalité des actions de la Société, soit, à la connaissance de la Société, un nombre total de 23.606.791 actions, à l'exclusion (i) des 10.841.409 actions déjà détenues par Hologic, (ii) des 100.732 actions auto-détenues par la Société si le Conseil décide de ne pas les apporter à l'Offre et (iii) des 60.000 actions détenues par le directeur général faisant l'objet d'une obligation de conservation du fait de sa fonction de mandataire social de la Société conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce et aux plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total de 12.604.650 actions, représentant, à la connaissance de la Société, 53,39% du capital social et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 23.606.791 actions et droits de vote théoriques de la Société,*
 - *sur (i) les 114.970 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre (ou de l'Offre réouverte, en cas de réouverture), à raison de l'exercice des 11.200 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise attribués par la Société et restant à exercer, et sur (ii) les 517.115 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre (ou de l'Offre réouverte, en cas de réouverture), à raison de l'exercice des 503.753 options de souscription d'actions attribuées par la Société le 4 octobre 2013 et le 19 septembre 2014 et restant à exercer,*
- *l'Offre ne vise pas (i) les 11.200 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article 163 bis G du Code général des impôts, (ii) les 503.753 options de souscription qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article L. 225-183 du Code de commerce et, (iii) sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables, les 638.400 droits à actions gratuites dont la période d'acquisition ne devrait pas expirer avant la clôture de l'Offre (ou de l'Offre réouverte, en cas de réouverture),*
- *Hologic n'a assorti son offre d'aucune condition (sans préjudice de la caducité de l'Offre si, à sa clôture, l'initiateur venait à ne pas détenir au moins 50% du capital ou des droits de vote de la Société),*
- *Hologic a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire conformément aux articles L. 433-4 du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF,*
- *les actionnaires bénéficiaires d'actions gratuites et/ou d'options de souscription d'actions, ainsi que le directeur général en ce qui concerne ses actions attribuées gratuitement et acquises et qui demeurent soumises à une obligation de conservation, pourront, sous certaines conditions, bénéficier d'une solution de liquidité dans la mesure où ces actions gratuites ne seront pas définitivement acquises ou cessibles avant la clôture de l'Offre, et une partie au moins de ces options ne seront vraisemblablement pas exercées durant la période d'ouverture de l'Offre dans la mesure où leur prix d'exercice est supérieur au prix de l'Offre,*
- *Hologic a indiqué (dans le cadre de ses intentions pour les 12 mois à venir) que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi,*
- *le projet d'acquisition permettra de combiner l'offre de produits de la Société avec celle d'Hologic afin d'offrir une gamme complète de produits en matière d'ultrasons,*
- *les synergies entre ces deux groupes permettraient d'innover et de développer des solutions uniques et innovantes dans le domaine de la santé de la femme, ainsi que de nouveaux produits,*

- *l'objectif d'Hologic est de s'appuyer sur les équipes en place afin de poursuivre le développement de la Société,*
- *Hologic a indiqué (dans le cadre de ses intentions pour les 12 mois à venir) qu'il est aujourd'hui envisagé de conserver, à l'issue de l'opération envisagée, le site d'Aix-en-Provence et d'en faire le centre d'exploitation des activités du groupe dans le domaine des ultrasons,*
- *lors de sa réunion du 25 juillet 2019 le CSE a rendu un avis sur le projet d'Offre, et*
- *dans l'hypothèse où les titres non présentés par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, Hologic procédera à un retrait obligatoire, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînerait la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext à Paris,*

confirme avoir pu prendre pleine et entière connaissance de l'ensemble des documents remis par le Président,

approuve l'Offre aux conditions prévues dans les documents mentionnés ci-dessus,

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

décide en conséquence d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté.

Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que l'Offre représente, à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le Conseil, à l'unanimité des membres prenant part au vote (à savoir uniquement les membres indépendants) :

recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre,

décide de ne pas apporter à l'Offre les 100.732 actions auto-détenues affectées au contrat de liquidité,

donne tous pouvoirs à la Directrice Générale à l'effet de finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre. »

3. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes au niveau de la Société immédiatement après l'annonce de la signature de la Lettre d'Offre par l'Initiateur, la Société et les Actionnaires Cédants en vue de l'Opération.

Dans ce contexte, le CSE a décidé de recourir à l'assistance d'un expert-comptable en désignant le cabinet Syndex dont un extrait du rapport est reproduit en Annexe 1.

Le CSE a émis son avis sur l'Offre le 25 juillet 2019. Cet avis est reproduit en Annexe 2 et fait partie intégrante du présent projet de note en réponse.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Il est précisé que (i) Mérieux Participations S.A.S., (ii) les FPCI Innobio, Bioam et Bioam 1Bis Compartiment 1 représentés par leur société de gestion Bpifrance Investissement, et (iii) Bpifrance Participations ont cédé l'intégralité de leurs participations à l'Initiateur aux termes du Contrat d'Acquisition. Il est rappelé en tant que de besoin que les administrateurs ne détiennent à ce jour aucune action de la Société.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Le conseil d'administration de la Société a, lors de sa séance du 29 août 2019, décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société.

A la date du présent projet de note en réponse, la Société détient 100.732 de ses propres actions.

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

Un accord relatif à l'Offre (le *Tender Offer Agreement*, tel que défini à la section 1.2.6) a été conclu en date du 1^{er} août 2019 entre la Société et l'Initiateur, fixant les principales modalités de l'Offre.

A l'exception de ce qui est mentionné dans le présent projet de note en réponse, en particulier en ce qui concerne le Contrat d'Acquisition et le Tender Offer Agreement, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

Plus particulièrement, il n'existe aucun accord prévoyant le versement par l'Initiateur d'un complément de prix au bénéfice des Actionnaires Cédants dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché.

Il est précisé, à toutes fins utiles, qu'un contrat de prêt de type « *revolving* » pour un montant maximum cumulé de 30 millions d'euros a été conclu le 14 août 2019 entre l'Initiateur et la Société afin de permettre à la Société de financer ses besoins en fonds de roulement et rembourser son endettement²⁵.

²⁵ La conclusion de cette convention a été autorisée par le conseil d'administration de la Société lors d'une réunion en date du 13 août 2019.

7. ÉLÉMENTS CONCERNANT SUPERSONIC IMAGINE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure du capital de la Société

A la date du présent projet de note en réponse et à la connaissance de la Société, le capital social de la Société est fixé à la somme de 2.360.679,10 euros réparti en 23.606.791 actions de 0,10 euro de valeur nominale chacune. Le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 23.606.791. A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre, le capital de la Société est réparti comme suit :

Base non-diluée

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
Initiateur	10 841 409	45,92%	10 841 409	45,92%
Autres	12 765 382	54,08%	12 765 382	54,08%
Auto-détention	100 732	0,43%	100 732	0,43%
Oddo BHF Assest Management	1 150 000	4,87%	1 150 000	4,87%
W Capital Multi-Strategies	300 000	1,27%	300 000	1,27%
Omnes Capital	276 310	1,17%	276 310	1,17%
Autres**	10 938 340	46,34%	10 938 340	46,34%
Total	23 606 791	100,00%	23 606 791	100,00%

* Le nombre total de droits de vote étant, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

** compte non tenu des 1.270.485 actions susceptibles d'être émises au titre des Actions Gratuites, des Options et des BSPCE.

Base pleinement diluée

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
Initiateur	10 841 409	43,58%	10 841 409	43,58%
Autres	14 035 867	56,42%	14 035 867	56,42%
Auto-détention	100 732	0,40%	100 732	0,40%
Oddo BHF Assest Management	1 150 000	4,62%	1 150 000	4,62%
W Capital Multi-Strategies	300 000	1,21%	300 000	1,21%
Omnes Capital	276 310	1,11%	276 310	1,11%
Autres**	12 208 825	49,08%	12 208 825	49,08%
Total	24 877 276	100,00%	24 877 276	100,00%

* Le nombre total de droits de vote étant, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

** Inclut les 1.270.485 actions susceptibles d'être émises au titre des Actions Gratuites, des Options et des BSPCE.

A l'exception des 503.753 Options, des 11.200 BSPCE et des 638.400 Actions Gratuites non encore acquises, à la connaissance de la Société, il n'existe à la date du présent projet de note en réponse, aucun droit, titre de capital ou instrument financier de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, de quelque manière que ce soit, au sens des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, directement ou indirectement, une fraction égale à trois pour cent (3%) du capital ou des droits de vote de la Société, doit communiquer à la Société les informations visées à l'article L. 233-7-I du code de commerce (notamment le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède) au moyen d'une lettre recommandée avec demande d'avis de réception, ou par tout autre moyen équivalent pour les personnes résidant hors de France, adressée au siège social dans le délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil.

Cette obligation s'applique également, dans les conditions ci-dessus, chaque fois qu'un nouveau seuil de trois pour cent (3%) du capital ou des droits de vote de la société sera atteint ou franchi, quelle qu'en soit la raison, et ce y compris au-delà du seuil légal de 5%.

Tout actionnaire dont la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure à l'un des seuils prévus ci-dessus est également tenu d'en informer la Société dans le même délai de quatre jours de bourse, selon les mêmes modalités.

En cas de non-respect de cette disposition et sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant cinq pour cent (5%) au moins du capital ou des droits de vote de la société, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Transfert d'actions

Les actions inscrites en compte se transmettent librement par virement de compte à compte, conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Droit de vote double

Tout mécanisme conférant de plein droit un droit de vote double aux actions pour lesquelles il serait justifié d'une inscription nominative depuis au moins deux ans au nom du même actionnaire est expressément écarté par les statuts de la Société.

Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

Aucune clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions SuperSonic Imagine et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

7.3. Participations directes ou indirectes au sein du capital de SuperSonic Imagine ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, à la date du projet de note en réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} août 2019, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux et statutaires suivantes :

Actionnaire ²⁶	Date du franchissement ²⁷	Nombre d'actions à la suite du franchissement	% du capital et des droits de vote théoriques à la suite du franchissement	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
Initiateur	1 ^{er} août 2019	10.841.409	45,93% ²⁸	Hausse
Mérieux Participations	2 août 2019	0	0%	Baisse
FPCI Auriga Ventures II	2 août 2019	0	0%	Baisse
FPCI BioDiscovery 3	2 août 2019	0	0%	Baisse
FCPI Partenariat & Innovation 2	2 août 2019	0	0%	Baisse
FPS CDC PME Croissance	1 ^{er} août 2019	0	0%	Baisse
Bpifrance Participations	1 ^{er} août 2019	0	0%	Baisse
FPCI Innobio	1 ^{er} août 2019	0	0%	Baisse
FPCI Bioam	1 ^{er} août 2019	0	0%	Baisse
FPCI Bioam 1Bis Compartiment 1	1 ^{er} août 2019	0	0%	Baisse

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

Néant.

7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

²⁶ Du fait de l'Acquisition Hors Marché, il a également été notifié à la Société les franchissements de seuils à la baisse de l'EPIC Bpifrance, indirectement par l'intermédiaire de Bpifrance Participations et de Bpifrance Investissement, l'EPIC Bpifrance, Bpifrance Participations et Bpifrance Investissement ne détenant désormais, directement ou indirectement, plus aucun titre de la Société. Il a par ailleurs été notifié à la Société les franchissements de seuils à la baisse de la Caisse des Dépôts (CDC), indirectement par l'intermédiaire de Bpifrance Participations, de Bpifrance Investissement et de CDC Croissance, ces derniers ne détenant désormais, directement ou indirectement, plus aucun titre de la Société.

²⁷ Il est précisé que l'Acquisition Hors Marché est en date du 1^{er} août 2019 et que le règlement livraison de l'Acquisition Hors Marché est en date du 2 août 2019 comme cela a été indiqué dans les communiqués de presse publiés respectivement en date des 1^{er} et 2 août 2019.

²⁸ Sur la base d'un capital composé de 23.606.277 actions représentant autant de droits de vote théoriques à la date de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché.

7.6. Accords entre actionnaires dont SuperSonic Imagine a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote, à l'exception des Contrats de Liquidité.

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

7.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 11.1 des statuts de la Société, cette dernière est administrée par un conseil composé de personnes physiques ou morales dont le nombre est fixé par l'assemblée générale ordinaire dans les limites de la loi.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 75 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

A la date du présent projet de note en réponse, le conseil d'administration est composé comme suit :

- Monsieur Michael Brock (président du conseil d'administration et administrateur indépendant) ;
- Madame Ghislaine Gueden (administrateur indépendant) ;
- Monsieur Michelangelo Stefani (salarié du groupe Hologic) ;
- Madame Patricia Dolan (salariée du groupe Hologic) ; et
- Monsieur Antoine Bara (salarié du groupe Hologic).

La direction générale de la Société est toujours assurée par Madame Michèle Lesieur.

7.7.2. Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions ; elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur première convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote. L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur deuxième convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité de deux tiers des actionnaires présents ou représentés.

En cas de transfert du siège social décidé conformément à la loi et aux statuts par le conseil d'administration, celui-ci est autorisé à modifier les statuts en conséquence.

7.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires, dont le détail est repris ci-après :

Nature de la délégation	Date de l'assemblée générale	Durée de validité / expiration	Plafonds	Modalités de détermination du prix	Solde disponible
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	13 mai 2019 14 ^{ème} résolution	18 mois (11)	Prix unitaire maximum de 15€ par action, plafond global de 3.000.000€ dans la limite de 10% du capital social		(10)
Autorisation à donner au conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres actions	13 mai 2019 15 ^{ème} résolution	18 mois	10% du montant du capital social par période de 24 mois		(9)
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	13 mai 2019 16 ^{ème} résolution	26 mois	1.200.000€ (1)		(9)
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public	13 mai 2019 17 ^{ème} résolution	26 mois	600.000€ (1)	(2)	(9)
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre au profit d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs visée au II de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier	13 mai 2019 18 ^{ème} résolution	26 mois (11)	480.000€ (1) dans la limite de 20% du capital social par période de 12 mois	(2)	(9)
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital immédiatement ou à terme par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées	13 mai 2019 19 ^{ème} résolution	18 mois (11)	1.200.000€ (1)	(3)	(9)
Délégation de compétence à consentir au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital immédiatement ou à terme par émission d'actions ordinaire et/ou de valeurs mobilières avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes dans le cadre d'une ligne de financement en fonds propres ou obligataire	13 mai 2019 20 ^{ème} résolution	18 mois (11)	480.000€ (1)	(4)	(9)
Autorisation au conseil d'administration, en cas d'émission d'actions ou de toute valeur mobilière donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, de fixer le prix d'émission dans la limite de 10% du capital social et dans les limites prévues par l'assemblée générale, dans le cadre des résolutions n°16 à 20	13 mai 2019 21 ^{ème} résolution	26 mois (11)	Dans la limite de 10% du capital social par période de 12 mois	(5)	(9)
Délégation au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription, dans le cadre des résolutions n°16 à 20	13 mai 2019 22 ^{ème} résolution	26 mois	Dans la limite de 15% de l'émission initiale (1)	Même prix que l'émission initiale	(9)
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique comportant une composante d'échange initiée par la Société	13 mai 2019 23 ^{ème} résolution	26 mois	600.000€ (1)		(9)

Nature de la délégation	Date de l'assemblée générale	Durée de validité / expiration	Plafonds	Modalités de détermination du prix	Solde disponible
Délégation de pouvoir à consentir au conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'actions ordinaires de la Société ou de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement et/ou à terme, à des actions ordinaires de la Société, dans la limite de 10% du capital, pour rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces en dehors d'une offre publique d'échange	13 mai 2019 24 ^{ème} résolution	26 mois	Dans la limite de 10% du capital social tel qu'existant à la date de l'opération (1)		(9)
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	13 mai 2019 26 ^{ème} résolution	26 mois	50.000€		(9)
Autorisation à donner au conseil de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société	13 mai 2019 27 ^{ème} résolution	38 mois	1.500.000 actions (6)	(7)	(9)
Autorisation à donner au conseil d'administration de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre	13 mai 2019 28 ^{ème} résolution	38 mois	1.000.000 actions et dans la limite de 10% du capital social (6)		(9)
Délégation de compétence à consentir au conseil à l'effet d'émettre et attribuer des bons de souscription d'actions au profit (i) de membres et censeurs du conseil d'administration de la Société en fonction à la date d'attribution des bons n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales, (ii) de personnes liées par un contrat de services ou de consultant à la Société ou à l'une de ses filiales, ou (iii) de membres de tout comité mis en place par le conseil d'administration ou que le conseil d'administration a mis ou viendrait à mettre en place n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales	13 mai 2019 29 ^{ème} résolution	18 mois	1.500.000 actions (6)	(8)	(9)

(1) Ces montants ne sont pas cumulatifs. Le plafond cumulé maximum autorisé par l'assemblée générale des augmentations de capital en valeur nominale est fixée à 1.200.000€. Le montant nominal global des émissions de valeurs mobilières représentatives de créances sur la Société donnant accès au capital de la Société ne pourra pour sa part, excéder 30.000.000 €.

(2) Le prix d'émission des actions et des valeurs mobilières sera au moins égal à la valeur minimum fixée par la loi et les règlements applicables au moment où il est fait usage de la délégation, soit actuellement à la moyenne pondérée des cours cotés des trois derniers jours de bourse précédant sa fixation, telle que le cas échéant diminuée de la décote maximale autorisée par la législation de 5 % et corrigée en cas de différence de date de jouissance, étant précisé que le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini ci-dessus.

(3) Aussi longtemps que les actions de la Société seront admises aux négociations sur un marché ou une bourse de valeurs, le prix d'émission des actions ou la somme qui reviendra à la Société pour chacune :

- a) des actions émises dans le cadre de la présente délégation sera au moins égale à la moyenne pondérée par les volumes (dans le carnet d'ordre central et hors blocs hors marché) des cours de l'action de la Société sur le marché réglementé Euronext Paris des 3 dernières séances de bourse précédant la fixation du prix d'émission, cette moyenne pouvant le cas échéant être corrigée pour tenir compte des différences de date de jouissance et être éventuellement diminuée d'une décote maximum de 25 % ;
- b) des valeurs mobilières émises dans le cadre de la présente délégation sera telle que la somme perçue immédiatement par la Société majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par la Société soit, pour chaque action ordinaire émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au montant visé à l'alinéa « a) » ci-dessus.

(4) Le prix d'émission des actions émises sera au moins égal à la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes des 3 dernières séances ou des 20 dernières séances de bourse précédant la fixation du prix de l'émission éventuellement diminué d'une décote maximale de 15 %, en tenant compte s'il y a lieu de leur date de jouissance; étant précisé que (i) dans l'hypothèse de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, le prix d'émission des actions susceptibles de résulter de leur exercice, de leur conversion ou de leur échange pourra le cas échéant être fixé, à la discrétion du conseil d'administration, par référence à une formule de calcul définie par celui-ci et applicable postérieurement à l'émission desdites valeurs mobilières (par exemple lors de leur exercice, conversion ou échange) auquel cas la décote maximale susvisée pourra être appréciée, si le conseil d'administration le juge opportun, à la date d'application de ladite formule (et non à la date de fixation du prix de l'émission), et (ii) le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital le cas échéant émises en vertu de la présente résolution sera tel que la somme le cas échéant perçue immédiatement par la Société, majorée de celle susceptible d'être perçue par elle lors de l'exercice ou de la conversion desdites valeurs mobilières, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au montant minimum susvisé.

(5) a) Le prix d'émission des actions sera au moins égal à la moyenne des cours pondérée par les volumes des trois (3) dernières séances de bourse précédant la fixation du prix de l'émission éventuellement diminuée d'une décote maximale de 25 %, étant rappelé qu'il ne pourra en tout état de cause être inférieur à la valeur nominale d'une action de la Société à la date d'émission des actions concernées, et étant précisé que dans l'hypothèse de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, le prix d'émission des actions susceptibles de résulter de leur exercice, de leur conversion ou de leur échange pourra le cas échéant être fixé, à la discrétion du conseil d'administration, par référence à une formule de calcul définie par celui-ci et applicable postérieurement à l'émission desdites valeurs mobilières (par exemple lors de leur exercice, conversion ou échange) auquel cas la décote maximale susvisée pourra être appréciée, si le conseil d'administration le juge opportun, à la date d'application de ladite formule (et non à la date de fixation du prix de l'émission) ;

b) Le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini au paragraphe ci-dessus.

(6) Ces montants ne sont pas cumulatifs. Le plafond global pour les émissions autorisées est de 1.500.000 actions.

(7) Le prix d'achat ou de souscription par action sera fixé par le conseil d'administration au jour où l'option est consentie dans les limites prévues par la loi et la résolution concernée, sans pouvoir être inférieur à quatre-vingt-quinze pour cent (95 %) de la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision du conseil d'administration d'attribuer les options, arrondi à l'euro inférieur, ni, s'agissant des options d'achat, à 80 % du cours moyen d'achat des actions auto-détenues par la Société, arrondi à l'euro inférieur.

(8) Le prix d'émission d'un bon de souscription d'actions sera déterminé par le conseil d'administration au jour de l'émission dudit bon de souscription d'actions en fonction des caractéristiques de ce dernier et sera au moins égal à 5 % de la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes des cinq (5) dernières séances de bourse sur le marché réglementé d'Euronext Paris précédant la date d'attribution dudit bon de souscription d'actions par le conseil d'administration. Aussi longtemps que les actions de la Société seront admises aux négociations sur un marché réglementé, le prix de souscription d'une action ordinaire de la Société sur exercice d'un bon de souscription d'actions, qui sera déterminé par le conseil d'administration au moment de l'attribution des bons de souscription d'actions, devra être au moins égal à la plus élevée des trois valeurs suivantes :

a) le prix de vente d'une action à la clôture sur ce marché réglementé le jour précédant celui de la décision du conseil d'administration d'attribuer les bons de souscription d'actions,

b) la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision du conseil d'administration d'attribuer les bons de souscription d'actions,

c) si une ou plusieurs augmentations de capital étai(en)t réalisée(s) moins de six mois avant la décision du conseil d'administration d'attribuer les bons de souscription d'actions concernés, le prix de souscription d'une action ordinaire de la Société retenu dans le cadre de la plus récente desdites augmentations de capital appréciée à la date d'attribution de chaque bon de souscription d'actions.

(9) Les délégations visées n'ont pas été utilisées à la date du présent projet de note en réponse.

(10) La délégation visée a été utilisée dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont et suspendu à la demande de la Société jusqu'à nouvelle instruction. A ce jour, la Société détient 100.732 de ses propres actions au titre dudit contrat de liquidité.

(11) Sauf autorisation préalable de l'assemblée générale, le conseil d'administration ne peut faire usage de ladite délégation ou autorisation à compter du dépôt par un tiers d'un projet d'offre publique visant les titres de la Société et ce jusqu'à la fin de la période d'offre.

7.9. Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord qui, s'il était modifié ou prenait fin en cas de changement de contrôle de la Société, aurait un impact significatif sur la Société.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le conseil d'administration de la Société, par délibération en date du 21 juin 2018, a décidé de consentir à Madame Michèle Lesieur, directrice générale de la Société, une indemnité de départ soumise à des conditions de performance, en cas de départ contraint de cette dernière, d'un montant maximal correspondant à 12 mois de rémunération brute (fixe et variable), soit 400.000 euros si la totalité des objectifs ont été atteints. Cette indemnité demeure soumise au respect des exigences des articles L 225-37-2 et L. 225-100 du code de commerce relatives à la mise en œuvre du *say on pay*.

Les conditions de cette indemnité sont décrites à la section 16.4.4.3.1. du document de référence 2018 de la Société déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2019.

A l'exception de ce qui est mentionné ci-dessus, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les dirigeants, mandataires sociaux ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

Par ailleurs, le conseil d'administration de la Société, par délibération en date du 13 février 2019, a modifié les critères d'obtention des bonus 2019 de Madame Michèle Lesieur, directrice générale de la Société, Madame Elisabeth Winter, directrice financière de la Société et Monsieur Jacques Souquet, directeur scientifique de la Société afin, notamment, de prévoir leur versement intégral en cas de réalisation d'une opération de fusion ou d'acquisition de la Société. Ces bonus sont d'un montant de 125.000 euros pour Madame Michèle Lesieur, de 74.450 euros pour Madame Elisabeth Winter et de 110.000 euros pour Monsieur Jacques Souquet. S'agissant de Madame Michèle Lesieur, directrice générale, ce bonus demeure soumis au respect des exigences des articles L 225-37-2 et L. 225-100 du code de commerce relatives à la mise en œuvre du *say on pay*.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, dont la désignation en qualité d'expert indépendant a été décidée par le conseil d'administration de la Société dans sa réunion du 20 juin 2019, a établi un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, établi le 28 août 2019, est reproduit ci-après.

Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique d'achat
suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire,
envisagé par Hologic sur les actions de
SuperSonic Imagine SA

Août 2019

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire, envisagé par Hologic sur les actions de SuperSonic Imagine SA

SuperSonic Imagine SA (ci-après « **SSI** », la « **Société** », la « **Cible** ») est une société de technologie médicale (*Medtech*) créée en 2005 et spécialisée dans l'imagerie par ultrasons (échographie), qui conçoit, fabrique et commercialise une plateforme échographique à la technologie exclusive et innovante, baptisée *Aixplorer*. La Société, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 25 m€ en 2018, enregistre des pertes opérationnelles depuis sa création.

Introduite en bourse en avril 2014 et cotée depuis au compartiment C du marché réglementé d'*Euronext* à Paris, *SSI* n'avait pas d'actionnaire de contrôle et son capital était assez largement réparti puisque, avant l'opération, aucun actionnaire ne détenait plus de 25% du capital. A fin juillet 2019, les actionnaires représentés au conseil d'administration détenaient 30,82% des droits de vote et se répartissaient comme suit : *Bpifrance Participations* et les fonds gérés par *Bpifrance Investissement* et *CDC* (26,29% des droits de vote), *Mérieux Participations* (4,53%). A cette même date, le reste du capital était assez équitablement réparti entre investisseurs financiers (notamment *Andera Partners*, *Auriga Partners*, *Oddo*, *Omnes Capital*) et le public.

Le 20 juin 2019, *SSI* a annoncé avoir reçu une offre ferme sous conditions du groupe américain de technologie médicale coté au *Nasdaq*, *Hologic Inc.* (ci-après « **Hologic** », ensemble, avec ses filiales, le « **Groupe** »), en vue de l'acquisition de 100% de son capital (ci-après « **l'Opération** »). À la suite de l'acquisition, par *Hologic Hub*¹ (« **l'Initiateur** »), d'un bloc de contrôle représentant 45,93% du capital et 46,12%² des droits de vote de *SSI* auprès de cinq de ses principaux actionnaires³ intervenue en date du 1^{er} août 2019 pour un prix de 1,50 € par action, *Hologic Hub* est dans l'obligation d'initier, conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'*AMF*), une offre publique d'achat sur les actions de la Société (ci-après « **l'Offre** »), au même prix de 1,50 € par action (ci-après « **Prix d'Offre** »), avec l'intention, dans le cas où les actionnaires de *SSI* n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de *SSI*, de procéder au retrait obligatoire de la Société.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires de la Société (les « **Actionnaires Minoritaires** »). Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'*AMF* :

- (i) « La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;

¹ Filiale indirecte à 100% de Hologic, Inc

² Hors actions auto-détenues

³ A savoir, *BPI France* détenant 22,72% du capital au 31 juillet 2019, *CDC* (3,46%), *Andera Partners* (8,32%), *Auriga Partners* (6,92%) et *Mérieux Participations* (4,51%).

-
- (ii) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
 - (iii) « Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°) ;
 - (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *Rothschild Martin Maurel*, banque présentatrice de l'Offre (ci-après la « **Banque** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'Offre pour les Actionnaires Minoritaires, dans le contexte de la présente offre et dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Amérique du Nord (Canada), Asie (Inde, Singapour, Hong-Kong) et Moyen-Orient (Dubai), Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 400 consultants (dont plus de 200 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

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

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis 24 mois

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
mars-18	CPCU	Engie, Ville de Paris	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Swiss Life Banque Privée
déc.-17	Havas	Vivendi	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Natixis, BNP Paribas

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

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy et Laura Surun, Directeur, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Ecole des Ponts ParisTech et chargé de cours au Groupe HEC.
- Laura Surun a une expérience de plus de dix ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation portant notamment sur des entreprises à forte composante technologique (*Thales, Dassault Systèmes*, etc.). Elle a également participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Laura Surun est diplômée d'HEC.
- Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère

équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du Groupe HEC, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe et Laura Surun ont été assistés par deux consultants expérimentés disposant d'une expérience de trois ans en conseil financier, ainsi que par deux consultants juniors.

Dans le cadre du contrôle qualité, Bruno Husson a été assisté par une manager, disposant de cinq ans d'expérience en évaluation et diplômée de l'ESSEC.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission au cours des vingt-quatre derniers mois pour la Société ou pour l'Initiateur.

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé deux missions, relevant du domaine bancaire et services financiers, pour le compte du groupe *Caisse des Dépôts et Consignation*. Ces missions ont représenté moins de 1% de son chiffre d'affaires en France sur la période.

Sur la même période, *Accuracy* a réalisé six missions, relevant d'activités de *due diligence* ou du domaine bancaire et services financiers, pour le compte de *BPI France*. Ces missions ont représenté environ 0,3% de son chiffre d'affaires en France sur la période.

Sur la même période, *Accuracy* a réalisé deux missions, relevant d'activités de *due diligence*, pour le compte de *Andera Partners*. Ces missions ont représenté environ 0,1% de son chiffre d'affaires en France sur la période.

Les associés et directeur participant à la présente attestation d'équité n'ont participé à aucune des missions susmentionnées.

Accuracy précise en outre qu'il n'a procédé à aucune évaluation de *SuperSonic Imagine* dans le cadre de ces missions.

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), considérant en particulier le caractère ponctuel des missions réalisées pour le compte du groupe *Caisse des Dépôts et Consignation*, *BPI France* ou *Andera Partners*, le montant non significatif des honoraires facturés au titre de ces missions eu égard au chiffre d'affaires réalisé par *Accuracy*, et l'absence de participation des associés signataires à ces missions, *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 75 000 euros hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération,
- entretiens avec des dirigeants opérationnels et financiers de *SuperSonic Imagine* (le « **Management** »),
- entretiens avec le management de *Hologic*,
- entretiens avec des représentants de la banque-conseil de la Société, *Lazard*,
- entretiens avec des représentants de la banque-conseil de l'Initiateur, *Rothschild & Co*,
- analyse de la performance financière historique de la Société à partir des rapports annuels de la période récente,
- analyse de la performance prévisionnelle de *SuperSonic Imagine* fondée sur les jeux de prévisions élaborés par le management de la Société,
- analyse de la vie boursière du titre *SuperSonic Imagine* sur la période récente,
- examen critique de la référence d'évaluation représentée par le cours boursier du titre *SuperSonic Imagine*,
- évaluation du titre *SuperSonic Imagine* selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et de la méthode des comparaisons boursières,
- dans le cadre de ces deux méthodes, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul du taux d'actualisation applicable,
- analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la banque présentatrice de l'Offre *Rothschild Martin Maurel*, (la « Banque ») dans le cadre de l'Opération,
- rédaction du présent rapport d'expertise.

Le contrôle qualité a été réalisé par Bruno Husson, Associé honoraire d'*Accuracy*, qui n'a pas participé directement à la mission. Il a été assisté d'une manager expérimentée en évaluation.

- Après s'être entretenu avec l'équipe à plusieurs reprises au démarrage de la mission sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, Bruno Husson a procédé à une relecture critique du rapport qui a conduit à modifier et approfondir certaines analyses.
- Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) ont fait l'objet d'une revue analytique par une manager qui n'avait pas participé à la mission.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 25 juin 2019, date de notre première réunion avec le Management et les conseils de la Société, au 28 août 2019, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec le management de la Société, les conseils de la Société, la Banque ainsi qu'avec l'Initiateur :

- Semaine du 24 juin au 30 juin 2019 :
 - o réunion de présentation de l'Opération avec le Management et les conseils de la Société,
- Semaine du 1^{er} juillet au 7 juillet 2019 :
 - o réunion avec le Management sur la présentation de l'activité et les perspectives de développement de la Société,
 - o réunion avec le Management sur la présentation et la revue du plan d'affaires de la Société,
 - o réunion avec l'Initiateur sur les effets attendus de l'acquisition de SSI,
- Semaine du 8 juillet au 14 juillet 2019 :
 - o échanges avec les banques-conseils de la Société et de l'Initiateur,
- Semaine du 15 juillet au 21 juillet 2019 :
 - o réunion téléphonique avec le Management sur les réalisations historiques et demande de compléments d'information sur les comptes et plan d'affaires de la Société,
 - o réunion téléphonique avec la Banque,
- Semaine du 22 juillet au 28 juillet 2019 :
 - o réunion téléphonique avec le Management sur les comptes semestriels au 30 juin 2019 et les perspectives de l'activité sur le deuxième semestre 2019.
 - o revue des accords connexes, en particulier les actes de renonciation des BSA.
- Semaine du 29 juillet au 4 août 2019 :
 - o communication d'une lettre sur l'avancement des travaux au Conseil d'Administration de la Société,
 - o participation au Conseil d'Administration de la Société du 31 juillet 2019,
 - o revue de l'accord conclu avec *Kreos Capital*
- Semaines du 5 août au 25 août 2019 :
 - o réalisation du contrôle qualité sur les travaux effectués (revue du modèle DCF, relecture critique du rapport)
- Semaine du 26 août au 28 août 2019 :
 - o présentation des résultats des travaux d'évaluation effectués ;
 - o remise de l'attestation d'équité qui sera présentée au Conseil d'administration du 29 août 2019.

1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le management de la Société, à savoir :

- comptes consolidés de la Société, dont les derniers datent du 30 juin 2019 ;
- jeu de prévisions comprenant un compte de résultat, un bilan et un tableau de flux, élaboré par le management de la Société et couvrant la période 2019-2021 ;
- reporting consolidé analytique préparé par le Management sur la période 2014-2018, comprenant des comptes de résultat, bilans et tableau de flux mensuels ;
- certaines informations financières complémentaires présentant un niveau de détail supérieur à celui des annexes aux comptes consolidés publics pour certains postes de bilan, dont le montant des déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2018 ;
- état détaillé des instruments dilutifs en circulation au 30 juin 2019, au 31 juillet 2019 et au 26 août 2019,
- état détaillé de l'actionnariat et des droits de vote au 30 juin 2019, au 31 juillet 2019 et au 26 août 2019,
- procès-verbaux récents du Conseil d'Administration de la Société,
- contrat de vente d'actions (« *Shares Sales Agreement* »), portant sur un bloc d'actions représentant 45,93% du capital de SSI, conclu par cinq actionnaires de SSI et l'Initiateur en date du 1^{er} août 2019 ;

- accord sur l'offre publique d'achat (« *Tender Offer Agreement* ») signé par SSI et l'Initiateur en date du 1^{er} août 2019 ;
- accord mettant fin à l'emprunt obligataire contracté par SSI auprès de *Kreos Capital* (« *Termination Agreement* »), en date du 1^{er} août 2019 ;
- actes de renonciation de BSA conclus avec les porteurs de ces instruments ;
- contrat de prêt de type « *revolving* » conclu le 14 août 2019 entre l'Initiateur et SSI ;
- projet de note d'information, en date du 28 août 2019 ;
- projet de note en réponse, en date du 28 août 2019 ;
- rapport d'évaluation élaboré par la Banque.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- rapports annuels et semestriels de la Société,
- présentations des résultats de la Société faites par les dirigeants à l'occasion des publications annuelles,
- présentations aux investisseurs,
- rapports annuels des sociétés comparables,
- informations de marché diffusées par les bases de données financières, *Capital IQ* et *Mergermarket*.

1.5.4. Liste des principales personnes avec lesquelles nous avons échangé au cours de notre mission

- Michèle Lesieur, Directrice générale, *SuperSonic Imagine*
- Elisabeth Winter, Directrice financière, *SuperSonic Imagine*
- Frédéric Rothenburger, banque conseil de la Société, *Lazard*
- Aymeric Estève, banque conseil de la Société, *Lazard*
- Dimitri Alexopoulos, banque conseil de la Société, *Lazard*
- Arnaud Saint-Clair, banque conseil de l'Initiateur, *Rothschild & Co*
- Nicolas Aftimos, banque conseil de l'Initiateur, *Rothschild & Co*
- Renaud Bonnet, avocat conseil de la Société, cabinet *Jones Day*
- Florent Le Prado, avocat conseil de la Société, cabinet *Jones Day*
- John LaViola, VP, Global Business Development, *Hologic*
- Matthew J Nicolella, VP, Corporate Business Development, *Hologic*
- Elias Tsepouridis, VP, Finance & Accounting, *Hologic*
- Michael Carenzo, VP and Assistant General Counsel, *Hologic*

1.5.5. Limites de nos travaux

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

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

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

Dans le cadre de notre mission, nous avons obtenu de la part de la Société et de l'Initiateur deux lettres d'affirmation.

2. Contexte de l'opération

2.1. Présentation de la Société

2.1.1. Caractéristiques opérationnelles de SSI

Un acteur innovant qui occupe une position d'*outsider* sur un marché de l'échographie dominé par les grands acteurs

Fondé en 2005 à Aix-en-Provence, *SuperSonic Imagine* développe et commercialise une plateforme échographique baptisée *Aixplorer* qui se distingue des appareils échographiques traditionnels par un certain nombre de caractéristiques innovantes et exclusives, permises par son architecture entièrement logicielle (plus flexible que l'architecture traditionnelle à base de cartes électroniques) :

- capacité d'acquérir les données échographiques à très haute cadence, à plus de 20 000 images par seconde, contre 500 pour un échographe traditionnel,
- génération d'une image de bien meilleure qualité, permettant d'améliorer les diagnostics,
- utilisation d'un nouveau type d'ondes, les ondes de cisaillement, qui permet grâce à la technologie unique dont dispose la Société, baptisée *Elastographie Shear Wave*, de quantifier la dureté des tissus en temps réel et de manière non invasive et indépendante du savoir-faire utilisateur, sachant que cette mesure joue un rôle clé dans le diagnostic de nombreuses pathologies, dont le cancer.

Le marché des équipements échographiques, d'un montant estimé à 6,3 mds\$ en 2018⁴, est un marché en croissance (+2,8% de croissance annuelle attendue sur les trois prochaines années) et concentré sur trois zones géographiques principales (l'Europe, les Etats-Unis et la Chine), qui représentent plus des deux tiers du marché.

Suite à l'obtention des autorisations administratives nécessaires, *SuperSonic Imagine* commercialise sa plateforme *Aixplorer* depuis 2009 en Europe et aux Etats-Unis et, depuis mi-2010, en Chine. Ces trois zones géographiques représentent aujourd'hui plus de 90% de son chiffre d'affaires.

Avec près de 25 m€ de chiffre d'affaires réalisés en 2018, soit une part de marché d'environ 0,44%, la Société fait figure d'*outsider* sur le marché de l'imagerie médicale ultrasonore qui est dominé par quelques acteurs de grande taille, filiales de conglomerats ou multinationales. Ainsi, *General Electric Health*, *Philips Healthcare*, *Canon Medical System*, *Hitachi Aloka Medical* et *Siemens Healthineers* détiennent ensemble plus de 76% du marché⁵.

Si les applications cliniques de l'échographie couvrent de nombreuses spécialités médicales, certaines étant qualifiées de « traditionnelles » telles que la cardiologie, la gynécologie ou la radiologie (soit les deux tiers du marché), la plateforme *Aixplorer* de SSI adresse principalement les applications cliniques dites « non-traditionnelles », et plus précisément le marché du sein et du foie. Si on limite le marché adressable par SSI au seul marché des applications non traditionnelles, soit 1,5 mds\$ environ en 2018 (ou à celui, encore plus restreint, de l'imagerie du sein et de la gastro-entérologie, soit 208 m\$ environ en 2018), la part de marché de la Société peut être estimée à 1,9% (ou 13,4%).

Si l'on considère une autre segmentation du marché, fondée cette fois-ci sur le prix de vente unitaire des appareils échographiques, SSI se positionnait jusqu'à présent, en raison du prix de vente élevé de sa plateforme (supérieur à 120 000 \$), sur le seul segment *Premium* du marché (soit 20% environ du marché total). Fin 2018, SSI a débuté la commercialisation d'une nouvelle génération de

⁴ Voir Document de Référence 2018, page 60.

⁵ *Idem* note 3.

plateforme *Aixplorer*, baptisée « *Mach 30* », dont la plus grande modularité et le coût de production plus faible devraient permettre d'adresser davantage d'applications cliniques et un segment de marché *de facto* plus large, à savoir les segments Premium et Haut de gamme (prix de vente supérieur à 60 000 \$), qui représentent au total environ 45% du marché global.

Un levier opérationnel élevé en raison de dépenses en Recherche & Développement (R&D) conséquentes et d'un modèle de distribution directe prépondérant

Depuis 2013, *SSI* sous-traite intégralement la production de sa plateforme *Aixplorer* au groupe *Plexus*, l'un des *leaders* mondiaux dans l'assemblage de dispositifs médicaux. La Société se concentre donc sur la conception et la commercialisation de son produit, mais son activité n'en demeure pas moins capitalistique.

Afin de maintenir son avance technologique par rapport à ses concurrents et le caractère innovant de son produit, *SSI* doit continuellement investir en R&D. Ces dépenses en R&D répondent à deux objectifs principaux :

- amélioration permanente de la gamme de produits commercialisés, avec le développement de nouvelles sondes ou de logiciels applicatifs, qui vise à élargir le marché cible de la Société,
- développement de la prochaine génération d'échographes, sachant que la durée de vie d'une génération est d'environ dix ans et que la phase de développement s'étale généralement sur quatre à cinq années.

Ainsi, sur la période 2014-2018 qui correspond à la période de développement de la nouvelle plateforme *Aixplorer Mach 30*, *SSI* a engagé un montant cumulé de 34 m€ de dépenses en R&D⁶, représentant près de 30% du chiffre d'affaires enregistré sur la même période. Le poids des dépenses en R&D est cependant allégé par le mécanisme du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) et par les subventions ponctuelles dont bénéficie la Société (10,3 m€ de CIR et 1,9 m€ de subventions perçus sur la période 2014-2018, soit 35% des dépenses en R&D totales).

L'activité de la Société nécessite en outre un investissement important en moyens marketing et commerciaux, comme en témoigne le montant annuel des coûts afférents sur la période 2014-2018 (environ 11-12 m€ par an, soit près de 50% du chiffre d'affaires annuel moyen). Cela tient d'abord à la nature même du produit commercialisé par la Société : comme tout dispositif médical, le bénéfice et la valeur ajoutée par rapport aux produits existants doivent être attestés par des études cliniques régulières dont le coût est supporté par la Société. Cela tient également au modèle de distribution privilégié par la Société, à savoir une distribution en direct auprès des médecins, hôpitaux, centres de radiologie, etc., grâce à une force de vente salariée, et non via des distributeurs spécialisés. Ce modèle de distribution directe a été adopté prioritairement par la Société sur ses trois principaux marchés :

- en France (13% du CA 2018), dès le début de la commercialisation d'*Aixplorer* en 2009,
- aux Etats-Unis (13%), où c'est depuis 2015 le modèle de distribution prépondérant sur les applications autres que le foie⁷,
- en Chine (40%), où c'est également le modèle de distribution prépondérant depuis la création, en 2016, d'une filiale locale abritant une force de vente chargée de répondre aux appels d'offres gouvernementaux.

⁶ Dépenses totales engagées hors dotation aux amortissements des immobilisations dédiées à la R&D et avant imputation du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) et des subventions.

⁷ Courant 2015, *SSI* a mis fin à son accord de distribution exclusive avec le groupe *Hologic* sur le marché du sein et a conclu début 2016 un accord de distribution exclusive auprès des gastroentérologues et des hépatologues avec la société *Sandhill Scientific*.

Sur les autres zones géographiques (reste de la zone EMEA et Asie Pacifique), *SSI* a adopté une approche de distribution indirecte, via des partenariats avec des distributeurs spécialisés locaux.

Au final, compte tenu du poids des dépenses en R&D et des coûts du réseau de distribution, qui sont majoritairement des coûts fixes, l'activité de *SSI* présente un levier opérationnel particulièrement élevé.

2.1.2. Performance financière historique et prévisionnelle

Une performance décevante depuis l'introduction en bourse

Lors de son introduction en bourse début 2014, *SSI* affichait des objectifs particulièrement ambitieux en termes de croissance sur les années à venir : alors qu'elle venait de réaliser un chiffre d'affaires d'à peine 17 m€ en 2013, elle entendait « *conquérir environ 7% du marché mondial de l'imagerie par ultrasons à l'horizon 10 ans (marché qui s'élevait à 5,8 milliards de USD en 2012 et qui devrait connaître une croissance annuelle moyenne de 5% jusqu'à 2017)*⁸ », c'est-à-dire atteindre un chiffre d'affaires dépassant les 500 m€ à l'horizon 2023.

Le décollage du chiffre d'affaires annoncé alors n'a pas eu lieu : après une progression de 16,5% en 2014, le rythme de la croissance s'est brusquement ralenti sur la période 2015-2017 avec un taux annuel moyen de 7,8%, le chiffre d'affaires de *SSI* ayant même légèrement reculé en 2018 (-1,6%) pour s'établir à 24,3 m€. Si le développement des ventes en Chine – marché où la technologie de *SSI* est particulièrement adaptée aux caractéristiques physiologiques de la population locale – a été le principal levier de la croissance sur les cinq dernières années, la Société a rencontré des difficultés sur les marchés américain et européen, pour différentes raisons. S'agissant des Etats-Unis, où les ventes de *SSI* n'ont cessé de décroître depuis 2015, la difficulté tient principalement au choix de la Société de privilégier une distribution directe et au dimensionnement aujourd'hui insuffisant de sa force de vente par rapport à la taille du marché (en raison de ressources financières limitées). S'agissant de l'Europe et notamment de la France (50% des ventes sur la zone), le marché est caractérisé par une forte pression sur les prix et par une croissance plus modeste que celle enregistrée par les marchés américain et chinois. Cela étant dit, le recul significatif du chiffre d'affaires enregistré en Europe, notamment en 2018 (-16,1%), est surtout la conséquence du retard de quelques mois dans la mise sur le marché de l'*Aixplorer Mach 30*, les clients ayant préféré repousser leurs commandes afin de bénéficier de la nouvelle génération de plateforme.

Conséquence d'un niveau de chiffre d'affaires insuffisant pour absorber des investissements commerciaux et en R&D importants, *SSI* enregistre des pertes opérationnelles depuis sa création. Ainsi sur les cinq dernières années, l'EBIT courant⁹ de la Société a été relativement stable aux alentours de -9,8 m€ chaque année (à l'exception de 2015 où il s'est établi à -12,3 m€).

Deux points d'attention sont à souligner concernant la marge opérationnelle affichée par *SSI*.

- (i) La Société intègre le CIR dans sa marge opérationnelle. Ce produit non taxable dont le montant annuel s'élève à 2,0 m€ environ relève d'un dispositif d'incitation fiscale exclusivement français dont la pérennité à long terme n'est pas assurée.
- (ii) La Société immobilise une fraction significative de ses dépenses annuelles en R&D, ce qui a plusieurs conséquences. Tout d'abord, cela rend plus difficile la comparabilité des niveaux de marge d'une année sur l'autre étant donné que la fraction des dépenses en R&D qui sont immobilisées varie chaque année, parfois dans des proportions significatives (par exemple 67% des dépenses en 2017 et 58% en 2018). Cela complique également la comparabilité des taux de marge enregistrés ou visés à terme par la Société avec ceux d'autres sociétés du secteur qui n'ont pas nécessairement les

⁸ Voir page 175 du Document de Base de *SSI* publié le 6 mars 2014.

⁹ Avant charges et produits opérationnels non courants.

mêmes pratiques sur ce sujet (*cf. infra* – section 4.4.1.). Enfin, cela signifie que l'EBITDA tel qu'il est communiqué par la Société ne peut constituer une approximation satisfaisante du flux de trésorerie généré par son activité.

Ainsi, si la Société affiche près de 40,0 m€ de pertes cumulées en EBITDA sur la période 2014-2018, son activité a consommé près de 70,0 m€ de trésorerie sur la même période, la différence venant principalement (i) des dépenses en R&D capitalisées (26,3 m€ au total sur les cinq ans), mais également (ii) d'autres investissements récurrents et nécessaires à l'activité (achat de matériel technique, achat de licences et de brevets) pour un montant annuel moyen de l'ordre de 2,0 m€, et dans une moindre mesure (iii) du niveau de BFR structurellement élevé (BFR moyen annuel aux environs de 38% du chiffre d'affaires sur la période 2014-2018) en raison des stocks de produits finis importants que la Société doit porter.

Le financement : un enjeu vital pour la Société

Conséquence d'une exploitation historiquement déficitaire et donc consommatrice de trésorerie, la recherche de financements constitue une problématique clé pour SSI, qui s'avère d'autant moins facile à traiter que l'activité a un profil de risque élevé et que la structure actionnariale est éclatée, sans actionnaire de contrôle.

Trois ans après avoir levé 54,8 m€ lors de son introduction en bourse (2014), SSI s'est trouvée dès 2017 dans l'obligation de trouver de nouvelles sources de financement. Elle a ainsi procédé en juin 2017 à une nouvelle augmentation de capital de 11,5 m€. Elle a également souscrit un emprunt obligataire auprès du fonds *Kreos Capital* (« *Kreos* »), spécialisé dans les *venture loans*, pour une première tranche de 6,0 m€ en mars 2017, puis une deuxième tranche de 6,0 m€ en décembre 2017, et enfin pour une troisième tranche de 6,0 m€ en décembre 2018, cette dernière tranche étant composée d'obligations simples (pour 4,8 m€) et d'obligations convertibles en actions et à bons de souscription d'action ou « OCABSA » (pour 1,2 m€). Cet emprunt, au coût élevé (coupon annuel de 10,75%, mais taux de rendement à l'émission compris entre 14% et 18% du fait des modalités de remboursement) et amortissable sur 3,5 ans (chaque tranche devant être remboursée en 42 échéances mensuelles), ne constitue pas une source de financement pérenne pour la Société. Dans l'impossibilité de lever de la dette bancaire, SSI a également eu recours à des emprunts et des avances remboursables auprès de *BPI France* (6,3 m€ au 30 juin 2019), à un mécanisme de préfinancement du CIR (3,2 m€ au 30 juin 2019) ainsi qu'à de l'affacturage de créances clients selon un montage non déconsolidant (3,0 m€ au 30 juin 2019).

Au final, après avoir été en situation de trésorerie nette positive sur la période 2014-2017, la Société affiche au bilan arrêté au 30 juin 2019 un endettement financier net de 24,0 m€, extériorisant ainsi un levier financier en valeur de marché significatif, proche de 1,0 si on le rapporte à la capitalisation boursière à la veille de l'annonce de l'Opération¹⁰.

Plus préoccupant, le montant de trésorerie disponible de la Société s'est considérablement réduit ces dernières années et ne s'élève plus qu'à 3,0 m€ au 30 juin 2019. SSI ne disposant pas de réserves ou d'engagement de financement additionnels de la part de ses créanciers actuels¹¹, la Société risquait avant l'Opération de ne pas être en mesure de faire face à ses échéances de dette sur les mois à venir (échéances de remboursement mensuelles et intérêts de l'emprunt de *Kreos*, décaissement de 5,0 m€ pour solder le litige avec *Verasonics*). Sans nouvelle injection de fonds d'ici au 30 septembre 2019, la continuité d'exploitation de la Société ne pourrait pas être assurée, comme l'indique explicitement la Société dans son rapport financier semestriel au 30 juin 2019¹².

¹⁰ Environ 25 m€ au 20 juin 2019.

¹¹ Il était prévu pour l'emprunt *Kreos* une quatrième tranche de 6,0 m€, réalisable au 30 septembre 2019 sous conditions de performance financière et de financements complémentaires, conditions non remplies à date.

¹² *cf.* page 32 de ce rapport. A cet égard, il est précisé que suite à l'acquisition du bloc de contrôle par l'Initiateur le 1^{er} août dernier, SSI a conclu avec son nouvel actionnaire contrôlant une convention d'avance en compte courant, effective à partir du 14 août 2019.

Un plan d'affaires qui reflète un scénario optimiste

Nous avons eu accès au plan d'affaires à trois ans (2019-2021) qui a été préparé par le management de SSI en novembre 2018 selon le processus de prévisions habituel au sein de la Société (ci-après le « **Plan d'Affaires** »).

Le Plan d'Affaires prévoit une croissance très soutenue sur les prochaines années avec un doublement du chiffre d'affaires à l'horizon 2021. Outre la dynamique de croissance propre au marché de l'échographie dans son ensemble (2,8% de croissance annuelle prévue entre 2018 et 2021), la Société espère gagner des parts de marché grâce à sa nouvelle plateforme *Aixplorer Mach 30*, qui a davantage de fonctionnalités et est en même temps plus modulable (ce qui permet de flexibiliser le prix de vente), étant précisé que la commercialisation de cette plateforme a débuté fin 2018 en Europe et aux Etats-Unis et débutera début 2021 en Chine.

Le Plan d'Affaires anticipe en outre une forte et rapide amélioration de la marge : la marge d'EBITDA visée en fin de plan se situe autour de 15,5%, avec un premier objectif qui est d'atteindre l'équilibre en 2019. Si l'on réintègre à l'EBITDA tel que communiqué par le Management les dépenses en R&D capitalisées (« **EBITDA ajusté** »), la marge d'EBITDA ajusté devrait atteindre plus de 9,0% d'ici trois ans. Cette forte progression est le résultat de la combinaison de plusieurs effets :

- une progression de l'ordre de 10 pts du taux de marge brute, la nouvelle génération de plateforme étant moins coûteuse à produire que l'ancienne,
- une relative stabilité des dépenses en R&D par rapport à 2018, étant donné que le développement de la prochaine génération de plateforme ne devrait pas débuter avant quatre à cinq ans,
- la pérennisation supposée du CIR, pour un montant annuel de l'ordre de 2,0 m€, en ligne avec les montants perçus en moyenne sur les cinq dernières années,
- une meilleure absorption des coûts fixes, conséquence de la forte hausse du volume d'activité.

Pour autant, l'activité devrait encore être fortement consommatrice de trésorerie sur les deux prochains exercices, compte tenu notamment d'un niveau de BFR structurellement élevé (quoiqu'attendu en baisse) et d'un niveau d'investissements (autres que les dépenses en R&D capitalisées) en ligne avec le montant moyen observé sur les cinq dernières années (autour de 1,9 m€ par an).

Le 30 juillet dernier, SSI a publié des résultats sur le S1 2019 qui montrent une performance commerciale en demi-teinte : si le chiffre d'affaires progresse de 6,2% par rapport au S1 2018, les ventes de produits ont enregistré un net repli (-9%) sur le second trimestre 2019, remettant en cause l'objectif d'un EBITDA à l'équilibre en 2019. Ce repli provient de reports de commandes, liés pour partie à la frilosité de certains distributeurs qui ont pris connaissance du projet de rachat de SSI par *Hologic* et qui ne travaillent pas avec ce dernier. D'après le Management, ce phénomène est temporaire et, s'il impactera probablement la performance en 2019, il ne remet pas en cause selon lui les objectifs à plus long terme inscrits dans le Plan d'Affaires.

Au final, vu l'historique récent de la Société et les derniers résultats publiés, les objectifs du Plan d'Affaires nous semblent particulièrement ambitieux, tant en termes de volume d'activité que de marge. Cette vision est confirmée par des éléments de prévision qui ont été communiqués par l'Initiateur au cabinet de conseil mandaté par le Comité d'Entreprise dans le contexte de l'Offre. Ces prévisions rudimentaires, qui ne constituent pas un plan d'affaires en tant que tel, présentent la vision de l'Initiateur sur la performance de la Société au cours des prochaines années, prévisions qui se situent en deçà de celles élaborées par le Management. De plus, le Plan d'Affaires s'inscrit dans la perspective d'une continuité d'exploitation et suppose donc que la Société sera en mesure de financer sa croissance future, ce qui est loin d'être assuré aujourd'hui au vu des difficultés de financement évoquées plus haut.

2.2. Vie boursière de SSI

2.2.1. Structure de l'actionariat et liquidité du titre

Depuis le 9 avril 2014, la Société est cotée sur le compartiment C de la bourse *Euronext Paris*. *SuperSonic Imagine* fait partie des indices CAC Small et SBF 250. Le 20 juin 2019, jour de l'annonce de l'Opération, la capitalisation boursière s'élevait à 25 m€, ce qui range la Société dans la catégorie des petites valeurs (*small caps*).

Avant l'opération, le capital de SSI était réparti entre plusieurs fonds d'investissement, certains présents au capital depuis 2005, sans qu'aucun d'eux ne détienne à lui seul le contrôle. Au 31 juillet 2019, les principaux investisseurs financiers, qui se sont engagés à céder leurs actions dans le cadre de l'Offre, détenaient ensemble 45,93% du capital de la Société : Bpifrance Participations et les fonds gérés par *Bpifrance Investissement* et *CDC* détenaient conjointement 26,18%, ceux gérés par *Andera Partners* 8,32%, le *FPCI Auriga Ventures II* géré par *Auriga Partners* 6,92%, et enfin *Mérieux Participations* 4,51%. Au 31 juillet 2019, d'autres investisseurs financiers (*Oddo, Omnes Capital*) détenaient des blocs d'actions compris entre 1,0% et 5,0% du capital de SSI. Au total, le flottant effectif de la Société représentait environ 46% des actions en circulation, soit 11,3 m€ environ à la date d'annonce de l'Opération (le management et les salariés détenant moins de 2% du capital).

Le volume échangé est égal à 158% du flottant sur les douze derniers mois avant annonce de l'Opération. Il reste néanmoins que le volume d'échanges quotidien ne représente en moyenne guère plus de 120 k€. A l'évidence, de tels volumes ne permettent pas aux actionnaires minoritaires significatifs de réaliser leur investissement sans perturber le marché du titre.

SSI - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen (en €)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé		
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant
Au 20 juin 2019	1,04	7 540	0,0 %	7 540	0,0 %	0,1 %
Dernière semaine	1,06	19 898	0,1 %	99 490	0,4 %	0,9 %
Dernier mois	1,13	35 056	0,1 %	806 280	3,4 %	7,4 %
3 derniers mois	1,03	56 326	0,2 %	3 548 510	15,1 %	32,7 %
6 derniers mois	1,08	42 296	0,2 %	5 244 760	22,3 %	48,4 %
12 derniers mois	1,74	66 932	0,3 %	17 067 660	72,4 %	157,5 %

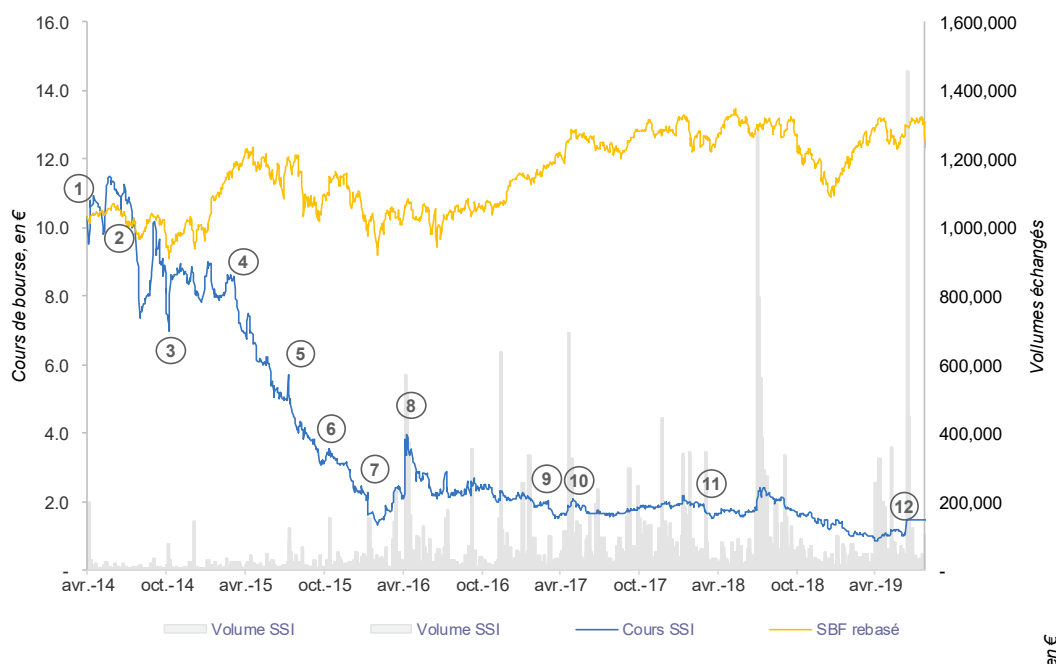
Source : Capital IQ, Structure de l'actionariat fourni par la Société au 24/07/2019

2.2.2. Evolution historique du cours

Introduit en bourse en avril 2014 au prix de 11,70 €, le titre *SuperSonic Imagine* a vu son cours divisé par plus de dix en l'espace d'à peine deux ans : mi-février 2016, il cotait en effet 1,31 €.

Fin 2013, dans la perspective de son introduction en bourse, la Société affichait des objectifs très ambitieux de gains de parts de marché qui supposaient un taux de croissance du chiffre d'affaires de l'ordre de 40% à 50% par an pendant une dizaine d'années. Cependant, la première publication de résultats suivant l'introduction (résultats du S1 2014 publiés en juillet 2014, montrant une augmentation de 34% du CA) a brutalement douché les attentes du marché, comme attesté par le recul de près de 30% enregistré par le titre dans les dix jours suivant cette publication. Après huit mois de mouvements en dent de scie, le titre a finalement entamé à la mi-mars 2015, suite à la publication des résultats annuels 2014, une descente qui a duré presque un an, le cours passant de 8,57 € le 16 mars 2015 à 1,31 € le 11 février 2016.

Supersonic Imagine - Cours de bourse depuis 2014



Légende du graphique

- (1) 9 avril 2014 : introduction en bourse au prix de 11,70 € et levée de 55 m€
- (2) 23 juillet 2014 : annonce du chiffre d'affaires pour le S1 2014 (en hausse de 34%), le cours enchaîne plus de 10 jours de baisse consécutifs et cède près de 30%
- (3) 16 octobre 2014 : annonce du chiffre d'affaires au 30/09/2014 (en hausse de 29%), le cours progresse de 23% dans les trois jours qui suivent
- (4) 16 mars 2015 : annonce des résultats pour l'année 2014 (chiffre d'affaires en hausse de 17%)
- (5) 21 juillet 2015 : annonce du chiffre d'affaires du S1 2015 (en hausse de 2%)
- (6) 20 octobre 2015 : annonce du chiffre d'affaires au 30/09/2015 (en hausse de 8% ; +17% sur le T3)
- (7) 19 janvier 2016 : annonce du chiffre d'affaires sur l'année 2015 'en hausse de 2%), le cours perd 28% le 21 janvier
- (8) 14 & 15 avril 2016 : le cours gagne 70,5% en l'espace de deux séances quelques jours avant l'annonce du chiffre d'affaires réalisé au T1 2016
- (9) 1^{er} mars 2017 : annonce de la souscription de la première tranche de l'emprunt *Kreos*
- (10) 17 mai 2017 : annonce d'un projet d'augmentation de capital de 11,5 m€
- (11) 9 mars 2018 : annonce du litige avec *Verasonics* pour violation de brevets
- (12) 20 juin 2019 : annonce du projet de rachat de la Société par *Hologic*

Si cette baisse s'explique en premier lieu par la performance commerciale décevante de la Société, l'instabilité managériale qu'a connue SSI sur la période a également pesé sur le cours. En effet, entre mars 2015 et novembre 2016, quatre présidents du Directoire, deux directeurs financiers se sont succédés.

Par ailleurs, SSI communiquant peu au marché (ce qui n'a rien d'étonnant pour une société de cette taille) et n'étant pas suivie par les analystes financiers, le titre est régulièrement impacté par des phénomènes de « pari à la hausse » les jours qui précèdent la publication de résultats et/ou a tendance à sur-réagir à certaines annonces. A titre d'exemple, on peut citer le 20 juillet 2015, date à laquelle le cours prend 14,5% en une séance et reperd l'intégralité de cette hausse au cours des deux jours suivants, après la publication du chiffre d'affaires du S1 2015 ; ou le 21 janvier 2016, soit deux jours après la publication du chiffre d'affaires 2015, date à laquelle le cours chute de 28,2% en une seule séance ; ou encore les 14 avril 2016, date à laquelle le cours progresse de 70,5% en deux jours avant de chuter de nouveau après le 19 avril 2016, date de publication du chiffre d'affaires sur le T1 2016.

Après cette période baissière de près de deux ans, le cours de SSI s'est stabilisé autour de 2,0 € pendant plus de 18 mois (entre fin juillet 2016 et début mars 2018). Le marché avait alors

complètement intégré la caducité des objectifs de 2013¹³ et attendait vraisemblablement les effets de la nouvelle stratégie de distribution adoptée par la Société aux Etats-Unis. A cette période, l'annonce, en mars 2017, de la souscription d'une première tranche d'emprunt obligataire pour 6 m€ auprès de *Kreos Capital* et celle, en mai 2017, d'une augmentation de capital pour un montant de 11,5 m€ ont été sans impact notable sur le cours de la Société.

Enfin, sur la période la plus récente, le cours de *SSI* a connu une nouvelle phase baissière, qui est analysée dans la section suivante.

2.2.3. Evolution du cours sur la période récente

La période récente a été marquée par une nouvelle baisse du cours de *SuperSonic Imagine*. Lors de cette dernière phase, amorcée début mars 2018, le cours a pratiquement été divisé par deux entre le 9 mars 2018, dernier jour de bourse précédant l'annonce du litige avec la société américaine *Verasonics*, où il cotait 1,96 €, et le 20 juin 2019, jour de l'annonce de l'Opération avec *Hologic*, où il ne cotait plus que 1,04 €. Les principaux événements qui expliquent cette baisse sont les suivants.

- Le 9 mars 2018, *SSI* a annoncé qu'elle faisait l'objet de poursuites de la part de la société américaine *Verasonics* pour violation de brevets ; le cours a perdu 13% la séance suivante pour s'établir aux environs de 1,70 €.
- Le 10 juillet 2018, des rumeurs parues sur *Bloomberg* ont fait état de l'acquisition possible de *SuperSonic Imagine* par la société chinoise *Shanghai United Imaging Healthcare*. Le titre a pris 16,8% dans la journée, puis a continué sa progression dans les jours suivants pour atteindre le 25 juillet 2018 un pic sur la période à 2,41 €.
- Alors qu'aucune offre d'achat ne se concrétise finalement, le cours repart dans une spirale baissière, alimentée courant septembre 2018 par l'annonce du retard dans la montée en charge industrielle – et *de facto* dans la commercialisation – de la nouvelle plateforme *Mach 30*, laissant présager une croissance modeste des ventes en 2018, ce qui est d'ailleurs confirmé lors de la publication du chiffre d'affaires annuel le 23 janvier 2019. La publication des résultats annuels de la Société à la mi-mars ne permet pas d'enrayer cette baisse et le cours touche un plus bas historique à 0,86 € le 12 avril 2019.
- Le 16 mai 2019, *SSI* annonce avoir conclu un accord avec *Verasonics* pour mettre fin au litige qui les oppose. Le cours, en hausse de 11,4% le lendemain, repasse au-dessus de 1,20 € pendant quelques jours avant de retomber à 1,0 € à la mi-juin.
- Le 20 juin au soir, *Hologic* annonce son intention d'acquérir, sous certaines conditions, un bloc de contrôle de *SSI* et de lancer une offre publique d'achat sur le reste du capital de la Société, au prix de 1,50€ par action. Le cours de *SSI* prend 39,4% le lendemain pour s'établir à 1,45 €. Depuis lors, le cours oscille entre 1,45 € et 1,47 €, reflétant ainsi la petite part d'incertitude sur la réalisation effective de l'Opération.

¹³ Dans le Document de référence 2015 publié fin avril 2016, il est mentionné en page 132 que « à ce jour, et compte tenu des résultats décevants de l'exercice 2015, le Groupe n'est plus en ligne avec les objectifs fixés lors de l'IPO. »

Supersonic Imagine - Cours de bourse sur les 18 derniers mois



Légende du graphique

- (1) 9 mars 2018 : annonce de la plainte déposée par Verasonics pour violation de brevets
- (2) 10 juillet 2018 : rumeurs d'acquisition par le groupe chinois Shanghai United Imaging Healthcare
- (3) 11 septembre 2018 : publication des résultats du S1 2018 et annonce du retard pris dans la montée en charge industrielle de la nouvelle plateforme Mach 30
- (4) 23 janvier 2019 : publication du chiffre d'affaires 2018, en croissance de 2% uniquement, à cause des difficultés rencontrées lors de la montée en puissance la nouvelle plateforme
- (5) 16 mai 2019 : annonce de la conclusion d'un accord financier avec Verasonics
- (6) 20 juin 2019 : annonce de l'offre d'acquisition faite par Hologic

2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

La description qui vient être faite de la Société, de son activité et de sa performance opérationnelle au cours du passé récent a un certain nombre d'impacts sur la démarche d'évaluation que nous allons mettre en œuvre.

Premièrement, en raison de sa petite taille, du fait de l'importance des coûts de recherche et développement (capitalisés ou non) et du choix d'un mode de distribution de ses produits en direct, la Société affiche un niveau de levier opérationnel très élevé. Par ailleurs, si la Société n'a pas encore atteint son point mort opérationnel, ni du point de vue de l'EBITDA comptable, ni *a fortiori* du point de vue de l'EBITDA ajusté (c'est-à-dire l'EBITDA *cash*, qui tient compte de la totalité des frais de R&D), elle se rapproche toutefois du point d'inflexion, qui devrait marquer, si elle l'atteint, le début d'une période de croissance bénéficiaire pour la Société. Au fur et à mesure de la croissance de l'activité, la sensibilité de ses résultats devrait toutefois diminuer progressivement.

L'ensemble de ces éléments conduit à un poids très significatif de la valeur terminale dans la valeur totale de la Société et à une très forte sensibilité de la valeur de l'action aux principaux paramètres d'évaluation (croissance de l'activité au cours des prochaines années, taux d'actualisation, taux de marge retenu en année terminale, etc.).

Deuxièmement, le Plan d'Affaires réalisé par le Management, et sur lequel vont reposer nos travaux d'évaluation, nous semble très optimiste.

-
- D'un point de vue opérationnel et commercial, la Société n'a pas encore démontré le potentiel de sa nouvelle plateforme qui doit encore convaincre le marché.
 - Les résultats du premier semestre 2019 rendent difficilement atteignable l'objectif du Management de parvenir au point mort (EBITDA comptable nul) en fin d'année. Par ailleurs, même si ces résultats ne remettent pas en cause complètement les prévisions du Plan d'Affaires, ils rendent la réalisation de celui-ci encore plus incertaine.
 - Enfin, ce Plan suppose la mise à disposition de nouvelles ressources financières (en capitaux propres et en dettes) pour la Société.

Dès lors, le Plan d'Affaires ne peut être considéré comme un scénario « moyen », mais correspond à un scénario dont la réalisation en *stand-alone* est peu probable.

Enfin, la Société présente des caractéristiques qui la rendent difficilement comparable aux autres sociétés du secteur, et cela pour deux raisons. Première difficulté, la Société doit consentir un effort très important en matière de R&D, qui pèse d'autant plus que la Société présente une taille plus petite que la plupart de ses concurrents. Au niveau des pratiques comptables, elle a en outre retenu une politique consistant à capitaliser une fraction élevée de ses coûts de R&D (de l'ordre de 50% à 70% des coûts annuels). A cet égard, elle se distingue d'autres sociétés du secteur, de plus grandes tailles, et notamment des sociétés américaines qui capitalisent peu, voire pas du tout, leurs charges de R&D. A cette première difficulté, s'ajoute la situation stratégique de la Société qui est, comme on l'a rappelé, à un point d'inflexion dans son histoire. Pour ces deux raisons, la Société affiche le profil de croissance bénéficiaire spécifique des sociétés en retournement, comparable à celui des sociétés en démarrage (*start-up*). Dans ce contexte, l'identification de sociétés véritablement comparables, c'est-à-dire engagées dans le même type d'activité et présentant le même profil de croissance bénéficiaire, s'avère *a priori* très difficile. Dès lors, il est probable que la mise en œuvre des deux méthodes d'évaluation analogiques (i.e. méthodes des comparaisons boursières et méthode des transactions récentes) soit vouée à l'échec.

3. Description de l'Offre et des modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

Après avoir décrit les principales caractéristiques de l'Offre et les effets attendus de l'Opération pour *Hologic*, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation des conditions financières de l'Offre.

3.1. Caractéristiques de l'Offre et objectifs du présent rapport d'expertise

L'analyse de l'Offre fait apparaître trois caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) obligatoire, (ii) visant l'acquisition du contrôle majoritaire, et (iii) susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires résiduels.

Premièrement, l'Offre qui vise les actions émises par la Société est une offre « obligatoire » en ce sens qu'elle est lancée, conformément à la réglementation boursière, suite à l'acquisition d'un bloc de titres représentant plus de 30% du capital. Si le lancement de l'Offre est obligatoire pour l'Initiateur, les Actionnaires Minoritaires n'en restent pas moins libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Deuxièmement, l'Offre vise le contrôle majoritaire de la Société. Cet objectif apparaît clairement à travers le seuil de caducité de 50% que l'Initiateur se voit imposé conformément à la réglementation boursière.

Troisièmement, l'Offre est susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires résiduels. En effet, dans le cas où son offre serait plébiscitée par le marché (plus précisément, dans le cas où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote), l'Initiateur a indiqué qu'il avait l'intention de demander, conformément à la réglementation boursière, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans ce contexte, la désignation d'un expert indépendant est requise par la réglementation boursière pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, étant donné que le retrait obligatoire des titres de la cote est visé, la Société cible doit obligatoirement désigner un expert indépendant (Règlement général de l'AMF, article 261-1, alinéa II).

Par ailleurs, comme nous l'avons rappelé en préambule du présent rapport, l'Initiateur a acquis un bloc de 45,93% du capital de la Société le 1^{er} août 2019 et est majoritairement représenté au sein du Conseil d'Administration de cette dernière. Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise, car l'Offre est susceptible de générer, au sein de ce conseil, des conflits d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé que les administrateurs doivent rendre sur l'intérêt de l'Offre (article 261-1, alinéa I-1^o, 2^o).

Enfin, préalablement à l'Offre, la Société a conclu un certain nombre d'accords concernant des instruments financiers émis par la Société (article 261-1, alinéas I-4^o) avec des dirigeants actuels, d'anciens dirigeants, ainsi qu'un créancier de la Société :

- actes de renonciation à leurs BSA de M. Armen Sarvazyan, Mme. Carmen Perri et M. Michael Brock ;
- acte de renonciation à ses BSA de la société *Norgine Venture BV* (« **Norgine** ») ;

-
- accord de renonciation à l'ensemble de ses droits, en ce compris les BSA (*Termination Agreement*) de *Kreos Capital*.

Il y a donc lieu également de s'interroger sur les conditions financières de ces accords et sur leur impact éventuel sur l'équité des conditions financières de l'Offre.

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise a plusieurs objectifs : (i) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans le contexte d'une offre obligatoire, (ii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire, (iii) s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts.

Enfin, à travers l'évaluation des titres de la Société, ce rapport vise également à éclairer les administrateurs indépendants de la Société sur l'intérêt que présente l'Offre d'un point de vue financier pour les Actionnaires Minoritaires.

3.2. Les effets attendus du rapprochement avec Hologic

Hologic Inc. est un groupe américain de technologie médicale coté au *Nasdaq*. Le groupe est spécialisé dans le domaine de la santé des femmes (numéro un sur le marché de la mammographie) et offre un vaste panel de solutions pour le dépistage, la détection et le traitement médical. Affichant à fin juin 2019, une capitalisation de 12,9 milliards de dollars, le Groupe a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires de plus de 3,2 milliards de dollars.

Entre novembre 2010 et mars 2015, *Hologic* a été le distributeur exclusif de *SuperSonic Imagine* sur le territoire américain pour le marché du sein. En mars 2015, la Société a décidé de mettre fin à cet accord de distribution exclusive et a repris le contrôle en direct de la distribution de ses produits aux Etats-Unis sur ce segment de marché.

Dans sa communication financière, *Hologic* souligne les bénéfices qu'il attend de cette opération.

- Cette acquisition lui permet d'acquérir une technologie (imagerie médicale par ultrasons) sur laquelle il est peu présent. Grâce aux investissements en R&D consentis depuis 2005, *SuperSonic Imagine* vient donc compléter le portefeuille de solutions proposé par *Hologic*.
- Plus spécifiquement, la technologie de *SuperSonic Imagine* est particulièrement adaptée à l'imagerie portant sur les tissus les plus denses. Cette caractéristique étant très recherchée sur les marchés asiatiques, la technologie développée par *SuperSonic Imagine* offre donc à son détenteur un avantage compétitif certain sur ces marchés.
- Même si cela ne correspond pas au cœur de métier du groupe *Hologic*, il est probable que le Groupe s'intéresse également aux autres applications de la plateforme échographique développée par *SuperSonic Imagine* (foie, prostate).
- Enfin, *SSI* peine à se développer aux Etats-Unis : ses ventes n'ont cessé d'y décroître depuis 2015 et elles ne représentent plus que 13% du chiffre d'affaires en 2018. Elle a retenu une stratégie de distribution en propre qui s'avère coûteuse et lente à mettre en œuvre. L'intégration de *SuperSonic Imagine* dans le Groupe devrait faciliter la diffusion d'*Aixplorer* sur le marché américain, une fois les équipes de *Hologic* formées à la promotion de son produit.

Pour résumer, grâce à l'acquisition de *SuperSonic Imagine*, *Hologic* s'offre à la fois une équipe de R&D expérimentée, une technologie qu'il maîtrisait peu jusqu'à présent et un produit qu'il peut immédiatement commercialiser dans son propre réseau de distribution aux Etats-Unis.

Dans une lettre d'affirmation, l'Initiateur nous a confirmé que, ne contrôlant pas encore la Société, il n'avait pas été en mesure de construire un plan d'affaires précis pour la Société, ni de définir et de quantifier les synergies qu'il attendait de cette opération. Le Groupe a toutefois présenté sa vision en *stand-alone* des perspectives de développement de la Société, qui s'avère globalement plus pessimiste que celle affichée par le Management dans son Plan d'Affaires.

Dans le contexte du retrait obligatoire visé par l'Offre, nous ne pourrions donc pas mesurer précisément la valeur des synergies attendues de l'Opération et *a fortiori* la quote-part de ces synergies rétrocédée par l'Initiateur dans le Prix d'Offre.

En revanche, de l'analyse des bénéfices que l'Initiateur attend de l'Opération, il ressort que le Plan d'Affaires, s'il reste optimiste, est rendu plus crédible du seul fait de la présence du groupe *Hologic* au capital de la Société, grâce à :

- la facilitation du développement commercial de la Société sur le marché américain,
- l'accès à des ressources financières importantes pour poursuivre l'effort de R&D et le développement commercial de la Société sur d'autres zones géographiques.

3.3. Appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre

3.3.1. Caractère équitable des conditions financières des accords conclus avec les dirigeants ou anciens dirigeants de la Société préalablement à l'Opération

S'agissant des actes de renonciation conclus avec les salariés actuels ou passés de la Société (MM. Sarvazyan et Brock, et Mme. Perri), ceux-ci sont conditionnés au dépôt, par l'Initiateur, d'un projet d'offre publique d'achat visant la Société avant le 30 septembre 2019. Ces actes de renonciation, qui concernent des BSA de maturités proches (respectivement 2020 et 2021) en dehors de la monnaie (avec des prix d'exercice respectivement de 8,62€ et 1,86€), ont été conclus sans aucune contrepartie financière.

Ces accords n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

Par ailleurs, conformément à la pratique habituelle en la matière, l'Initiateur a prévu dans la note d'opération un mécanisme visant à assurer, le cas échéant, la liquidité des actions indisponibles à la date de l'Offre (actions gratuites en cours d'acquisition, actions détenues par la directrice générale de *SSI*) ainsi que celle des options de souscription d'actions (*stock-options*).

Le mécanisme de liquidité de ces titres est décrit à la section 2.7 du projet de note d'information. Son principe est que, en cas de liquidité réduite des titres *Supersonic Imagine* (par exemple, si le titre est retiré de la cote), l'Initiateur assurera, par le biais d'un système de promesses d'achat et de vente, la liquidité de ces titres. Le prix d'exercice de ces promesses est fondé sur le multiple des « revenus » de la Société (à savoir son chiffre d'affaires et les autres produits d'exploitation générés par son activité), calculé sur la base des données à fin d'exercice 2018, et sur la valeur d'entreprise qui résulte de l'Opération.

Nous avons revu les mécanismes susmentionnés qui sont conformes aux pratiques usuellement rencontrées pour ce type d'instruments et n'appellent donc pas de commentaire particulier de notre part.

3.3.2. Caractère équitable des conditions financières des accords connexes conclus par la Société préalablement à l'Opération

S'agissant de l'acte de renonciation conclu avec la société *Norgine*, celui-ci était conditionné à la réalisation de l'acquisition de la Société par l'Initiateur avant le 30 septembre 2019. Cet acte de renonciation, qui concerne également des BSA de maturité assez courte (2023) très en dehors de la monnaie (prix d'exercice de 9,74 €), a été conclu sans aucune contrepartie financière.

La Société a également conclu un accord avec *Kreos (Termination Agreement)*. Cet accord global concerne (i) le remboursement anticipé des obligations émises par la Société au profit de *Kreos*, (ii) la renonciation de *Kreos* à ses BSA et (iii) les conditions du *waiver* obtenu par la Société pour les décalages des échéances dues à *Kreos* pour les mois de mai, juin et juillet 2019.

Nous nous sommes assurés que les conditions relatives au remboursement anticipé des obligations et au paiement des intérêts de retard étaient conformes à la documentation contractuelle. S'agissant des BSA, ceux-ci ont fait l'objet d'une renonciation dont les modalités financières sont conformes à l'accord « *Alternate Put Option Agreement* » conclu entre la Société et *Kreos* lors de l'émission des OCABSA le 13 décembre 2018, sur la base d'un prix fixe de 1,10 € par BSA.

Dans les deux cas, ces accords, réalisés sans contrepartie financière (*Norgine*), ou conformément aux accords (*Kreos*), n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

3.3.3. Caractère équitable du Prix dans le seul cadre de la présente Offre

Comme indiqué plus haut, l'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc de contrôle représentant 45,93% du capital de la Société au prix de 1,50 € par action.

En raison de la réglementation boursière, la présente Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur. En revanche, du point de vue des Actionnaires Minoritaires destinataires de l'Offre, il s'agit d'une offre « facultative » à laquelle ces actionnaires sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Dans ce contexte, le respect de l'équité de l'offre repose sur le seul principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires, comme attesté par les conditions imposées sur la fixation du prix d'offre dans le Règlement Général de l'AMF : « *Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* » (article 234-6).

Sur cette base, on peut d'ores déjà conclure que, dans le seul cadre de la présente Offre, le Prix d'Offre de 1,50 € est équitable pour les Actionnaires Minoritaires.

3.3.4. Caractère équitable du Prix dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire

Conformément à la réglementation boursière, dans l'hypothèse où les actionnaires de *SSI* n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de *SSI*, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs titulaires sur la base du Prix d'Offre. Dans ce cas, le Prix d'Offre est donc aussi un prix d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes.

- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le management en place (ci-après « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).
- (ii) Le Prix d'Offre doit également intégrer une quote-part des synergies attendues du rapprochement avec *Hologic*. De ce fait, le Prix d'Offre doit faire ressortir une prime par rapport aux estimations issues de l'évaluation multicritères mise en œuvre pour estimer la Valeur Intrinsèque. Il appartient alors à l'expert de qualifier cette prime (notamment, lorsque cela est possible, par la mesure explicite de la valeur de ces synergies, ou, à défaut, au regard des primes « couramment observées » dans des opérations similaires en termes de potentiel de synergies et de rapport de force entre vendeur et acquéreur

au moment de la transaction), puis de conclure sur cette base sur le caractère équitable du prix d'indemnisation proposé.

Cette présentation du cas standard suscite deux commentaires dans le contexte de la présente Offre.

Tout d'abord, rappelons que *Hologic Inc*, et l'Initiateur ne détenaient aucun titre de *SuperSonic Imagine* avant l'acquisition du bloc de contrôle, que ce bloc a été acquis auprès de cinq actionnaires distincts et dont aucun ne détenait à lui seul plus de 25% du capital.

Par ailleurs, en l'absence de chiffrage des synergies attendues du rapprochement, leur valeur ne peut être estimée précisément. Dans le même temps, s'agissant du Plan d'Affaires, nous avons rappelé plus haut que les prévisions préparées par le Management de la Société sont très optimistes. Ainsi, en l'absence de rapprochement entre les deux groupes, il est non seulement probable que le Plan ne soit pas tenu, mais encore, comme on l'a vu (*cf. supra 2.1.2*), que la Société ne soit pas en mesure de continuer son exploitation faute de pouvoir honorer ses échéances financières à très court terme. Dès lors, en retenant ce Plan d'Affaires pour l'évaluation de la Société, c'est une fraction des effets du rapprochement avec *Hologic* qui est implicitement prise en compte dans la valeur. Par conséquent, il n'est pas possible dans le cas présent de déterminer de façon précise la Valeur Intrinsèque de la Société.

Nous n'avons donc pas pu mettre en œuvre la démarche habituelle qui vise dans un premier temps à déterminer la Valeur Intrinsèque de la société cible visée par une offre, puis à juger de l'équité du prix d'offre, soit en estimant la valeur des synergies pour faire apparaître de façon explicite la fraction offerte aux actionnaires minoritaires par l'Initiateur, soit en mettant en évidence la taille de la prime extériorisée par le Prix d'offre pour apprécier de façon subjective la fraction des synergies implicitement laissée aux actionnaires minoritaires. Dans le cas présent, la Valeur Intrinsèque de la Société ne peut être déterminée de façon fiable, car le scénario décrit par le Plan d'Affaires semble très difficile à atteindre en *stand-alone*. Dès lors, en retenant le Plan d'Affaires dans nos travaux d'évaluation, nous intégrons implicitement une fraction des synergies apportées par *Hologic* à la Société, si bien que l'estimation obtenue, désignée ci-après « **Valeur Transactionnelle** » de la Société, est nécessairement supérieure à la Valeur Intrinsèque. Il conviendra d'en tenir compte pour apprécier le caractère équitable du Prix d'offre au vu de l'importance de la prime qui ressortira des travaux d'évaluation exposés dans la section suivante.

4. Estimation de la valeur des titres SuperSonic Imagine

4.1. Estimation de la valeur fondée sur les références d'évaluation disponibles

4.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, l'actif net comptable par action ne peut être considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, notamment parce qu'il n'intègre pas les perspectives futures d'un possible retournement de la Société.

Pour mémoire, à fin juin 2019, l'actif net comptable de la Société ressort à -925 k€, soit un actif net par action négatif.

4.1.2. Cours de bourse

4.1.3. Prix cible des analystes financiers

Le titre *SuperSonic Imagine* est suivi par une seule société d'analyse financière, *Gilbert Dupont*. Par ailleurs, cette société de bourse assure la liquidité du titre (en tant que *liquidity provider*) et a un engagement de recherche sur *SuperSonic Imagine*. Autrement dit, il est vraisemblable que, si ces engagements n'existaient pas, le titre ne serait suivi par aucun analyste.

Dès lors, il n'existe pas dans le cas présent de « prix cibles » publiés par des analystes financiers », susceptibles de constituer une référence pertinente pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque.

Pour mémoire, rappelons que la dernière note publiée préalablement à l'Offre remonte au 28 mai 2019. L'analyste de Gilbert Dupont affichait alors un prix cible de 1,5 €, soit une prime de 27,6% par rapport au cours à la date de l'analyse (1,18 €). L'analyste affichait également une recommandation à la vente sur le titre (« alléger »), soit une recommandation en contradiction avec son objectif de cours.

4.1.4. Transactions récentes sur le capital

Au cours des douze derniers mois, nous n'avons pas eu connaissance de transaction significative sur le capital de la Société autre que l'opération envisagée.

La dernière augmentation de capital significative de *SuperSonic Imagine* (hors exercice de bons de souscription) est intervenue en juin 2017 pour un montant de 11,5 m€ et à un prix unitaire de 1,66 € par action.

Compte tenu de l'évolution de la performance opérationnelle de la Société depuis l'augmentation de capital, nous considérons que cette opération ne constitue pas une référence solide pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société à ce jour. Nous avons donc écarté cette référence de nos analyses.

4.1.5. Manifestations d'intérêt antérieures à l'opération

Le Management nous a confirmé qu'il n'avait pas connaissance de manifestations d'intérêt récentes (dans les douze derniers mois) de la part d'investisseurs en vue de l'acquisition des titres de la Société.

4.2. Mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles : approche méthodologique et paramètres clés

4.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'estimation de la Valeur Transactionnelle de la Société à l'aide des méthodes d'évaluation usuelles, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante, (iii) et enfin, par solde entre ces différentes composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais dans la pratique, la première s'avère trop rudimentaire pour fournir une estimation fiable de la valeur de groupes multipolaires, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités de *SuperSonic Imagine* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF, la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (cf. infra, sections 4.4 et 4.5), les deux méthodes relevant de l'approche analogique n'ont pu être mises en œuvre de façon satisfaisante pour obtenir des résultats pertinents dans le présent contexte.

Avant de présenter les résultats de la méthode DCF (cf. infra, section 4.3), qui conclut sur la Valeur Transactionnelle du portefeuille d'activités de la Société, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la valeur des titres *SuperSonic Imagine*, à savoir l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 4.2.2) et le nombre de titres (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

4.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan consolidé de *SuperSonic Imagine* disponible à la date des présentes, à savoir le bilan arrêté au 30 juin 2019.

Endettement financier net

La dette financière de *SuperSonic Imagine* au 30 juin 2019 est constituée (i) d'avances remboursables pour un montant de 1,78 m€, (ii) d'emprunts divers (préfinancement du CIR, affacturage, emprunt innovation auprès de *BPI France*) pour un total de 11,80 m€, et (iii) de l'emprunt obligataire contracté auprès de *Kreos*, enregistré au bilan de *SSI* pour un montant de 13,48 m€. Cet emprunt obligataire est composé de trois tranches de 6,0 m€ chacune : les Tranches 1 et 2, tirées respectivement en mars 2017 et décembre 2017, sont composées exclusivement d'obligations simples, et la Tranche 3, tirée en décembre 2018, est composée de 4,8 m€ d'obligations simples et de 1,2 m€ d'obligations convertibles en actions assorties de 1,2 millions de BSA (« OCABSA »).

Comme évoqué plus haut et dans la perspective de sa prise de contrôle par l'Initiateur, la Société a conclu avec *Kreos* en date du 1^{er} août 2019 un accord mettant fin à cet emprunt (*Termination Agreement*) aux termes duquel SSI se libère de tout engagement vis-à-vis de *Kreos* en contrepartie du versement d'une somme totale de 16,39 m€.

Sur cette base, nous avons considéré un endettement financier total de 29,9 m€ à la date de l'évaluation¹⁴. Après prise en compte de la trésorerie disponible au 30 juin 2019, soit 3,05 m€, la dette financière nette de la Société s'élève à 26,92 m€.

Provisions pour retraites

La provision pour retraites et assimilés, nette des actifs de régimes afférents, correspond aux droits acquis par les salariés de *SuperSonic Imagine* à date. Comme la charge de désactualisation (*interest cost*) liée aux retraites est comptabilisée dans le résultat financier et non dans les frais de personnel (qui incluent le coût des services rendus ou *service cost*), cette provision (nette de l'impact fiscal) a été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Dans le cadre d'une évaluation financière, il convient également de prendre en compte les droits que les salariés acquerront dans le futur. Sur la base des informations communiquées par le management de la Société, nous considérons que la valeur de ces droits futurs est appréhendée à travers le *service cost* implicitement pris en compte dans les prévisions de marge opérationnelle et donc dans les *free cash flows* futurs de la Société.

Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

La Société enregistrant des pertes depuis sa création, elle a accumulé un stock conséquent de déficits fiscaux reportables en France (et dans une moindre mesure aux Etats-Unis), s'élevant au total à 163,9 m€ au 31 décembre 2018.

Nous ne disposons pas d'une décomposition du résultat prévisionnel par pays pour estimer les économies fiscales afférentes à ces déficits. Constatant que la Société réalise l'essentiel de son activité en France (ses filiales à l'étranger n'étant que des filiales de distribution), nous avons simulé l'utilisation de ces déficits en considérant les résultats opérationnels futurs totaux de la Société, sans limitation dans le temps, et sur la base du seul taux d'impôt français (en tenant compte des baisses de taux attendues dans les années à venir). Etant donné les risques importants qui pèsent sur le devenir de la Société, la valeur actuelle de ces économies fiscales a ensuite été estimée en utilisant le même taux d'actualisation que celui retenu pour estimer la valeur d'entreprise de la Société (cf. *infra*).

Décaissement lié au litige avec *Verasonics*

En mai 2019, SSI a conclu un accord avec la société *Verasonics* afin de mettre fin au litige qui les opposait depuis plus d'un an. Aux termes de cet accord, SSI s'engage à verser une indemnité à *Verasonics* pour un montant total estimé de 5,2 m€ (y compris frais externes engagés). Au 30 juin 2019, seule une fraction très limitée de ce montant a été payée : le solde restant à décaisser a donc été pris en compte dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur de capitaux propres. Par ailleurs, comme la charge afférente est fiscalement déductible mais que la Société ne devrait pas payer d'impôt sur les sociétés pendant encore de nombreuses années, les économies fiscales afférentes ont été appréhendées dans la valeur des déficits fiscaux reportables.

Décaissement de frais liés à l'Opération

Dans le cadre de l'Opération avec l'Initiateur, la Société a encouru des frais de conseil à hauteur de 2,3 m€ qui n'ont pas été décaissés au 30 juin 2019. Ce décaissement futur a été pris en compte

¹⁴ Soit la somme de 1,78 m€, 11,80 m€ et 16,39 m€.

dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur de capitaux propres et les économies fiscales afférentes ont été appréhendées dans la valeur des déficits fiscaux reportables.

Autres éléments pris en compte

Les autres éléments pris en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres comprennent les immobilisations financières (titres de placement nantis, dépôts versés, actifs mis à disposition du contrat de liquidité) retenues à leur valeur comptable au 30 juin 2019 et la trésorerie provenant de l'exercice des BSA et des *stock-options* dans la monnaie (par rapport au Prix d'Offre), en cohérence avec le nombre d'actions dilué retenu dans nos travaux (cf. *infra*).

Enfin, en dépit de la saisonnalité marquée de l'activité de SSI (les ventes réalisées au dernier trimestre représentent généralement 30% à 40% des ventes annuelles), nous n'avons pas ajusté le BFR dans l'endettement financier net de la Société, car la situation du BFR à fin juin est proche du niveau moyen observé sur l'année.

Synthèse

Le tableau ci-après fournit une présentation synthétique des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

SSI - Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30/06/2019

En k€

Endettement financier net	26,918
+ Provisions pour retraites net d'impôt	424
- Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables	4,723
+ Décaissement lié au litige avec Verasonics	4,977
+ Décaissement de frais liés à l'Opération	2,300
- Immobilisations financières	420
- Trésorerie issue de l'exercice des BSA et Stock options ⁽¹⁾	41
= Total au 30/06/2019	29,434

Source: Rapport financier S1 2019 et analyses Accuracy

Note: Trésorerie issue de l'exercice des BSA et stock-option dans la monnaie au 26 août 2019

4.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres

La détermination du nombre d'actions pris en compte pour estimer la valeur unitaire des actions à partir de la valeur des capitaux propres est détaillée dans le tableau ci-après.

Le calcul s'appuie sur le nombre total d'actions émises, diminué du nombre d'actions auto-détenues et majoré du nombre d'actions résultant de l'exercice des *stock options* dans la monnaie, et intègre également la dilution potentielle liée aux plans d'actions gratuites et de performance accordés aux dirigeants de la Société en 2017 et 2018. Cette dilution potentielle a été estimée sur la base du nombre d'actions gratuites et de performance restant par plan au 26 août 2019 et des hypothèses de *turnover* annuel retenues en interne pour l'estimation des engagements postérieurs à l'emploi (soit 7,1%).

SSI - Nombre dilué d'actions au 26 août 2019

#

Nombre d'actions composant le capital	23,606,791
- Nombre d'actions d'autocontrôle	100,732
+ Nombre d'actions liées aux instruments dilutifs dans la monnaie ⁽¹⁾	411,426
+ Nombre d'actions gratuites ⁽²⁾	507,817
= Nombre d'actions dilués total	24,425,302

(1) Stock-options 2013

(2) Nombre d'actions intégrant une hypothèse de turnover

Source: Données Management et analyses Accuracy

4.3. Estimation de la Valeur Transactionnelle via la méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par le Plan d'Affaires (2019-2021)

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2019-2021 s'est appuyée sur le Plan d'Affaires préparé par le management de SSI. Le seul retraitement apporté à ce plan concerne le BFR : nous avons raisonné sur la base d'un BFR moyen annuel exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires et nous avons supposé, en cohérence avec la baisse du BFR de fin d'année inscrite dans le Plan, une baisse de ce ratio de 38% en 2018 à 30% à l'horizon 2021.

Comme évoqué plus haut, la Société ne devrait pas payer d'impôt sur les sociétés avant de nombreuses années et la valeur des déficits fiscaux reportables n'a pas été prise en compte dans les flux de trésorerie futurs mais dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. Dès lors, pour le calcul des flux de trésorerie futurs, nous avons considéré une charge d'impôt théorique sur la base du taux d'impôt qui devrait s'appliquer en France sur les années à venir (taux convergeant progressivement vers 25,8% à partir de 2022).

Période d'extrapolation 2022-2028

Afin d'intégrer dans l'évaluation le potentiel de développement de la Société au-delà de l'horizon relativement court du Plan d'Affaires, nous avons considéré une période d'extrapolation de sept ans, portant ainsi la période de prévisions explicites à dix ans. Au cours de cette période d'extrapolation, les *free cash flows* ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes.

- Chiffre d'affaires : atteinte d'un chiffre d'affaires de 100,0 m€ en 2028, ce niveau étant cohérent d'après le Management avec la part de marché que SSI peut raisonnablement viser aujourd'hui ; Ce chiffre d'affaires est atteint avec un taux de croissance en décélération progressive entre 2022 et 2028 ;
- Marge d'EBITDA ajusté : convergence de la marge d'EBITDA ajusté de 9,0% en 2021 vers 12,0% en 2028, soit le niveau médian observé sur des sociétés européennes cotées matures du secteur de l'imagerie médicale ou commercialisant des équipements/produits destinés au secteur médical (cf. *infra* section 3.4) ;
- Investissements corporels et incorporels (hors R&D capitalisée) : environ 1,5 m€ en 2022, soit un niveau en baisse par rapport à 2021 afin de tenir compte de la fin des investissements non récurrents liés à la mise en place de l'ERP, puis croissance annuelle de ce niveau d'investissement en ligne avec l'inflation (+1,5% par an) ;
- Dotations aux amortissements : convergence linéaire de la dotation aux amortissements annuelle vers le montant total d'investissements, y compris la R&D immobilisée, visé pour 2028 ; sachant que le montant de la R&D immobilisée à cet horizon a été estimé en supposant des dépenses de R&D totales (avant CIR et subventions) représentant 12% du

-
- chiffre d'affaires¹⁵ et une immobilisation de ces dépenses annuelles à hauteur de 67% (même ratio qu'à la fin du Plan) ;
- BFR : stable à 30% du chiffre d'affaires sur l'ensemble de la période 2022-2028 ;
 - Impôt : taux d'imposition stable à 25,8%, maintien du CIR dans les mêmes proportions que sur la période du Plan (soit un montant annuel représentant environ 50% des dépenses R&D totales).

4.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2028) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la zone Euro et cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. *infra*).

Le flux de trésorerie normatif a été estimé sur la base des mêmes hypothèses que le flux 2028 en supposant une croissance de 1,5%, en ligne avec le taux de croissance perpétuel retenu.

Précisons qu'au vu du degré de visibilité limité dont nous disposons sur le développement et la performance futurs de la Société, aussi bien en termes de chiffre d'affaires que de niveau de marge cibles, nous avons fait le choix pour le calcul de la valeur terminale, de ne retenir qu'un seul scénario, représentatif d'un haut de fourchette d'évaluation (cf. *supra*, section 2.3).

4.3.3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les *free cash flows* espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

¹⁵ Soit un ratio en ligne avec le ratio moyen observé sur les sociétés européennes cotées et matures du secteur.

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M$$

où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Taux d'intérêt sans risque

Du fait de la crise de la zone euro, les taux de rendement des emprunts d'État des pays européens évoluent depuis plusieurs années de façon très contrastée. Ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque de crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité importante des taux de rendement des emprunts d'État, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Prenant acte de cette forte volatilité, nous avons retenu une approche normative et considéré un taux d'intérêt sans risque de 3,5% (R_F), soit un niveau comprenant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%. Notre approche est cohérente avec les autres paramètres majeurs de l'évaluation que sont notamment la prime de risque et le taux de croissance normatif de l'activité.

Prime de risque

La prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions (P_M) est égale à la différence entre l'espérance de rentabilité des marchés boursiers $E[R_M]$ et le taux d'intérêt sans risque R_F . Nous fixons le niveau de la prime de risque à 4,5%, ce qui revient à considérer que les marchés financiers doivent générer une rentabilité annuelle $E[R_M]$ de 8,0% avec un taux d'intérêt sans risque R_F égal à 3,5%. Notre prime de risque se situe dans le haut de la fourchette des estimations fournies par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

Coefficient bêta

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Dans le cas présent et pour les raisons détaillées plus bas à la section 4.4.1, nous avons constitué trois échantillons de sociétés cotées « comparables » regroupant (i) des sociétés spécialisées dans l'échographie, (ii) des sociétés ayant une activité centrée sur l'imagerie médicale (échographie, radiographie, IRM, etc.), et (iii) des sociétés commercialisant divers produits ou équipements à destination du secteur médical (pas uniquement en lien avec l'imagerie).

Les indices de référence utilisés sont l'indice *Stoxx Europe 600* pour les sociétés européennes, le *S&P 500* pour les sociétés américaines, l'indice *Shanghai Stock Exchange Composite* pour les sociétés chinoises et l'indice *South Korea KOSPI Composite* pour les sociétés coréennes.

Les coefficients bêta des actions des sociétés comparables ont été estimés sur des périodes de 4 et 5 ans sur la base de rentabilités mensuelles, seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% étant retenus. Les coefficients bêta ainsi obtenus sont ensuite « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Sur cette base, nous obtenons des mesures de coefficients bêta désendettés pour seulement six sociétés (sur un total de 21 sociétés étudiées). En outre, ces six sociétés présentent des coefficients bêta désendettés qui se situent dans une fourchette d'estimations large, puisque comprises entre 0,8 et 1,5. Si le volume d'affaires de la Société ne devrait pas particulièrement être sensible à la conjoncture (secteur de la santé peu dépendant des cycles économiques et positionnement très

haut de gamme de la Société), il reste que SSI est un tout petit acteur sur son marché, qui plus est mono-produit, et dont l'activité est caractérisée par un levier opérationnel élevé notamment en raison de dépenses en R&D très importantes (cf. *supra*, section 2.1.1). Pour ces raisons, nous retenons pour la Société un coefficient bêta désendetté en haut de la fourchette de ceux observés sur l'échantillon, soit 1,5.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 10,3%, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times P_M] = 3,5\% + [1,5 \times 4,5\%] = 10,3\%$$

4.3.4. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après la méthode DCF fait ressortir une Valeur Transactionnelle des titres *SuperSonic Imagine* au 30 juin 2019 de 1,09 € par action.

SSI - Valeur Transactionnelle des titres

En k€

+ Flux actualisés 2019 - 2021	(1,729)
+ Flux actualisés 2022 - 2028	14,845
+ Valeur terminale actualisée	42,975
= Valeur d'entreprise au 30/06/2019	56,091
<i>Multiple CA 2018</i>	2.3 x
- Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30/06/2019	29,434
= Valeur de capitaux propres au 30/06/2019	26,657
/ Nombre dilué d'actions	24,425,302
= Prix par action (€)	1.09

Sur cette base, le Prix d'Offre de 1,50 € par action proposé par l'Initiateur aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Opération extériorise une prime de 37,4% par rapport à cette Valeur Transactionnelle.

A titre d'information, nous avons effectué des analyses de sensibilité sur les trois paramètres qui nous semblent les plus délicats à estimer dans le cas présent, à savoir : (i) la réalisation du Plan d'affaires sans décalage dans le temps, (ii) le taux de marge d'EBITDA ajusté normatif, et (iii) le taux d'actualisation. Cette analyse de sensibilité a été réalisée :

- en considérant un décalage dans le temps de deux années du Plan d'affaires,
- une sensibilité à la hausse (+1,0%) et à la baisse (-1,0%) sur le taux de marge d'EBITDA ajusté normatif retenu, soit 12,0%,
- une sensibilité uniquement à la hausse (+1,0%) sur le taux d'actualisation, le taux de 10,3% retenu constituant selon nous un taux plancher au regard de l'activité de la Société, de sa taille et de son profil de risque.

En supposant un taux d'EBITDA ajusté normatif de 11,0% et un taux d'actualisation de 11,3%, la valeur d'une action SSI serait de 0,53 €.

En supposant un taux d'EBITDA ajusté normatif de 12,0% et un taux d'actualisation de 11,3%, la valeur d'une action SSI serait de 0,73 €.

En supposant un taux d'EBITDA ajusté normatif de 13,0% et un taux d'actualisation de 10,3%, la valeur d'une action SSI serait de 1,32 €.

Toutes choses égales par ailleurs, en considérant un décalage de deux ans du Plan d'affaires, et une performance en 2021 et 2022 identique à celle attendue pour 2020, la valeur d'une action *SSI* serait de 0,54 €.

4.4. Estimation de la valeur de la Société via la méthode des comparaisons boursières

Comme pour la méthode DCF, l'objectif de la méthode des comparaisons boursières est de fournir une estimation de la valeur de la Société. Malheureusement, la mise en œuvre de la méthode se heurte dans le cas de *SuperSonic Imagine* à plusieurs difficultés majeures : (i) l'absence de société cotée développant le même type d'activité, (ii) des spécificités, liées à l'importance de l'effort de R&D consenti par la Société et à son mode de comptabilisation, qui rendent délicate la comparaison avec les autres sociétés du secteur (cotées ou non), et (iii) le profil de risque de la Société, acteur encore de petite taille par rapport aux autres sociétés du secteur et à un point d'inflexion dans son développement.

4.4.1. L'absence de société parfaitement comparable du point de vue de son activité

La mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières repose sur l'utilisation de ratios d'évaluation (ou « multiples ») calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant un profil de risque (donc un portefeuille d'activité et une exposition géographique) et une croissance bénéficiaire comparables à ceux de la société évaluée.

A bien des égards, il est difficile d'identifier des sociétés proches de *SuperSonic Imagine*, que ce soit en termes d'activité (imagerie médicale par ultrasons) ou d'implantation géographique (prépondérance européenne). Compte tenu de ce profil très particulier, nous avons constitué plusieurs échantillons de sociétés comparables.

Le premier échantillon est constitué de quatre sociétés qui développent et commercialisent des solutions d'échographie ou d'imagerie médicale par ultrasons. Ces sociétés présentent donc l'avantage d'opérer directement sur le même segment que *SuperSonic Imagine*. Cependant, leur implantation géographique (trois d'entre elles sont des sociétés chinoises) et leur niveau de diversification, mesuré par la taille (ainsi *Siemens Healthineers* a réalisé un chiffre d'affaires de 13,5 md€ en 2018), limitent la pertinence de la comparaison avec *SSI*.

Le second échantillon regroupe cinq sociétés qui développent et commercialisent des solutions d'imagerie médicale. Ces sociétés opèrent sur un segment plus large que celui de *SuperSonic Imagine*. Elles ne présentent donc pas nécessairement le même modèle économique (*premium* versus entrée de gamme) ou le même effort de R&D.

Enfin, le troisième et dernier échantillon est composé d'une dizaine de sociétés qui développent et commercialisent tout un ensemble d'équipements plus ou moins innovants à destination du secteur médical. Si, comme *SSI* ces sociétés sont exposées au marché de la santé et à ses contraintes (notamment réglementaires), leurs produits diffèrent des plateformes de *SSI* tant par le niveau d'effort en R&D nécessaire que par leurs modes de distribution, leur implantation géographique, etc.

Au terme de notre analyse, ces échantillons appellent un certain nombre de commentaires de notre part.

- En raison de la politique d'activation des charges de R&D, nous avons, lorsque cela était possible, retraité les agrégats financiers des sociétés identifiées afin de présenter des résultats opérationnels « comparables ». En l'absence d'information prévisionnelle sur ces éléments, cet ajustement n'a pu être réalisé que sur les agrégats financiers historiques des sociétés identifiées, ce qui réduit la pertinence de la comparaison. A cet égard, on peut

remarquer que les sociétés américaines ne capitalisent pas ou peu de charges de R&D, contrairement à certaines sociétés européennes. On peut également conclure de cette analyse que la comparaison de marges non retraitées entre différents pays ou différentes sociétés s'avère peu pertinente.

- Dans l'ensemble, la plupart des sociétés de l'échantillon présente des tailles (appréciée grâce à la capitalisation boursière), et donc implicitement des niveaux de diversification, tant en termes d'activités, que de produits et services, bien plus élevés que *SuperSonic Imagine*.
- Allant de pair avec la taille, les sociétés retenues dans nos échantillons sont pour la plupart plus matures que la Société.
- Enfin, les différents échantillons que nous avons constitués comprennent des sociétés aux implantations géographiques variées qui peuvent différer de celles de *SuperSonic Imagine*. Cette différence n'est pas sans conséquence sur l'analyse, puisqu'on peut observer, par exemple, que les sociétés américaines affichent des niveaux de performance opérationnelle en moyenne bien supérieurs aux sociétés d'autres zones géographiques (en raison probablement d'une structure de marché différente).

Le tableau ci-après reprend les principales caractéristiques financières des sociétés retenues dans les trois échantillons.

SSI - Données opérationnelles des sociétés comparables

M€	Pays	CA			EBITDA retraité			Marge EBITDA retraité		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Echographie et ultrasons										
Siemens Healthineers Ag	DE	n.a.	13 548	13 532	n.a.	2 517	2 384	n.a.	18,6 %	17,6 %
Shenzhen Mindray Bio-Medical Electronics	CN	1 182	1 458	1 796	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sonoscape Medical Corp.	CN	94	129	159	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Edan Instruments, Inc.	CN	90	108	128	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Médiane*								n.a.	18,6 %	17,6 %
Ecart-type								n.a.	0,0%	0,0%
Imagerie médicale										
Varian Medical Systems, Inc.	US	2 356	2 437	2 695	478	489	550	20,3 %	20,1 %	20,4 %
Elekta Ab (Publ)	SE	992	1 113	1 184	91	153	86	9,2 %	13,7 %	7,2 %
Diagnostic Medical Systems S.A.	FR	37	27	n.a.	(2)	(6)	n.a.	(5,5)%	(22,5)%	n.a.
Value Added Technology Co., Ltd.	KR	136	166	178	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rayence Co., Ltd.	KR	75	81	88	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Médiane*								14,8 %	16,9 %	13,8 %
Ecart-type								7,8%	4,5%	9,3%
Equipements médicaux divers										
Lantheus Holdings, Inc.	US	273	299	310	47	64	72	17,3 %	21,3 %	23,2 %
Semler Scientific, Inc.	US	7	11	19	(2)	(0)	5	(23,0)%	(2,4)%	27,2 %
Hamilton Thorne Ltd.	US	10	20	26	1	4	5	11,8 %	20,2 %	17,6 %
Strata Skin Sciences, Inc.	US	28	28	27	3	4	n.a.	9,0 %	14,8 %	n.a.
Koninklijke Philips N.V.	NL	17 422	17 780	18 121	2 158	2 174	2 371	12,4 %	12,2 %	13,1 %
Geratherm Medical Ag	DE	22	21	22	3	2	2	14,2 %	8,8 %	10,7 %
Biosynex Sa	FR	27	31	31	1	1	1	4,0 %	3,9 %	2,0 %
Biocartis Group Nv	BE	14	23	29	(46)	(39)	(39)	n.a.	n.a.	n.a.
Inspiration Healthcare Group Plc	GB	16	17	17	n.a.	1	1	n.a.	4,6 %	7,6 %
Immunodiagnostic Systems Holdings Plc	GB	43	42	42	2	3	(0)	4,9 %	6,0 %	(0,3)%
Ion Beam Applications Sa	BE	329	236	208	34	(14)	7	10,4 %	(5,9)%	3,2 %
Zhejiang Starry Pharmaceutical Co., Ltd.	CN	87	92	115	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Wuhan Easydiagnosis Biomedicine Co.,Ltd.	CN	18	22	23	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Médiane*								13,3 %	16,2 %	15,4 %
Ecart-type								2,5%	6,1%	5,5%
Médiane* US								17,3 %	20,2 %	20,4 %
Médiane* Autres								12,4 %	13,0 %	11,9 %

* Prise en compte uniquement des sociétés en noir
Source : Capital IQ et rapports annuels

4.4.2. Conclusion sur la méthode des comparaisons boursières

A l'issue de nos analyses, aucun des échantillons considérés ne nous semble pertinent pour l'évaluation de la Société. Plus encore, en raison de sa faible maturité, la Société ne présente pas encore aujourd'hui de résultats économiques positifs (EBIT ajusté ou EBITDA ajusté). Dès lors, seul un multiple assis sur le chiffre d'affaires pourrait être retenu pour mettre en œuvre la méthode. Or, dans un contexte où la Société évaluée n'est pas encore profitable, ce multiple, qui engendre généralement des résultats assez volatils, conduirait à surestimer la valeur de la Société.

Au final, nous avons donc écarté la méthode des comparaisons boursières pour l'estimation de la valeur de la Société.

4.5. Estimation de la valeur de la Société via la méthode des transactions comparables

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transactions utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement des primes par rapport à la valeur intrinsèque des sociétés acquises. Ces primes sont le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction. De ce fait, la méthode des transactions comparables apparaît particulièrement adaptée au contexte spécifique de l'Offre, car elle permet en théorie de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'offre proposé par l'Initiateur dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres *SuperSonic Imagine* et une quote-part des synergies.

Cette approche théorique se heurte malheureusement dans le cas présent à des écueils qui nous ont conduits à écarter la méthode.

- Il n'existe pas, à notre connaissance de transactions portant sur des sociétés parfaitement comparables à *SuperSonic Imagine* en termes de taille, de profitabilité, de zone d'implantation ou de modèle économique. Plus spécifiquement, nous n'avons pas été en mesure, comme précédemment dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, de retraiter les agrégats financiers des différentes sociétés considérées pour annuler les effets de politiques différentes en matière d'activation des charges de R&D, faute d'information suffisante disponible.
- L'information publique disponible sur la plupart de transactions est assez limitée. L'échantillon des transactions comparables que nous avons constitué n'est donc pas assez significatif pour constituer une base d'analyse solide. De plus, la majorité des informations disponibles concerne le multiple du chiffre d'affaires qui ne nous semble pas un agrégat d'évaluation approprié pour les raisons évoquées plus haut.

Il ressort de l'échantillon de transactions identifiées une forte disparité des multiples observés, sans que l'on puisse précisément identifier les raisons de ces différences sur la base de l'information disponible : des perspectives de forte croissance bénéficiaire, un retournement en cours, une forte volonté d'acheter chez l'acquéreur, l'importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs, etc.

SSI - Transactions comparables

Date	Cible	Acquéreur	% Acquis	Valeur d'entreprise (en m€)	Multiple CA
4-juin-19	Perimeter Medical Imaging, Inc.	New World Resource Corporation	100%	30,2	n.a.
31-juil.-18	Faxitron Bioptics, LLC	Hologic, Inc.	> 30%	72,6	3,1 x
10-avr.-18	Analogic Corporation	Altaris Capital Partners	100 %	800,2	2,0 x
7-déc.-17	Esaote	Consortium d'investisseurs chinois	100 %	248,0	0,9 x
1-juil.-16	ArcScan Inc.	Tilting Capital Corp.	100 %	6,7	n.a.
17-mars-16	Canon Medical System	Canon Inc	100 %	5 196,2	2,3 x
1-janv.-16	Oncura Partners Diagnostics, LLC	Analogic Corportaion	100 %	7,4	n.a.
4-nov.-15	Mindray	Consortium mené par Mr Li Xiting	73 %	3 147,0	2,5 x
14-oct.-15	DMS Health Technologies	Digirad corporation	100 %	32,7	0,6 x
16-juin-15	International Medical Equipment and Service, Inc.	Richardson Electronics, Ltd.	100 %	10,9	1,5 x
1-avr.-15	Xlumena, Inc.	Boston Scientific Corporation	100 %	58,0	n.a.
1-févr.-15	Volcano Corporation	Koninklijke Philips Electronics N.V.	100 %	1 079,0	3,4 x
17-déc.-14	Volcano Corporation	Koninklijke Philips N.V.	100 %	1 031,2	3,2 x
18-nov.-13	Vital Signs	CareFusion Corporation	100 %	367,2	2,0 x
13-nov.-13	Hitachi Medical Corporation	Hitachi, Ltd.	38 %	522,0	0,4 x
1-sept.-13	PocketSonics, Inc.	Analogic Corportaion	90 %	n.a.	n.a.
1-juil.-13	ZONARE Medical Systems, Inc	Mindray Medical International Limited	100 %	78,7	1,6 x
12-juin-13	Zonare Medical Systems	Mindray	100 %	79,8	1,6 x
2-avr.-13	SuperSonic Imagine SA	Alto Invest; Kuwait Life Sciences Company	100 %	28,0	2,0 x
1-mars-13	Ultrasonix Medical Corporation	Analogic Corportaion	100 %	63,5	n.a.
1-nov.-12	Sync-Rx	Volcano Corporation	100 %	13,3	n.a.
1-août-11	Summit Doppler Systems, Inc.	Cooper Surgical	100 %	11,2	n.a.
1-févr.-11	Prosonic Co., Ltd.	Samsung	100 %	28,2	3,8 x
1-juin-10	VisualSonics Inc.	Sonosite Inc.	100 %	63,9	n.a.
1-mai-08	Novelis	Volcano Corporation	100 %	7,7	n.a.
Médiane					2,0 x
Ecart-type					1,0 x

Source : Merger market

Au total, nous avons donc considéré que la méthode des transactions comparables ne permettait pas d'estimer de façon fiable la valeur de la Société.

5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par *Rothschild Martin Maurel* dans le contexte de l'Offre et dans la perspective de la mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

5.1. Méthodologie d'évaluation

D'un point de vue méthodologique, la Banque a adopté une approche d'évaluation multicritères très proche de la nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque écarte, tout comme nous, les deux méthodes relevant de l'approche analogique, en l'absence de sociétés cotées ou ayant fait l'objet de transactions suffisamment comparables et s'appuie sur la seule méthode DCF pour évaluer la Société.

S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient celle du cours de bourse et, à titre indicatif, celle constituée par les prix cibles des analystes financiers. De notre côté, nous avons considéré que la liquidité du titre n'était pas suffisante pour que le cours de bourse constitue une référence solide. De même, un seul analyste financier suivant la valeur, nous avons considéré que les « prix cibles » affichés par les analystes financiers ne constituaient pas une référence pertinente dans le cas d'espèce.

5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit à une estimation de la valeur de l'action *SuperSonic Imagine* identique à celle qui résulte de nos propres travaux, à savoir 1,09 € (en valeur centrale).

Cette similitude apparente masque en réalité de multiples différences tant au niveau de la démarche d'évaluation que des principaux paramètres d'évaluation. Les éléments les plus significatifs sont les suivants.

- La Banque a choisi d'extrapoler les prévisions du Management jusqu'en 2048 (contre 2029 pour notre part). Ce choix méthodologique est lié au fait que la Banque a tenu compte de la consommation des déficits fiscaux reportables (plus de 160m€) dans le calcul des flux de trésorerie futurs, et non comme un actif pris en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, comme nous avons choisi de le faire.
- S'agissant du taux de croissance perpétuel, la Banque retient un taux de 2,5%, alors que nous retenons dans nos travaux un taux de 1,5% dès 2029.
- S'agissant du taux d'actualisation, on relève une grande proximité entre les taux d'actualisation utilisés (10,33% dans les travaux de la Banque et 10,25% dans les nôtres), et ceci malgré des différences significatives dans l'estimation de leurs différentes composantes. En effet, le taux retenu par la Banque repose sur une estimation courante (*spot*) du taux sans risque et de la prime de marché actions, alors que, pour notre part, le taux d'actualisation repose sur une approche normative de ces deux paramètres. En outre, le coefficient bêta retenu par la Banque est de 1,15, contre 1,5 selon notre propre estimation. L'estimation du niveau de risque systématique faite par la Banque nous semble relativement basse, étant donné le secteur d'activité de la Société, son niveau de levier opérationnel et sa situation actuelle de retournement.

-
- S'agissant des flux de trésorerie futurs, il est particulièrement délicat de comparer les hypothèses retenues par la Banque avec les nôtres. Tout d'abord, nous avons relevé le choix de la Banque d'extrapoler les flux sur une très longue période, afin de modéliser la consommation des déficits fiscaux reportables jusqu'à leur extinction. Par ailleurs, la Banque a également choisi de raisonner sur la base d'un niveau de marge comptable, sans poser explicitement d'hypothèse sur l'évolution de la fraction des charges de R&D prise en compte dans la marge ou dans les investissements. Pour notre part, nous avons choisi de raisonner sur la base d'une marge ajustée, c'est-à-dire intégrant l'intégralité des coûts annuels de R&D (qu'ils soient activés ou non), de façon à extérioriser un taux de marge qui soit comparable à celui des sociétés du secteur, le terme « investissements » désignant dans nos travaux uniquement ceux relatifs à l'acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles (à l'exclusion des charges de R&D activée). A ces différences s'ajoute également la disparition progressive du CIR dans les travaux d'évaluation de la Banque, alors que nous avons considéré la pérennisation de ce dispositif.
 - Enfin, s'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, la principale différence entre nos travaux et ceux de la Banque tient à la prise en compte de l'impôt. Outre le choix méthodologique différent concernant la prise en compte des déficits fiscaux reportables de la Société, nous avons tenu compte des effets d'économie d'impôt sur les décaissements liés au litige avec *Verasonics* et les frais liés à l'Opération dans l'estimation de la valeur des déficits fiscaux, alors que la Banque a choisi de retenir ces éléments de passif directement nets d'impôt.

6. Conclusion sur le caractère équitable du Prix d'Offre

Le 1^{er} août 2019, le groupe américain *Hologic* a procédé à l'acquisition d'un bloc de contrôle représentant 45,93% du capital et 46,12% des droits de vote de *SuperSonic Imagine* auprès de cinq de ses principaux actionnaires pour un prix de 1,50 € par action. Conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), l'Initiateur lancera prochainement une offre publique d'achat obligatoire sur les actions de la Société, au même prix de 1,50 € par action, avec l'intention, dans le cas où les actionnaires de SSI n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de SSI, de procéder au retrait obligatoire de la Société.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires de la Société. Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le seul cadre de l'offre publique d'achat obligatoire, nous estimons que le prix de 1,50 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par *Hologic Hub*, Initiateur de l'Offre, aux actionnaires ayant cédé le bloc de contrôle.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons aucun élément qui permette de penser que les accords conclus avec les dirigeants de la Société, les actionnaires cédants, ou que les accords connexes conclus avec d'anciens dirigeants ou créanciers de la Société, ont biaisé les conditions financières de l'Offre. Par ailleurs, nous sommes assurés que le remboursement des obligations et la renonciation aux BSA *Kreos* ont été réalisés conformément au contrat d'émission de ces instruments, étant précisé que ces montants ne dépendent pas de la valeur de l'action de la Société.

Enfin, dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 1,50 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société serait également équitable d'un point de vue financier, pour les deux raisons suivantes.

Ce prix fait apparaître une prime de 37,4% par rapport aux estimations de la Valeur Transactionnelle de la Société, niveau de prime qui nous semble cohérent avec ceux habituellement pratiqués dans ce type d'offres.

Cette prime est par ailleurs sous-estimée, car elle est mesurée sur la base d'une estimation de la Valeur Transactionnelle de la Société et non de sa Valeur Intrinsèque (c'est-à-dire la valeur de la Société en *stand-alone*). Or, la Valeur Transactionnelle repose sur le Plan d'Affaires du Management de la Société dont la réalisation en l'absence d'un rapprochement avec *Hologic* est peu probable. Cette Valeur Transactionnelle tient donc déjà compte implicitement d'une fraction de la valeur attendue du rapprochement avec le Groupe.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de *SuperSonic Imagine*.

Paris, le 28 août 2019.

Pour *Accuracy*,

Henri Philippe
Associé

Laura Surun
Directeur

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Madame Michèle Lesieur
Directrice générale de SuperSonic Imagine

ANNEXE 1

EXTRAIT DU RAPPORT DE SYNDEX



SUPERSONIC IMAGINE

**PROJET DE CESSION SUPERSONIC IMAGINE S.A.
PAR VOIE DE CESSION D'UN BLOC D' ACTIONS
SUIVIE D'UNE OPA ET D'UN ÉVENTUEL RETRAIT
DE LA CÔTE**

RAPPORT DE L'EXPERT COMPTABLE AU COMITÉ SOCIAL ET
ÉCONOMIQUE

JUILLET 2019

Intervenants : O. Bouisson,
A. Sette, J. Vayssière

Date : 24 juillet 2017

Mesdames, Messieurs,

Nous avons le plaisir de vous présenter notre rapport d'expertise en vue de la consultation du comité sur le projet de cession de la société Supersonic Imagine S.A. à la société Hologic Inc par voie de cession d'un bloc d'actions suivie d'une offre public obligatoire et d'un éventuel retrait de la côte.

Nous remercions nos différents interlocuteurs pour le temps qu'ils nous ont consacré au cours de cette mission.

Nous demeurons à votre disposition sur d'éventuelles questions ou sur tout point que vous souhaiteriez éclaircir.

En espérant que ce rapport contribuera aux prérogatives économiques qui sont les vôtres, nous vous remercions de la confiance que vous nous avez témoignée.

Pour le Cabinet SYNDEX

Olivier Bouisson

Expert-comptable

Julien Vayssière

Responsable de mission



SOMMAIRE

#1 - SUPERSONIC IMAGINE S.A.	P. 5
#2 – HOLOGIC	P. 21
#3 – L’OPÉRATION DE RACHAT DE SUPERSONIC IMAGINE S.A. PAR HOLOGIC INC	P. 27
#3A – Présentation de l’opération	P. 28
#3B – Le Business plan d’Hologic pour Supersonic	P. 31
#3C – Les conséquences de l’opération	P. 35

#1

SUPERSONIC IMAGINE S.A.

Présentation des chiffres clés



RAPPEL INTRODUCTIF

- ▶ Constituée en 2005, Supersonic Imagine est une société innovante de technologie médicale spécialisée dans l'imagerie échographique et cotée en bourse depuis 2014 sur le compartiment B d'Euronext à un prix de 11,7 €/action.
- ▶ La société conçoit, fabrique et commercialise une plateforme échographique dont la technologie exclusive ultrarapide (UltraFast™) a donné naissance à de nouveaux modes d'imagerie, aujourd'hui devenus des standards dans le parcours de soins non-invasifs pour la caractérisation des maladies du sein, du foie ou de la prostate.
- ▶ Supersonic Imagine détient 6 filiales aux USA, UK, Italie, Allemagne , Hong Kong et en Chine.
- ▶ Supersonic Imagine a développé une toute nouvelle architecture logicielle qui offre des capacités supérieures à l'échographie traditionnelle :
 - Mise en place d'Aixplorer avec de nombreuses mises à jour au fur et à mesure des années.
 - En 2018, la deuxième génération d'Aixplorer est commercialisée : Aixplorer MACH 30, une technologie brevetée en mesure de prendre 20 000 images/secondes, contre 500 pour les échographies conventionnelles. Elle a la capacité de mesurer en temps réel des paramètres tels que la densité des tissus et la pression des flux sanguins.
- ▶ Avantages d'Aixplorer MACH 30 :
 - Un moteur + puissant
 - Une meilleure interface utilisateur
 - Remote service
 - Simplification d'utilisation
 - Coûts de production + faibles (25 à 30 % de moins)
- ▶ Coûts de R&D pour le développement d'Aixplorer MACH 30 : 30 M€



UNE ANNÉE 2018 EN DEÇÀ DES PRÉVISIONS D'ACTIVITÉ ET DES PROJECTIONS À 3 ANS QUI PARAISSENT, EN L'ÉTAT ACTUEL, DIFFICILEMENT ATTEIGNABLES

- ▶ Un chiffre d'affaires de 24,6 M€ en 2018 contre 25,6 M€ prévus au budget 2018 révisé (retard de lancement d'Aixplorer MACH 30)
 - Les ventes France, Europe et Chine représenteraient environ 60% du CA (dont 40% en Chine)
- ▶ Le taux de marge brute ressort également en repli de – 2 points par rapport aux prévisions
 - Retard sur les ventes mach 30 qui présenteraient de meilleurs taux de marge
 - Pénétration du marché US particulièrement compliquée qui offrirait des marges plus importantes
- ▶ De nombreuses opérations de financement (levées de fonds, emprunts...) à destination de la R&D
- ▶ Une procédure judiciaire lancée par son concurrent américain VERASONICS, qui l'a accusée d'enfreindre ses brevets et de détourner des secrets de fabrication. Débuté en novembre 2017, cette plainte a été retirée en mai 2019 après la signature d'un accord entre les deux parties.



LA SITUATION AU 30 JUIN 2019 CONFIRME LA SURESTIMATION DE CES PRÉVISIONS

<i>En milliers d'euros</i>	Note	30 juin 2019	30 juin 2018
Chiffre d'affaires	4	11 792	11 180
Autres revenus	5	82	0
Revenus		11 874	11 180
Coût des ventes	22	(6 206)	(6 619)
Marge brute		5 668	4 561
<i>Marge brute sur chiffre d'affaires⁽¹⁾</i>		5 586	4 561
<i>Taux de marge brute en % du chiffre d'affaires⁽²⁾</i>		47,4%	40,8%
Frais de recherche et développement	23	(2 061)	(1 597)
Frais commerciaux et de marketing	24	(5 829)	(5 322)
Frais généraux et administratifs	25	(2 121)	(2 408)
Frais Opérations	26	(846)	(700)
Autres produits / (charges) opérationnels	27	-	91
Résultat opérationnel courant		(5 188)	(5 374)
Autres produits / (charges) opérationnels non courants	28	(7 550)	(827)
Résultat opérationnel		(12 740)	(6 202)
Produits financiers		120	29
Charges financières		(1 265)	(952)
Résultat financier	30	(1 145)	(923)
Résultat avant impôts		(13 885)	(7 125)
Charge d'impôts sur le résultat		(7)	(55)
Résultat net		(13 891)	(7 179)
Résultat revenant aux :			
Actionnaires de la Société		(13 891)	(7 179)
Intérêts minoritaires		-	-
Résultat par action :			
De base (en euros)	31	(0,60)	(0,31)
Dilué (en euros)	31	(0,60)	(0,31)

- ▶ En effet, le chiffre d'affaires réalisé sur le premier semestre ne représente qu'un tiers du chiffre d'affaires projeté sur l'exercice 2019.
- ▶ Par ailleurs, la situation au 30 juin montre des charges opérationnelles non courantes de près de 7,6 M€.
- ▶ Le résultat net semestriel s'inscrit ainsi à - 13,9 M€ contre -7,2 M€ sur la période précédente.

⁽¹⁾ Marge brute sur chiffre d'affaires = Chiffre d'affaires – Coûts des ventes

⁽²⁾ Taux de marge brute sur chiffre d'affaires = Marge brute sur chiffre d'affaires / Chiffre d'affaires

UNE CROISSANCE DE + 6 % DU CHIFFRE D'AFFAIRES AU S1 2019 MAIS QUI RESTE EN VALEUR PROCHE (+ 0,7 M€) DE LA TENDANCE DU S1 2018

<i>En milliers d'euros</i>	2019	2018	Variation (%)
Produits	5 122	4 213	+22%
<i>% du CA total</i>	85%	84%	
Services	916	817	+12%
<i>% du CA total</i>	15%	16%	
Chiffre d'affaires T1	6 038	5 030	+20%
Produits	4 783	5 274	-9%
<i>% du CA total</i>	83%	86%	
Services	972	877	+11%
<i>% du CA total</i>	17%	14%	
Chiffre d'affaires T2	5 754	6 150	-6%
Produits	9 905	9 487	+4%
<i>% du CA total</i>	84%	85%	
Services	1 887	1 693	+11%
<i>% du CA total</i>	16%	15%	
Autres revenus	82	-	-
Revenus totaux S1	11 874	11 180	+6%

Données chiffrées en cours d'audit

- ▶ Avec une croissance de + 6 % par rapport au premier semestre de 2018, Supersonic augmente également ses ventes de produits de + 4 % et les ventes de services de + 11%.
- ▶ La Chine maintient un rythme de croissance élevé représentant plus de la moitié des revenus du groupe.
- ▶ Les ventes en Asie progressent de + 30 % alors que les zones EMEA et Amériques reculent de – 8 % et - 34 %.

- ▶ Au 2^{ème} semestre 2019
 - Un repli de – 6 % du chiffre d'affaires par rapport au deuxième semestre de 2018
 - La direction commerciale aurait été directement impactée par l'annonce de l'offre du groupe Hologic avec de nombreux distributeurs ayant repoussé leurs commandes
 - Les ventes de produits ont diminué de – 9 % à 4,8 M€ (vs. 5,3 M€ au T2 2018). Les ventes de Services qui représentent 17 % du chiffre d'affaires trimestriel, maintiennent quant à elles leur progression avec une augmentation de + 11 %.
 - Une croissance de 40 % pour la Chine représentant 59 % du chiffre d'affaires du groupe.
 - Les ventes en France et aux États-Unis sont en recul de respectivement – 12 % et – 35 %. Cette baisse conjoncturelle s'explique par le décalage de certaines commandes et devraient être rattrapées, selon votre direction, à partir du second semestre.







DES LEVÉES DE FONDS ET DES EMPRUNTS SUCCESSIFS DANS LES TEMPS POUR COUVRIR LES BESOINS DE TRÉSORERIE ET LES INVESTISSEMENTS

- ▶ Un Crédit Impôt Recherche de + 2 M€
- ▶ En 2017
 - Finalisation d'un prêt de 12M€ avec la société Kreos et versement de la première tranche de 6M€
 - Augmentation de capital d'un montant de 11,5M€
 - Versement de la deuxième tranche de 6M€ du prêt Kreos
- ▶ En 2018
 - Finalisation d'un prêt de 12 M€ avec la société Kreos et versement de la première tranche de 6M€ (la seconde tranche devait être versée en 2019 sous réserve d'une levée de fonds effective de l'atteinte d'un niveau d'EBITDA)
 - Obtention d'un prêt de 2M€ auprès de Bpifrance
- ▶ En 2019
 - Un prêt BPI de 750 K€
- ▶ A noter également que d'autres instruments de trésorerie sont utilisés régulièrement : affacturage, préfinancement des crédits d'impôts

UNE SITUATION FINANCIÈRE QUI CONTINUE DE SE DÉGRADER AU 30 JUIN 2019 ET DES CAPITAUX PROPRES QUI DEVIENNENT NÉGATIFS

Actifs

<i>En milliers d'euros</i>	Note	30 juin 2019	31 Déc. 2018
Immobilisations incorporelles	7	16 538	16 049
Immobilisations corporelles	8	4 846	4 865
Droits d'utilisation d'actifs corporels au titre des contrats de location	9	190	387
Autres actifs non courants	10	420	415
Total des actifs non courants		21 994	21 716
Stocks	11	7 143	6 664
Clients et comptes rattachés	12	8 465	10 176
Autres actifs courants	13	4 906	4 129
Trésorerie et équivalents de trésorerie	14	3 051	8 593
Total des actifs courants		23 565	29 562
Total de l'actif		45 559	51 278

Passifs

<i>En milliers d'euros</i>	Note	30 juin 2019	31 Déc. 2018
Capital	15	2 342	2 342
Primes d'émission	15	5 769	19 365
Réserves consolidées		4 855	4 149
Participations ne conférant pas le contrôle		-	-
Résultat		(13 891)	(13 294)
Total des capitaux propres		(925)	12 562
Dettes financières – Part long terme	16	13 280	15 043
Engagements de retraite		571	529
Provisions et autres passifs non courants	17	1 113	1 081
Passifs locatifs non courants	9	86	78
Total des passifs non courants		15 050	16 731
Dettes financières – Part court terme	16	13 784	9 832
Fournisseurs et dettes rattachées	18	8 693	6 170
Provisions et autres passifs courants	19	8 878	5 617
Passifs locatifs courants	9	79	366
Total des passifs courants		31 434	21 985
Total du passif		46 484	38 716
Total du passif et des capitaux propres		45 559	51 278

UN ENDETTEMENT FINANCIER NET DE 24 M€ (27 M€ DE DETTES FINANCIÈRES DIMINUÉES DE LA TRÉSORERIE DISPONIBLE) AU 30 JUIN 2019

<i>En milliers d'euros</i>	30 juin 2019	31 déc. 2018
Non courant		
Avance remboursable Oséo – Tuce	204	204
Avance remboursable Oséo – Icare	1 352	1 338
Emprunts à long terme	4 744	3 726
Emprunt obligataire	6 980	9 775
Total non courant	13 280	15 043
Courant		
Avance remb. Business France	15	15
Avance remboursable Oséo – Tuce	204	204
Emprunts à court terme	7 602	5 063
Emprunt obligataire	5 963	4 550
Total courant	13 784	9 832

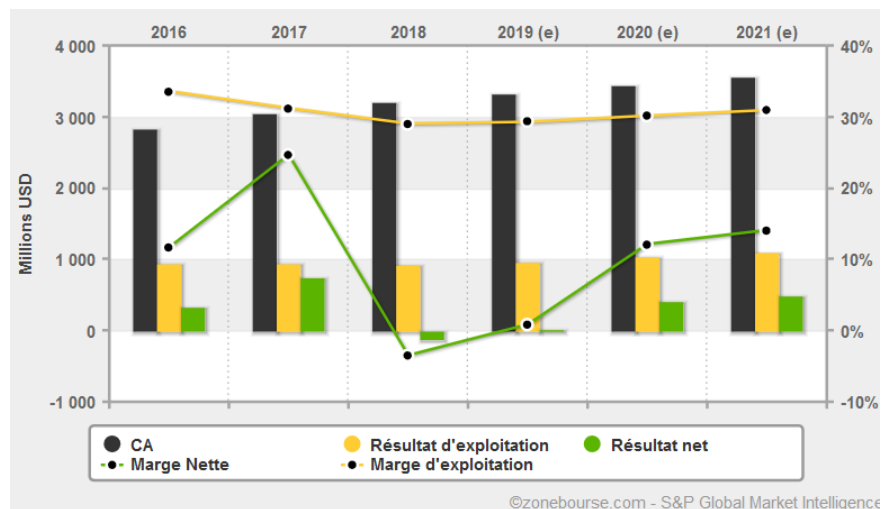


#2

HOLOGIC

Présentation des chiffres clés

UN GROUPE QUI PÈSE PLUS DE 3,2 MD\$ DE CHIFFRE D'AFFAIRES EN 2018 ET QUI PRÉSENTE UNE PROFITABILITÉ D'EXPLOITATION DE PRÈS DE 30 %



Données Annuelles du Compte de Résultat

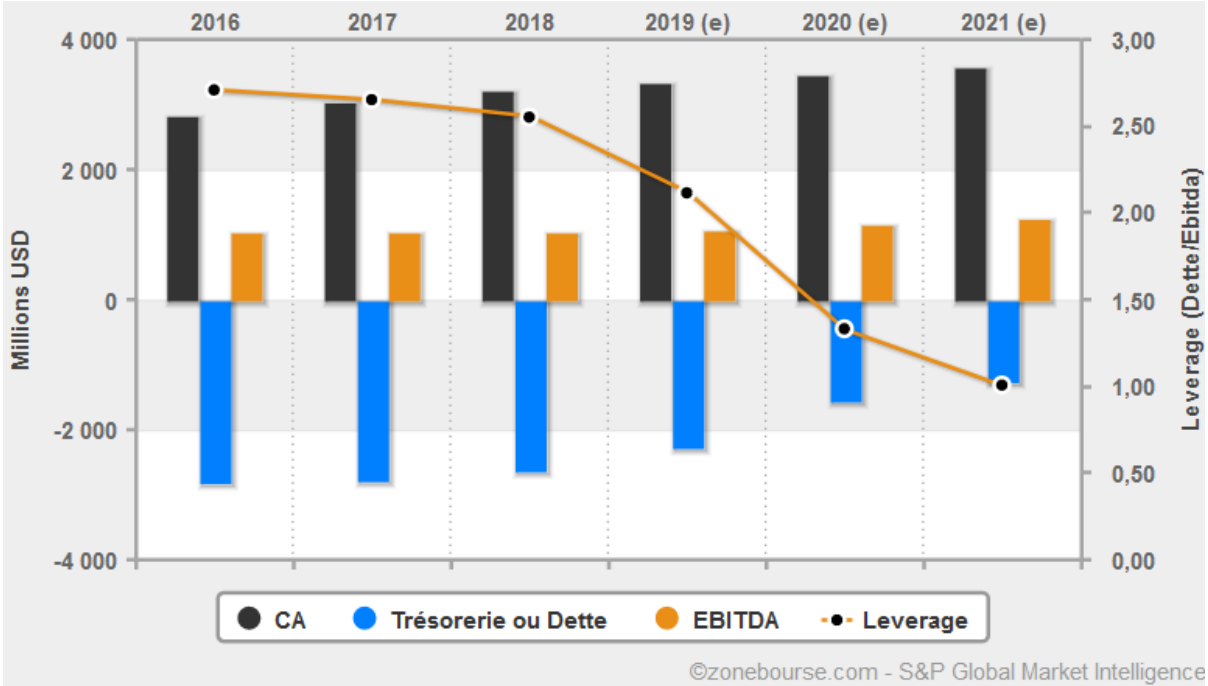
Période Fiscale Septembre	Données Réelles en M \$			Données Estimées en M \$		
	2016	2017	2018	2019 (e)	2020 (e)	2021 (e)
CA	2 833	3 059	3 218	3 337	3 455	3 574
EBITDA	1 032	1 049	1 031	1 075	1 177	1 253
Résultat d'exploitation (EBIT)	952	955	935	977	1 042	1 105
Résultat Avt. Impôt (EBT)	415	1 231	-419	-0,50	558	663
Résultat net	331	756	-111	29,1	420	504
PER	33,5x	13,9x	-102x	510x	30,5x	23,3x
BNA (\$)	1,16	2,64	-0,40	0,10	1,60	2,09
Dividende / Action (\$)	-	-	-	-	-	-
Rendement	-	-	-	-	-	-
Cours de référence (\$)	38,830	36,690	40,980	48,830	48,830	48,830
Date de publication	02/11/2016 20:01	08/11/2017 21:01	07/11/2018 21:01	-	-	-

UN CHIFFRE D’AFFAIRES QUI SE CONCENTRE SUR LES US À PRÈS DE 75 %

Revenues by geography as a percentage of total revenues were as follows:

	Three Months Ended		Nine Months Ended	
	June 30, 2018	July 1, 2017	June 30, 2018	July 1, 2017
United States	74.9%	76.7%	75.0%	78.1%
Europe	11.4%	9.4%	11.8%	9.9%
Asia-Pacific	9.0%	8.7%	8.5%	7.9%
Rest of World	4.7%	5.2%	4.7%	4.1%
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

UN CHIFFRE D’AFFAIRES EN CONSTANTE PROGRESSION DEPUIS 2016 ET UNE TRÉSORERIE DISPONIBLE D’ENVIRON 600 M\$ EN 2019



COMPTES DE RÉSULTATS CONSOLIDÉS D'HOLOGIC (EN %)

	Fiscal Years Ended		
	September 29, 2018	September 30, 2017	September 24, 2016
Revenues:			
Product	82.2 %	83.0 %	84.0 %
Service and other	17.8 %	17.0 %	16.0 %
	100.0 %	100.0 %	100.0 %
Costs of revenues:			
Product	27.6 %	28.8 %	26.7 %
Amortization of intangible assets	9.9 %	9.7 %	10.4 %
Service and other	9.8 %	8.5 %	7.7 %
Gross Profit	52.7 %	53.0 %	55.2 %
Operating expenses:			
Research and development	6.8 %	7.6 %	8.2 %
Selling and marketing	16.9 %	16.3 %	14.7 %
General and administrative	11.4 %	11.2 %	9.4 %
Amortization of intangible assets	1.8 %	2.0 %	3.2 %
Impairment of intangible assets	1.4 %	— %	— %
Impairment of goodwill	21.3 %	— %	— %
Gain on sale of business	— %	(29.4)%	— %
Restructuring charges	0.4 %	0.4 %	0.4 %
	60.1 %	8.1 %	35.9 %
(Loss) income from operations	(7.4)%	44.8 %	19.4 %
Interest income	0.2 %	0.1 %	— %
Interest expense	(4.6)%	(5.0)%	(5.5)%
Debt extinguishment losses	(1.4)%	(0.1)%	(0.2)%
Other income, net	0.2 %	0.4 %	0.9 %
(Loss) income before income taxes	(13.0)%	40.2 %	14.7 %
(Benefit) provision for income taxes	(9.5)%	15.5 %	3.0 %
Net (loss) income	(3.5)%	24.7 %	11.7 %



#3

L'OPÉRATION DE RACHAT DE SUPERSONIC IMAGINE S.A. PAR HOLOGIC INC

#3A

Présentation de l'opération

UNE OFFRE QUI SE DÉCLINE EN DEUX ÉTAPES

- ▶ Hologic annonce le 21 juin 2018 son intention d'acquérir Supersonic Imagine au prix d'1,5 € l'action
 - A l'annonce de cette offre, le cours de la Bourse de SSI a bondi de plus de 40%
- ▶ L'opération devrait se dérouler en 2 étapes :
 - 1^{ère} étape : Hologic se porterait acquéreur de 46 % du capital auprès des 5 principaux actionnaires (Bpifrance, Andera Partners, Auriga Partners, Mérieux Participations et CDC PME Croissance)
 - 2^{ème} étape : Hologic lancerait une offre publique d'achat obligatoire en numéraire (OPA) portant sur l'ensemble des actions restantes sur le marché.
- ▶ Hologic, au travers de son offre, s'est engagée sur un investissement global à hauteur de 75,2 M€ dont :
 - Rachat de 100 % des actions SSI à hauteur de 37,5 M€
 - Une couverture de l'endettement de SSI jusqu'à 37,7 M€ maximum
 - Pour environ 30 M€ de passif SSI à ce jour selon votre direction



#3B

Le Business plan d'Hologic pour Supersonic







#3C

Les conséquences de l'opération

UNE OPÉRATION QUI PRÉSENTERAIT DES OPPORTUNITÉS POUR LES DEUX PARTIES

▶ Pour Supersonic Imagine :

- Adossement à un acteur de taille mondiale disposant d'une surface financière importante
- Développement d'un réseau commercial international et pénétration du marché américain
- Réduction de ses coûts financiers
- Amélioration de l'image de Supersonic Imagine auprès de ses fournisseurs, clients et prospects

▶ Pour Hologic :

- Acquisition d'une entreprise innovante dans le secteur de l'imagerie médicale
- Acquisition de technologies complémentaires à l'offre globale du Groupe (diagnostic)
- Disposer d'un avantage concurrentiel actuel et/ou futur
- Profiter d'un centre d'excellence mondial reconnu dans l'ultrason à Aix-en-Provence

MAIS DES DOUTES SUR LA RÉALISATION DU BP QUI NÉCESSITENT SELON NOUS DES ENGAGEMENTS PLUS VOLONTARISTES SUR CERTAINS SUJETS ET DANS LE TEMPS

- ▶ Des investissements pas exclusivement orientés vers la R&D
- ▶ Le maintien du centre d'excellence et des emplois opérationnels sur Aix-en-Provence au-delà de 12 mois
- ▶ Quid des effectifs des fonctions « supports » et des commerciaux ?
 - Maintien de l'organisation actuellement en vigueur ?
 - Quelles mutualisations et synergies prévues ?
 - Quel accompagnement prévu en cas de restructuration et de suppression éventuelle de postes ?



Syndex AQUITAINE

Bordeaux - Tél. : 05 56 89 82 59 - contact-aqu@syndex.fr

Syndex AUVERGNE-LIMOUSIN

Clermont-Ferrand - Tél. : 04 73 98 53 24 - contact-av@syndex.fr

Syndex BOURGOGNE FRANCHE-COMTÉ

Besançon - Tél. : 03 81 47 71 80

contact-bfc@syndex.fr

Syndex BRETAGNE

Rennes - Tél. : 02 99 87 16 87

Quimper - Tél. : 02 98 53 35 93

contact-bzh@syndex.fr

Syndex GRAND EST

Villers-lès-Nancy - Tél. : 03 83 44 72 61 - contact-lor@syndex.fr

Strasbourg - Tél. : 03 88 79 20 10 - contact-als@syndex.fr

Syndex HAUTS DE FRANCE

Villeneuve-d'Ascq - Tél. : 03 20 34 01 01 - contact-hdf@syndex.fr

Syndex ILE DE FRANCE

Paris - Tél : 01 44 79 13 00 - contact-idf@syndex.fr

Syndex NORMANDIE

Hérouville-Saint-Clair - Tél. : 02 14 99 50 50 - contact-normandie@syndex.fr

Syndex OCCITANIE MÉDITERRANÉE

Montpellier - Tél. : 04 67 10 49 90 - contact-lr@syndex.fr

Syndex OCCITANIE PYRÉNÉES

Toulouse - Tél. : 05 61 12 67 20 - contact-mp@syndex.fr

Syndex PAYS DE LA LOIRE – POITOU-CHARENTES

Avrillé - Tél. : 02 41 68 91 70

Nantes - Tél. : 02 40 72 82 40

contact-pdl@syndex.fr

Syndex PROVENCE ALPES CÔTE-D'AZUR

Aix-en-Provence - Tél. : 04 42 93 73 53 - contact-paca@syndex.fr

Syndex RHÔNE ALPES

Villeurbanne - Tél. : 04 72 56 22 90 - contact-ra@syndex.fr

CHSCT

Tél : 01 44 79 15 20

contact-chsct@syndex.fr

ANNEXE 2

AVIS DU CSE

Comité Social et Économique – Procès-Verbal

25 juillet 2019

Présents :

Michèle Lesieur, Directrice Générale

Membres du CSE

Votant

Michèle Jouanneau (Titulaire)
Arnaud Joubel (Titulaire)
Killian Gobin-Gallon (Titulaire)
Mathieu Bardonnanche (Titulaire)
François Boudet (suppléant pour Titulaire absent Mathilde Hubert)
Céline Leyrit (suppléante pour Titulaire absent)
Samy Constans, Secrétaire Adjoint

Non-votant

Lysadie Colin (Suppléante)
Murat Fersatoglu (Suppléant)
Christophe Masson (Suppléant)

Invités :

Florence Pourchelle (DRH)
Julien Vayssière (Expert Syndex)
Anthony Sette (Expert Syndex)
Clémentine Didden (Expert Syndex)

Excusés :

Aurélie Alfonso (Titulaire)
Samy Constans (Titulaire, Secrétaire Adjoint)
Mathilde Hubert (Titulaire, Secrétaire)

Le CSE a reçu une note d'information le 21 juin 2019 l'informant d'un projet d'Offre Publique d'Achat de la part d'Hologic Inc., suite à la cession d'actions représentant 46% des parts de Supersonic Imagine. Suite à cette information, le CSE a été convoqué à une réunion plénière le 25 juin 2019, lors de laquelle la Direction a expliqué sa note d'information. Le CSE a renoncé à déclencher le droit d'alerte économique sur lequel il avait travaillé, la situation financière de l'entreprise étant très préoccupante depuis de nombreux mois.

Suite à cette information, le CSE a obtenu l'assistance du cabinet d'expertise Syndex pour l'aider à acquérir toutes les informations nécessaires à la rédaction de cet avis. Deux réunions hebdomadaires avec la Direction ont été mises en place pendant un mois. A la demande des élus, un échange téléphonique a eu lieu entre le CSE et la Direction d'Hologic le 11 juillet 2019 en vue d'obtenir des éléments plus précis et des engagements fermes sur le maintien et le développement des emplois et de l'activité, sa localisation, le plan d'investissement, le business plan... Des réponses écrites ont été reçues par le CSE le 20 juillet 2019. Cet avis sera soumis au vote des élus le 25 juillet 2019.

Le CSE avait 1 mois pour rendre son avis (R. 2312-6) à compter de la date d'information. Dans le contexte d'une OPA, la date d'information est celle du dépôt du projet d'Offre Publique d'Achat auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (article L. 2312-46). A ce jour, ce projet d'offre n'a toujours pas été déposé à l'AMF. Malgré ce problème évident de procédure, le CSE a accepté de rendre cet avis avant même d'avoir été dûment informé. L'avis étant un pré-requis visiblement nécessaire à l'acquisition des 46% de la société, et donc à la couverture des besoins de trésorerie par Hologic, le CSE a montré tout au long de cette consultation sa bonne volonté pour arriver à rendre un avis argumenté au plus tôt.

Malgré de très nombreux échanges et questions posées à la Direction de Supersonic Imagine et d'Hologic, il n'a pas été possible d'avoir des informations précises et chiffrées à moyen terme pour lever les nombreuses inquiétudes du CSE sur ce projet d'OPA.

Concernant le maintien de l'ensemble des emplois en France et la localisation des bureaux de Supersonic Imagine à Aix-en-Provence, Hologic nous a indiqué "qu'il n'est actuellement pas prévu de modifier la structure, les sites d'activité et la localisation des effectifs dans les douze mois qui suivent la réalisation de l'opération". De plus, Hologic nous indique ne pas prévoir

"actuellement de réorganisation ou de transferts de salariés [...] pendant une période jusqu'à dix-huit mois après la réalisation de l'opération envisagée". Malgré nos demandes répétées d'engagement à plus long terme (3 ans), il n'a pas été possible d'obtenir davantage. De plus, l'engagement n'est ni ferme ni définitif car le terme *"actuellement"* nous incite à penser qu'Hologic peut changer d'avis. Les intentions affichées semblent bonnes, mais les élus n'ont pas réussi à obtenir d'engagement plus ferme. Par ailleurs, le rapport d'expertise Syndex a mis en évidence que la masse salariale des équipes General & Administration (IT, RH, Finances, Q&R, Direction) est amenée à baisser pendant les 3 prochaines années. De même, aucun élément n'a été communiqué concernant l'évolution de la masse salariale des Opérations. Cela nous amène à penser qu'une restructuration de ces équipes serait envisagée par Hologic. Hologic a indiqué vouloir que Supersonic Imagine devienne leur *"centre d'excellence Ultrasons à Aix-en-Provence"*, ce qui est de nature à rassurer les équipes R&D, mais le CSE est très inquiet pour l'avenir des autres métiers de l'entreprise, et notamment les fonctions "support" (G&A) et les Opérations.

D'un point de vue financier, ce projet d'OPA semble être une bonne opération pour Supersonic Imagine, compte tenu des difficultés financières de l'entreprise. Hologic s'est engagé à régler toutes les dettes de SSI, à hauteur de 37,7 millions d'euros. L'ensemble de l'opération (cession d'actions + OPA + dettes rachetées) coûterait environ 75 millions d'euros. Ce rachat permet donc à l'entreprise d'avoir plus de moyens pour se sortir des difficultés financières actuelles.

En terme de croissance, Hologic envisage une croissance à deux chiffres pour Supersonic Imagine dès 2019. Le rapport Syndex a montré que la part du chiffre d'affaires projetée sur les activités de Service est très faible, tout comme l'impact des ventes sur le marché US. Au vu des résultats du premier semestre 2019, et d'après le rapport d'expertise Syndex, ces objectifs paraissent tout à fait inatteignables. Les business plans des années précédentes ont d'ailleurs toujours été trop optimistes par rapport aux résultats effectivement réalisés, et ces objectifs suite au rachat sont dans la même lignée. Il n'a pas été possible d'obtenir d'Hologic d'engagement ferme quant au maintien de l'emploi si ces hypothèses budgétaires n'étaient pas réalisées. Les élus s'inquiètent donc fortement des conséquences sociales si l'entreprise n'atteint pas ces objectifs de chiffre d'affaires sur les années à venir.

Les élus du CSE ont également demandé à avoir des engagements sur le plan d'investissement à venir, mais rien de concret n'a été communiqué : pas de plan d'investissement, pas de chiffrages, pas d'engagement. A peine Hologic convient-il que des investissements seront effectués en R&D afin que Supersonic Imagine devienne le centre R&D mondial Ultrasons. Mais qu'en est-il de tous les autres départements de l'entreprise ?

Les élus du CSE demandent à la Direction d'Hologic de s'engager fermement pendant 3 ans sur le maintien de l'emploi de Supersonic Imagine et sur le maintien de la localisation dans le bassin d'emploi d'Aix-en-Provence.

Les élus du CSE demandent à la Direction d'Hologic de s'engager fermement à ce qu'aucune conséquence sociale ne découle des hypothèses budgétaires himalayennes annoncées.

Les élus du CSE demandent à la Direction d'Hologic de s'engager fermement à investir à moyen terme (au moins sur 3 ans) dans tous les départements de Supersonic Imagine, et pas seulement en R&D.

Les élus du CSE demandent à la Direction d'Hologic de fournir un plan précis des effectifs par service sur 3 ans.

Les élus du CSE demandent à la Direction d'Hologic de s'engager fermement à reclasser et former tous les salariés qui seraient amenés à perdre leur poste, sur 3 ans.

Au vu de l'assise financière du groupe Hologic, le CSE est convaincu qu'Hologic est en capacité de répondre favorablement aux demandes d'engagement ferme exprimées dans cet avis. Hologic affiche depuis le début de bonnes intentions et les activités opérationnelles semblent complémentaires, mais compte tenu du manque d'informations et d'engagements fermes à ce jour, le CSE ne peut qu'être inquiet sur les conséquences sociales de ce rachat. Le CSE est donc très réservé sur cette Offre Publique d'Achat, et sera extrêmement vigilant sur la poursuite de ce projet.

Pour	6
Contre	0
Abstention	0

Nombre de votants : 6

Le CSE souhaite préciser que, conformément à la loi, si le projet d'offre finalement déposé à l'AMF est différent de la note d'information qui a été communiquée le 21 juin 2019, cette consultation et cet avis mis au vote deviennent caduques et une nouvelle information-consultation devra avoir lieu

Validation de l'extrait :

Signature Président du CSE,



Pour le Secrétaire,

