

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPOSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

MEDICREA INTERNATIONAL

INITIEE PAR LA SOCIETE

COVIDIEN GROUP



Le présent projet de note en réponse (le "**Projet de Note en Réponse**") a été établi et déposé auprès de l'AMF le 11 septembre 2020, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF").

**CETTE OFFRE ET LE PROJET DE NOTE EN REPOSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE
L'AMF**

AVIS IMPORTANT

En application de l'article 231-19 et 261-1 et articles suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport de la société ORFIS, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Des exemplaires du présent Projet de Note en Réponse sont disponibles sur les sites Internet de la société Medicea International (www.medicrea.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société Medicea International sis 5389, Route de Strasbourg Vancia, 69140 Rillieux-la-Pape.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, le document d'information relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société Medicea International sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat, dans les mêmes conditions.

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE ET RAISONS DE L'OFFRE.....	6
2.1	CONTEXTE DE L'OFFRE	6
2.2	SIGNATURE DU <i>TENDER OFFER AGREEMENT</i>.....	6
2.3	MOTIFS DE L'OFFRE.....	8
2.4	INTENTIONS CONCERNANT LE MAINTIEN DE LA COTATION DE LA SOCIETE A L'ISSUE DE L'OFFRE	8
2.5	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	9
3.	AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE MEDICREA	21
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MEDICREA	21
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MEDICREA	27
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES.....	28
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	28
8.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	28
8.1	LES ENGAGEMENTS D'APPORT DE CERTAINS ACTIONNAIRES DE LA SOCIETE	28
8.2	LE CONTRAT DE CONSULTING CONCLU ENTRE L'INITIATEUR ET DENYS SOURNAC	29
9.	ELEMENTS CONCERNANT MEDICREA SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	30
9.1	STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE.....	30
9.2	DISPOSITIONS DES STATUTS LIMITANT L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET LES TRANSFERTS D' ACTIONS	31
9.3	PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE.....	32
9.4	LISTE DES DETENEURS DE TOUS TITRES CONFERANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DESDITS DROITS DE CONTROLE	33
9.5	MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	33
9.6	ACCORDS ENTRE LES ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAINDER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	33
9.7	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET LE REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QUE LA MODIFICATION DES STATUTS DE MEDICREA	33

9.8	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, NOTAMMENT CONCERNANT L'EMISSION ET LE RACHAT D' ACTIONS	34
9.9	ACCORDS QUI SERONT MODIFIES OU RESILIES EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE MEDICREA, SAUF SI CETTE DIVULGATION, A L'EXCEPTION DES OBLIGATIONS LEGALES RELATIVES A LA DIVULGATION, DOIT PORTER ATTEINTE DE MANIERE SUBSTANTIELLE AUX INTERETS DE LA SOCIETE	37
9.10	ACCORDS AU REGARD DE LA REMUNERATION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DES EMPLOYES DANS L'EVENTUALITE DE LEUR DEMISSION OU LICENCIEMENT SANS RAISONS MATERIELLES OU DE CESSATION DE LEUR EMPLOI PAR SUITE DE L'OFFRE	37
9.11	MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MISES EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE	37
10.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	37
11.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	37

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

Conformément au Titre III du Livre II, et plus particulièrement aux articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Covidien Group S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est sis Espace Monterey, 40 avenue Monterey, Ground Floor, L-2163 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, immatriculée sous le numéro B61111 ("**Covidien Group**" ou l'"**Initiateur**"), et qui est détenue indirectement en propriété exclusive par Medtronic plc, une société de droit irlandais, dont le siège social est sis 20 On Hatch, Lower Hatch Street, Dublin 2, Irlande, immatriculée en Irlande sous le numéro 545333 ("**Medtronic**"), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Medicea International, une société anonyme française au capital social de 3.393.541,28 euros, dont le siège social est sis 5389, route de Strasbourg Vancia, 69140 Rilleux-la-Pape, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon en France sous le numéro 393 175 807 ("**Medicea**" ou la "**Société**") et dont les actions sont négociées sur le marché réglementé Euronext Growth sous le code ISIN FR0004178572, d'acquérir la totalité de leurs actions Medicea (les "**Actions**") au prix unitaire de 7 euros par Action, dans les conditions décrites ci-après (l'"**Offre**").

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur ne détient aucune action de la Société.

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des Actions :

- (i) qui sont d'ores et déjà émises et n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre, soit, à la connaissance la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 20.518.633 Actions, représentant 96,74 % du capital social et 97,12 %¹ des droits de vote de la Société² ;
- (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.5.13 du Projet de Note en Réponse), à raison de l'exercice des bons de souscription d'actions émis par la Société (les "**BSA**")³, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 1.000.000 Actions, représentant 4,71 % du capital social et 4,17 % des droits de vote de la Société⁴ ; et
- (iii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice des stock-options attribuées par la Société (les "**Options**") pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.5.13 du Projet de Note en Réponse), et n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre, soit, à la connaissance

¹ En incluant les 2.756.200 droits de vote doubles qui seront perdus si les Actions sont apportées à l'Offre.

² Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020. Sont également visées les 73 actions auto-détenues, étant précisé que la Société s'est engagée, sur demande de l'Initiateur, à apporter les actions auto-détenues à l'Offre dans le cadre du *Tender Offer Agreement* (tel que défini à la section 2.2 du Projet de Note en Réponse).

³ Il est précisé que les BSA ne sont pas admis aux négociations sur Euronext Growth et sont tous détenus par Perceptive Credit Holdings II LP qui s'est engagé, dans le cadre de l'engagement d'apport conclu le 15 juillet 2020, à exercer ses BSA, à acquérir les Actions sous-jacentes à ces BSA et les apporter à l'Offre, comme décrit aux sections 2.5.2.2 et 8.1 du Projet de Note en Réponse.

⁴ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 30.000 Actions, représentant 0,14 % du capital social et 0,13 % des droits de vote de la Société⁵.

Ainsi, l'Offre ne porte pas sur :

- les 691.000 Actions Gratuites Non Disponibles (tel que ce terme est défini à la section 2.5.2.3 du Projet de Note en Réponse) sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité de l'attributaire) et ayant fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre ;
- les 90.000 Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini à la section 2.5.2.3 du Projet de Note en Réponse) sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire) et ayant fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre ; et
- les 1.096.669 Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des 1.096.669 Options qui ont fait l'objet d'un engagement de non-exercice et de non-apport à l'Offre.

En effet, l'Initiateur a proposé aux attributaires d'Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles (tel que ce terme est défini à la section 2.5.2.3 du Projet de Note en Réponse) ainsi qu'aux attributaires d'Options, à l'exception des Options Hors la Monnaie (tel que ce terme est défini à la section 2.5.2.4 du Projet de Note en Réponse) de conclure, sous certaines conditions, un Contrat de Liquidité décrit à la section 2.5.3 du Projet de Note en Réponse.

L'Offre porte ainsi au total sur un nombre maximum de 21.548.633 Actions.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société (à l'exception des actions faisant l'objet d'un contrat de liquidité) conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le "**Retrait Obligatoire**").

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le 11 septembre 2020, Société Générale et Bank of America Merrill Lynch International DAC succursale en France (les "**Etablissements Présentateurs**") ont déposé, en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre, le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur. Seule Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, à la date du Projet de Note en Réponse, (i) l'ouverture de l'Offre est soumise à l'obtention de l'autorisation préalable du Ministère de l'Economie et des Finances français conformément à l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier relatif aux investissements étrangers réalisés en France, et (ii) l'Offre est soumise à l'autorisation de l'opération de rapprochement au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de concurrence aux Etats-Unis, étant précisé que l'Initiateur se réserve le droit de renoncer à cette dernière condition.

⁵ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, et inclut également un seuil de renonciation, conformément à l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, tel que précisé à la section 2.5.5 du Projet de Note en Réponse.

2. CONTEXTE ET RAISONS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'OffreÀ la suite de contacts établis avec la Société, Medtronic a fait part de son intérêt pour un rapprochement lequel a été formalisé par une lettre d'intention en date du 28 mai 2020.

A la suite de la signature de cette lettre, l'Initiateur a eu accès, à compter du mois de juin 2020, à un nombre limité d'informations sur la Société dans le cadre d'une procédure dite de *data-room* 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 DOC-2016-08. La Société considère que cette data room ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique à la date des présentes.

Le 13 juillet 2020, préalablement à la signature de l'accord relatif à l'Offre, le conseil d'administration de la Société, statuant à l'unanimité, a émis un avis préliminaire favorable sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires, ses salariés et les autres parties prenantes en vue de soumettre l'Offre aux instances représentatives du personnel de la Société, et a autorisé la signature du *Tender Offer Agreement* (tel que ce terme est défini ci-dessous).

2.2 Signature du *Tender Offer Agreement*

A l'issue de ces travaux de *due diligence* et une série d'échanges entre les représentants de l'Initiateur et de la Société, un accord relatif à l'Offre a été conclu le 15 juillet 2020 entre l'Initiateur et la Société (le "*Tender Offer Agreement*"), soumis au droit français, détaillant les termes et conditions de la coopération entre l'Initiateur et la Société jusqu'à la réalisation de l'Offre et contenant notamment :

- (i) les principaux termes et conditions de l'Offre, tels que détaillés à la section 2.5 du Projet de Note en Réponse ;
- (ii) un engagement usuel pris par la Société de gestion dans le cours normal des affaires et de manière conforme aux pratiques antérieures ainsi que des engagements spécifiques comme celui de ne pas réaliser distribuer de dividendes, jusqu'à la date de réalisation définitive de l'opération ;
- (iii) l'engagement de la Société de résilier la convention de dépôt ("*Deposit Agreement*") conclue par la Société, The Bank of New York Mellon et les bénéficiaires d'*American Depositary Shares* (ADS), conformément aux termes et conditions de ladite convention ;
- (iv) l'engagement de la Société de faire en sorte que Medicea USA Corp. prenne les mesures nécessaires pour mettre fin à toute période d'option en cours au titre du Medicea USA Corporation Section 423 Employee Stock Purchase Plan ("*ESPP*") et exiger l'achat définitif d'actions avant la réalisation de l'Offre ;
- (v) l'engagement de la Société de faire en sorte que Medicea USA Corp. gèle le Plan 401(k) de la Société ;
- (vi) l'engagement de conclure un contrat de prestations de services de conseils entre l'Initiateur, IDS CO et Monsieur Denys Sournac tel que décrit à la section 8.2 Projet de Note en Réponse ;
- (vii) l'engagement de la Société d'exercer les promesses de vente dont bénéficient certains actionnaires minoritaires des filiales Medicea Belgium et Medicea Australia à la réalisation de l'Offre ;
- (viii) les déclarations et garanties usuelles consenties par la Société à l'Initiateur (comme par exemple, l'organisation et l'existence, la composition de son capital, l'exactitude de ses derniers comptes annuels consolidés, etc.) ; et

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

- (ix) la possibilité offerte à l'Initiateur à l'issue de l'Offre de désigner la majorité des membres du conseil d'administration de la Société et des autres sociétés du groupe et l'engagement de la Société de faire en sorte et prendre toutes les mesures nécessaires afin que ces personnes soient élues ou nommées.

Le *Tender Offer Agreement* prendra fin de plein droit le 31 janvier 2021, sous réserve notamment des cas de résiliation anticipée qui suivent :

- (i) l'Offre expire, n'est pas déclarée conforme ou n'a pas de suite positive, en raison du défaut d'obtention de l'une des conditions à l'ouverture ou à la réalisation de l'Offre ;
- (ii) le conseil d'administration de la Société décide notamment de changer sa recommandation de l'Offre ou de recommander ou conclure une opération concurrente avec un tiers* ; ou
- (iii) l'Offre est retirée conformément à l'article 232-11 du règlement général de l'AMF.

Le *Tender Offer Agreement* peut être résilié à la seule option de l'Initiateur en particulier si :

- (i) un effet défavorable important survient avant le dépôt de l'Offre ;
- (ii) les autorisations réglementaires telle que décrites aux sections 2.5.6.1 et 2.5.6.2 du Projet de Note en Réponse ne sont pas obtenues au plus tard le 31 janvier 2021 (sauf en cas de défaillance de l'Initiateur) ;
- (iii) la Société n'a pas respecté certains de ses engagements au titre du *Tender Offer Agreement* (en particulier ceux au titre de la gestion de la Société jusqu'à la réalisation de l'Offre)* ;
- (iv) un tiers dépose une offre publique d'achat sur la Société, qui constitue une offre supérieure, avant que l'Initiateur n'ait déposé l'Offre et que celle-ci ait été déclarée conforme par l'AMF ;
- (v) le conseil d'administration de la Société n'émet pas son avis motivé ou retire son avis motivé et/ou approuve ou recommande une offre concurrente supérieure* ;
- (vi) le conseil d'administration de la Société ne confirme pas son avis motivé dans les sept jours ouvrés suivant la réception d'une proposition d'opération concurrente d'un tiers* ;
- (vii) la Société a mis en œuvre des mesures visant à modifier sa substance, conformément à l'article 232-11 du règlement général de l'AMF ;
- (viii) les déclarations et garanties consenties par la Société ne sont substantiellement pas exactes ; ou
- (ix) en cas de violation (a) de l'engagement d'apport de Denys Sournac ou (b) d'engagements d'apport représentant une majorité des Actions visées par l'ensemble des Engagements d'Apports, tel que ce terme est défini à la section 8.1 du Projet de Note en Réponse, entraînant une absence de transfert des Actions concernées à l'Initiateur.

*Dans ces cas de résiliation anticipée, la Société devra payer à l'Initiateur une indemnité de résiliation d'un montant de 4.099.603 euros.

Enfin, le *Tender Offer Agreement* peut être résilié à la seule option de la Société en particulier si :

- (i) l'Initiateur ne dépose pas le projet d'Offre avant le 15 septembre 2020 ;
- (ii) les déclarations et garanties consenties par l'Initiateur ne sont substantiellement pas exactes ;
ou

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

- (iii) L'Initiateur ne procède pas à l'achat des titres apportés à l'Offre en application des Engagements d'Apports conclus avec certains actionnaires de la Société tels que définis à la section 8 du Projet de Note en Réponse.

La signature du *Tender Offer Agreement* a fait l'objet d'un communiqué de presse conjoint le 15 juillet 2020, disponible sur les sites Internet de Medtronic (www.medtronic.com) et de la Société (www.medicrea.com), décrivant les principales caractéristiques de l'Offre envisagée.

2.3 Motifs de l'Offre

Medicrea est la première société de l'industrie à proposer un ensemble complet de services pour le traitement personnalisé des pathologies du rachis. Ses objectifs sont d'améliorer les résultats et l'efficacité des chirurgies de la colonne vertébrale grâce à l'utilisation de données scientifiques pour la planification chirurgicale et la fabrication d'implants sur mesure. Medicrea est un pionnier dans la transformation de la chirurgie rachidienne par l'intelligence artificielle, la modélisation prédictive et les implants spécifiques aux patients.

Le groupe Medicrea est spécialisé dans l'intégration de services digitaux de planification préopératoire et d'analyses pré et postopératoires pour le traitement des pathologies complexes de la colonne vertébrale. Dans cette optique de médecine prédictive, Medicrea assure la conception, la fabrication intégrée et la distribution de plus de 30 familles de dispositifs implantables homologués par l'Administration américaine des denrées alimentaires et des médicaments.

En plus des services offerts avec ses implants personnalisés, Medicrea dispose d'une gamme étendue d'implants rachidiens, conçus pour traiter les pathologies de la colonne vertébrale à tous les niveaux (des cervicales aux vertèbres lombaires et au sacrum) et quelle qu'en soit la cause (que ce soit des scoliozes, des malformations, des maladies dégénératives, des traumatismes et des tumeurs).

Les capacités et les solutions de Medicrea en matière d'analyse de données, d'intelligence artificielle et d'implants personnalisés amélioreront la solution procédurale entièrement intégrée de Medtronic pour la planification et l'exécution chirurgicales.

En conséquence, Medtronic deviendra la première entreprise à être en mesure de proposer une solution intégrée comprenant une planification chirurgicale basée sur l'intelligence artificielle, des implants rachidiens personnalisés et une exécution chirurgicale assistée par robot, ce qui profitera considérablement aux clients et aux patients.

Medtronic bénéficiera en particulier de la plateforme MEDICREA® UNiD® ASI (Adaptive Spine Intelligence) conçue pour soutenir le flux de travail des chirurgiens dans la planification préopératoire et créer des solutions d'implants personnalisées pour la chirurgie.

2.4 Intentions concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

En application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions, si les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société.

En effet, en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce, les Actions Gratuites et les Actions sous-jacentes aux Options, soit un total de 1.877.669 Actions, représentant 8,85 % du capital social et 7,83 % des droits de vote de la Société⁶, faisant l'objet d'un Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini à la section 2.5.3 du Projet de Note en Réponse) seront assimilées aux actions de la Société détenues par l'Initiateur, sous réserve que l'Offre ait une suite positive. Ces actions assimilées ne seront pas transférées à l'Initiateur dans le

⁶ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les Actions autres que celles détenues par l'Initiateur. Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions d'Euronext Growth.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables. Dans ce cas, l'offre publique sera soumise au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celle-ci au vu notamment du rapport de l'expert indépendant qui sera désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

2.5 Caractéristiques de l'Offre

2.5.1 Dispositions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 11 septembre 2020 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire visant les actions de la Société, ainsi que le projet de note d'information. Seule Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les Actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 7 euros par Action. Ce prix repose sur l'hypothèse de l'absence de versement de dividende par la Société jusqu'au règlement-livraison de l'Offre (inclus) ou de l'Offre Réouverte (inclus), étant précisé qu'il est prévu à l'article 3.1.3 du *Tender Offer Agreement* un engagement de la Société de ne pas procéder à une telle distribution.

2.5.2 Titres ou droits donnant accès au capital social de Medicrea

2.5.2.1 *Actions visées par l'Offre*

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur ne détient aucune action de la Société.

- (i) qui sont d'ores et déjà émises et n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre, soit, à la connaissance la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 20.518.633 Actions, représentant 96,74 % du capital social et 97,12 % des droits de vote de la Société⁷ ;
- (i) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.5.13 du Projet de Note en Réponse), à raison de l'exercice des BSA⁸, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre

⁷ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020. Sont également visées les 73 actions auto-détenues, étant précisé que la Société s'est engagée, sur demande de l'Initiateur, à apporter les actions auto-détenues à l'Offre dans le cadre du *Tender Offer Agreement* (tel que défini à la section 2.2 du Projet de Note en Réponse).

⁸ Il est précisé que les BSA ne sont pas admis aux négociations sur Euronext Growth et sont tous détenus par Perceptive Credit Holdings II LP qui s'est engagé, dans le cadre de l'engagement d'apport conclu le 15 juillet 2020, à exercer ses BSA, à acquérir les Actions sous-jacentes à ces BSA et les apporter à l'Offre, comme décrit aux sections 2.5.2.2 et 8.1 du Projet de Note en Réponse.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

maximum de 1.000.000 Actions, représentant 4,71 % du capital social et 4,17 % des droits de vote de la Société⁹ ; et

- (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice des Options pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.5.13 du Projet de Note en Réponse), et n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 30.000 Actions, représentant 0,14 % du capital social et 0,13 % des droits de vote de la Société¹⁰.

Ainsi, l'Offre ne porte pas sur :

- les 691.000 Actions Gratuites Non Disponibles (tel que ce terme est défini à la section 2.5.2.3 du Projet de Note en Réponse) sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité de l'attributaire) et ayant fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre ;
- les 90.000 Actions Gratuites Non Acquises (tel que ce terme est défini à la section 2.5.2.3 du Projet de Note en Réponse) sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire) et ayant fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre ; et
- les 1.096.669 Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des 1.096.669 Options qui ont fait l'objet d'un engagement de non-exercice et de non-apport à l'Offre.

En effet, l'Initiateur a proposé aux attributaires d'Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles (tel que ce terme est défini à la section 2.5.2.3 du Projet de Note en Réponse) ainsi qu'aux attributaires d'Options, à l'exception des Options Hors la Monnaie (tel que ce terme est défini à la section 2.5.2.4 du Projet de Note en Réponse) de conclure, sous certaines conditions, un Contrat de Liquidité décrit à la section 2.5.3 du Projet de Note en Réponse.

L'Offre porte ainsi au total sur un nombre maximum de 21.548.633 Actions.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

2.5.2.2 Bons de souscription d'actions

Concomitamment à des augmentations de capital et une émission obligataire, la Société a émis en 2017 et 2018 des BSA.

Les Actions nouvelles susceptibles d'être souscrites au titre de l'exercice des BSA pourront être présentées à l'Offre.

Dans le cadre des Engagements d'Apport (tel que ce terme est défini à la section 8.1 du Projet de Note en Réponse), Perceptive Credit Holdings II LP ("**Perceptive**") s'est d'ailleurs engagé à exercer ses BSA et apporter les actions de la Société sous-jacentes dans le cadre de l'Offre¹¹.

⁹ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020.

¹⁰ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020.

¹¹ Il est précisé que Perceptive a souscrit le 27 novembre 2018 à des obligations émises par la Société, conformément à un contrat d'achat d'obligations (*Note Purchase Agreement*) en date du 26 novembre 2018, tel que modifié par un avenant du 17 septembre 2019 (les « **Obligations Perceptive** »), pour un montant total en nominal de 36.000.000 dollars US. Conformément aux termes et conditions du contrat d'achat d'obligations, le succès de l'Offre entraînera un remboursement anticipé des Obligations Perceptive. Pour plus de détails, veuillez-vous référer à la section 8.5 du document d'enregistrement universel 2019 de la Société. L'intention de l'Initiateur est de mettre en place, avant la clôture de l'Offre,

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

À la date du Projet de Note en Réponse, il existe 1.000.000 BSA détenus par Perceptive comme suit, les autres BSA émis ayant été exercés.

	BSA
Date d'émission	27 novembre 2018
BSA émis	1.000.000
BSA restants	1.000.000
Nombre d'actions susceptibles d'être émises	1.000.000
Prix d'exercice (EUR)	2,19
Date limite d'exercice	27 novembre 2025

2.5.2.3 Actions Gratuites

A la connaissance de l'Initiateur, la Société a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'actions au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux (les "**Actions Gratuites**"), tels que notamment décrits à la section 5.5.2 du document d'enregistrement universel de la Société.

Le tableau ci-dessous résume, à la connaissance de la Société, les principales caractéristiques des plans d'Actions Gratuites en cours¹² à la date du Projet de Note en Réponse :

Plan	Plan d'AGA 1	Plan d'AGA 2
Date du plan	17 mai 2018	17 mai 2018
Date d'attribution	20 décembre 2018	20 décembre 2018
Nombre total d'actions attribuées gratuitement	691.000	90.000
Date où l'acquisition des actions est confirmée et irrévocable	20 décembre 2019	20 décembre 2019
Date de création et livraison des actions	20 décembre 2019	20 décembre 2020
Date de fin de la période de conservation des actions	20 décembre 2020	20 décembre 2020

Les Actions Gratuites acquises au titre du plan d'attribution d'Actions Gratuites n° 1 ne seront disponibles qu'à compter du 20 décembre 2020 et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre (les "**Actions Gratuites Non Disponibles**"), sous réserve des cas de levée des indisponibilités en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire).

Il est précisé que les Actions Gratuites Non Disponibles incluent les 480.000 Actions détenues par Monsieur Denys Sournac, Monsieur Fabrice Kilfiger et Monsieur David Ryan, à hauteur de 300.000, 90.000 et 90.000,

un accord de financement avec la Société, dans des termes équivalents aux Obligations Perceptive, afin que la Société dispose des fonds nécessaires pour faire face à l'obligation de remboursement anticipé.

¹² Ce tableau ne présente pas les plans d'Actions Gratuite dont les Actions ont été pleinement acquises et sont disponibles à la date du Projet de Note en Réponse.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

respectivement, soumises à une obligation de conservation du fait de leur 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 Société.

Les Actions Gratuites attribuées dans le cadre du plan d'attribution d'Actions Gratuites n° 2 ne seront remises et disponibles qu'à compter du 20 décembre 2020 et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre (les "**Actions Gratuites Non Acquises**" ensemble avec les Actions Gratuites Non Disponibles, les "**Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles**"), sous réserve des cas d'acquisition anticipée en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire).

Les titulaires d'Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles ont conclu un Contrat de Liquidité, tel que décrit à la section 2.5.3 du Projet de Note en Réponse, aux termes duquel ils se sont notamment engagés à ne pas apporter leurs Actions Gratuites à l'Offre.

2.5.2.4 Options

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'Options au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux, tels que notamment décrits à la section 5.5.1 du document d'enregistrement universel de la Société.

Le tableau ci-dessous résume, à la connaissance de la Société, les principales caractéristiques des Options en cours à la date du Projet de Note en Réponse :

Plan	PO 28242014	SOP 2017 R	SOP 12 2017 US	SOP 12 2017 R	SOP 12 2017 US2	SOP 08 2018 US	SOP 12 2018 US
Date du plan	17 décembre 2013	14 septembre 2017	22 décembre 2017	22 décembre 2017	22 décembre 2017	17 mai 2018	17 mai 2018
Date d'attribution	28 avril 2014	14 septembre 2017	22 décembre 2017 confirmé le 25 janvier 2018	8 février 2018	8 mars 2018	27 juillet 2018 confirmé le 24 août 2018	20 décembre 2018 confirmé le 22 janvier 2019
Nombre d'Options exercées	-	-	-	19.998	-	-	3.333
Nombre d'Options exercables	30.000	106.656	149.985	253.308	106.656	66.660	18.331
Nombre d'Options non exercables	-	53.344	75.015	136.694	53.344	33.340	43.336
Nombre d'Options existantes	30.000	160.000	225.000	390.002	160.000	100.000	61.667

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

Plan	PO 28242014	SOP 2017 R	SOP 12 2017 US	SOP 12 2017 R	SOP 12 2017 US2	SOP 08 2018 US	SOP 12 2018 US
Nombre d'Actions pouvant être acquises par les titulaires d'Options	30.000	160.000	225.000	390.002	160.000	100.000	61.667
<i>dont les mandataires sociaux</i>	/	David Ryan: 100.000	/	Fabrice Kilfiger: 160.000 - David Ryan: 60.000 Pierre Olivier: 160.000	/	/	/
Date d'expiration	29 avril 2021	15 septembre 2024	26 janvier 2023	9 février 2025	9 mars 2025	25 août 2025	22 janvier 2026
Prix d'exercice (EUR)	9,10	3,95	2,85	2,96	3,21	2,73	2,38
Clauses d'accélération	Article 8.2 ¹³ Article 11.3 ¹⁴	Article 8.2 Article 11.3	Article 8.2 Article 11.3	Article 8.2 Article 11.3	Article 8.2 Article 11.3	Article 8.2 Article 11.3	Article 8.2 Article 11.3

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le nombre total des Actions nouvelles susceptibles d'être remises en cas d'exercice des Options est de 1.126.669 Actions, le nombre d'Options exerçables est de 731.596 Options (les "**Options Exerçables**") et le nombre d'Options non exerçables est de 395.073 Options les "**Options Non Exerçables**").

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, parmi les 731.596 Actions susceptibles d'être acquises en cas d'exercice des Options Exerçables :

- 30.000 Actions résultent d'Options attribuées le 28 avril 2014 à Monsieur Pierre Olivier, qui sont hors la monnaie, car leur prix d'exercice est supérieur au prix de l'Offre (les "**Options Hors la Monnaie**") ;
- 341.632 Actions sont disponibles ; et
- 359.964 Actions sont indisponibles juridiquement ou fiscalement (sauf en cas de licenciement, mise en retraite, invalidité de 2ème ou 3ème catégorie, ou décès) (les "**Actions Sous-Jacentes Non Disponibles**").

¹³ Clause d'accélération en cas de transfert d'au moins 95% du capital social de la Société.

¹⁴ Clause d'accélération en cas de changement de contrôle et de non reprise par l'Initiateur des Options (susceptible de s'appliquer en cas de suite positive de l'Offre).

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

Il est précisé que les Actions Sous-Jacentes Non Disponibles incluent les 213.312 Actions acquises ou susceptibles d'être acquises en cas d'exercice des Options Exerçables détenues par Monsieur Fabrice Kilfiger et Monsieur David Ryan, à hauteur de 106.656 chacun, soumises à une obligation de conservation du fait de leur fonction de mandataire social de la Société conformément aux dispositions de l'article L. 225-185 du Code de commerce.

En effet, les plans d'Options prévoient que toutes les actions sous-jacentes résultant de l'exercice des Options détenues par des résidents fiscaux français, représentants légaux ou salariés de la Société, ne peuvent pas être cédées avant l'expiration d'une période de quatre ans à compter de la date de l'attribution des Options concernées, sauf si la loi française en dispose autrement ou à moins que le conseil d'administration ait renoncé à cette obligation de conservation.

Cependant, afin de permettre aux titulaires d'Options d'obtenir une liquidité et conformément aux dispositions des plans d'Options, le conseil d'administration de la Société a décidé le 28 août 2020 de renoncer à cette obligation de conservation pour les Options existantes à la date de clôture de l'Offre.

Les 1.096.669 Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des 1.096.669 Options ont fait l'objet d'un Contrat de Liquidité, tel que décrit à la section 2.5.3 du Projet de Note en Réponse, et ont fait à ce titre l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre, et les 30.000 Actions résultant d'Options Hors la Monnaie ne devraient pas en principe être apportées à l'Offre.

2.5.3 Mécanisme de Liquidité

2.5.3.1 Actions Gratuites

L'Initiateur a offert aux attributaires d'Actions Gratuites Non Acquises ou Non Disponibles le bénéfice d'un mécanisme de liquidité dans la mesure où ces Actions Gratuites ne pourront pas être apportées à l'Offre. Ainsi, il a été proposé à ces titulaires d'Actions Gratuites (les "**Bénéficiaires d'AGA**") de conclure avec l'Initiateur un contrat de liquidité (le "**Contrat de Liquidité**").

Aux termes de ce Contrat de Liquidité, les Bénéficiaires s'engagent irrévocablement, en cas d'exercice de l'option par l'Initiateur dans les conditions du Contrat de Liquidité, à vendre ce dernier toutes leurs Actions Gratuites devenues disponibles (l' "**Option d'Achat AGA**").

L'Initiateur pourra exercer l'Option d'Achat AGA, sous réserve que l'Evènement de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après) se soit réalisé, à tout moment à compter de la fin de la période d'acquisition ou de conservation des actions, c'est-à-dire le 20 décembre 2020, et dans tous les cas, avant le 31 janvier 2021 (la "**Période de Liquidité AGA**").

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acheter toutes les Actions Gratuites des Bénéficiaires d'AGA, à leur demande, à tout moment au cours d'une période de 15 jours suivant la fin de la Période de Liquidité AGA, sous réserve que l'Option d'Achat AGA n'ait pas été exercée au cours de la Période de Liquidité AGA (l' "**Option de Vente AGA**").

2.5.3.2 Options

L'Initiateur a offert aux attributaires d'Options (à l'exception des Options Hors la Monnaie) le bénéfice d'un mécanisme de liquidité. Ainsi, il a été proposé à ces titulaires d'Options (les "**Bénéficiaires d'Options**") de conclure avec l'Initiateur un Contrat de Liquidité.

Les titulaires d'Options Non Exerçables ou détenteurs d'Actions Sous-Jacentes Non Disponibles bénéficieront du mécanisme de liquidité ceux-ci ne pouvant apporter leurs titres à l'Offre ou les apporter que dans des conditions de traitement fiscal ou social dégradé. Il est précisé que l'Initiateur a également offert le bénéfice d'un mécanisme de liquidité aux bénéficiaires d'Options Exerçables et dont les actions sous-jacentes sont disponibles pour les besoins du paiement du prix d'exercice de ces Options, dans la mesure où le Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après) prévoit un mécanisme de délégation de paiement au terme duquel

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

L'Initiateur versera à la Société le prix d'exercice des Options au nom et pour le compte des titulaires d'Options concernés étant précisé que ce prix d'exercice sera imputé sur le prix d'achat qui leur sera versé par l'Initiateur.

Aux termes de ce Contrat de Liquidité, les Bénéficiaires d'Options s'engagent irrévocablement, en cas d'exercice de l'option par l'Initiateur dans les conditions du Contrat de Liquidité, à (i) exercer toutes leurs Options, une fois que celles-ci deviendront exerçables, c'est-à-dire en cas de changement de contrôle de la Société, et (ii) vendre à l'Initiateur les Actions sous-jacentes auxdites Options (l' "**Option d'Achat Options**").

L'Initiateur pourra exercer l'Option d'Achat Options à tout moment au cours d'une période de 12 jours suivant la réalisation de l'Evènement de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après) et dans tous les cas, avant le 31 janvier 2021 (la "**Période de l'Option d'Achat**").

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acheter toutes les Actions reçues par les Bénéficiaires au titre des Options, à leur demande, à tout moment au cours d'une période de 3 jours suivant la fin de la Période de l'Option d'Achat, sous réserve que l'Option d'Achat Options n'ait pas été exercée au cours de la Période de l'Option d'Achat (l' "**Option de Vente Options**"). Le Contrat de Liquidité prévoit que les Options détenues par les Bénéficiaires doivent être exercées au plus tard dans les 15 jours suivant la réalisation de l'Evènement de Liquidité que ce soit au titre de l'Option d'Achat Options ou de l'Option de Vente Options.

2.5.3.3 Dispositions communes

Ces Options d'Achat et Options de Vente sont conditionnées au fait que l'Offre ait une suite positive (l' "**Evènement de Liquidité**"). L'Offre sera considérée avoir une suite positive (i) si l'Initiateur atteint le Seuil de Renonciation (tel que ce terme est défini à la section 2.5.5.2 du Projet de Note en Réponse) à la date de publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, au titre de l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, (ii) en cas de renonciation au Seuil de Renonciation (tel que ce terme est défini ci-dessous) si l'Initiateur atteint le Seuil de Caducité (tel que ce terme est défini à la section 2.5.5.1 du Projet de Note en Réponse) à la date de publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, au titre de l'article 231-9, I 1° du règlement général de l'AMF, ou (iii) si l'AMF autorise l'Initiateur à détenir moins de 50% des actions ou des droits de vote de la Société au titre de l'article 231-9, I 2° du règlement général de l'AMF.

Le prix d'achat sera égal au prix de l'Offre ou au prix offert en cas de surenchère. Les Contrats de Liquidité ne contiennent aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix.

2.5.4 Situation des titulaires d'ADS

Il est précisé que l'apport d'ADS ne sera pas accepté dans le cadre de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, et que les porteurs d'ADS devront préalablement les échanger contre des Actions qui pourront être apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte.

La procédure pour échanger des ADS contre des Actions peut prendre du temps. Les porteurs d'ADS sont invités à demander l'annulation de leurs ADS dès que possible afin de pouvoir ensuite apporter les Actions de la Société correspondantes à l'Offre ou à l'Offre Réouverte.

Les porteurs d'ADS doivent contacter leur intermédiaire ou Bank of New York Mellon (le "**Dépositaire**") – Tel : +1 212-815-2231 / 2783 / 2721 ou +353 1 900 3466 / 3465 / 3462 – s'ils ont des questions concernant l'annulation de leurs ADS.

Il est précisé que le contrat de dépositaire conclu avec le Dépositaire sera résilié à compter du 22 octobre 2020, à la suite de la notification des titulaires d'ADS.

2.5.5 Seuil de Caducité et Seuil de Renonciation

2.5.5.1 *Seuil de Caducité*

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

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

"**Seuil de Caducité**"). La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1 du règlement général de l'AMF.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif, ou le cas échéant provisoire, de l'Offre. Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les titres apportés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

2.5.5.2 *Seuil de renonciation*

Conformément aux dispositions de l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la faculté, jusqu'à la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre en cas de non-atteinte du seuil de 66,67 % du capital social et des droits de vote de la Société, sur une base diluée, en tenant compte de la perte des droits de vote double pour les actions apportées à l'Offre (le "**Seuil de Renonciation**").

Pour les besoins du calcul du Seuil de Renonciation, il sera tenu compte :

- (i) au numérateur, de toutes les Actions que l'Initiateur détient seul ou de concert, directement ou indirectement, au jour de la clôture de l'Offre (en ce compris les actions auto-détenues par la Société, soit un nombre de 73 Actions¹⁵), 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 ;
- (ii) au dénominateur, de la totalité des Actions composant le capital social de la Société et les Actions nouvelles susceptibles d'être émises au titre des plans d'Actions Gratuites et de l'exercice des BSA et des Options (et des droits de vote qui y sont attachés).

L'atteinte du Seuil de Renonciation ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre qui interviendra à l'issue de cette dernière. Conformément à l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, si le Seuil de Renonciation n'est pas atteint, l'Initiateur se réserve le droit, jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre. En cas d'exercice de cette faculté, les titres apportés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

L'Initiateur se réserve par ailleurs la faculté de supprimer ou d'abaisser le Seuil de Renonciation en déposant une surenchère au plus tard cinq (5) jours de négociation avant la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 232-6 et 232-7 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur se réserve également la faculté de renoncer purement et simplement à ce Seuil de Renonciation jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre. Dans ce cas, sous réserve que l'Offre ait connu une suite positive par l'atteinte du Seuil de Caducité, l'Initiateur aura acquis la majorité du capital et des droits de vote de la Société.

2.5.6 Autorisations administratives et en droit de la concurrence

2.5.6.1 *Autorisation de l'Offre au titre du contrôle des investissements étrangers en France*

L'Offre entre dans le champ des dispositions de l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier, relatives au contrôle des investissements étrangers en France. La demande d'autorisation a été déposée auprès du Ministère de l'Economie et des Finances le 4 août 2020.

En vertu des dispositions de l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, l'ouverture de l'Offre reste subordonnée à l'obtention de l'autorisation préalable du Ministère de l'Economie et des Finances.

2.5.6.2 *Autorisation en matière de droit de la concurrence*

¹⁵ Au 31 août 2020.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

Conformément aux dispositions de l'article 231-11 du règlement général de l'AMF, à la date du Projet de Note en Réponse, l'Offre est soumise à l'autorisation de l'opération de rapprochement au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence aux Etats-Unis, étant précisé que l'Initiateur se réserve le droit de renoncer à cette condition.

À ce jour, une notification a été déposée auprès de l'autorité de la concurrence compétente le 25 août 2020.

2.5.7 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au prix de l'Offre, au plus tard le dernier jour de l'Offre :

- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte (établissement de crédit, entreprise d'investissement etc.) pour les actionnaires détenant leurs actions sous la forme au porteur ou administré en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire ;
- auprès de Société Générale Security Services, 32 rue du Champs de Tir – BP 81 236- 44 312 Nantes Cedex 3, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme nominative pure en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, il est précisé que les titulaires d'Actions devront au préalable demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs Actions sont détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de Société Générale Security Services si leurs Actions sont détenues au nominatif pur. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport d'Actions à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, et y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ils seront irrévocables.

Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers via lesquels les actionnaires de la Société apporteraient à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte). Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA y afférente supportés par les actionnaires qui apporteraient leurs actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) dans la limite de 0,2% (hors taxes) du montant de l'ordre avec un maximum de 50 euros (toutes taxes incluses) par dossier. Les actionnaires ne seront remboursés d'aucun frais dans le cas où l'Offre n'aurait pas une suite positive pour quelque raison que ce soit. Le règlement des frais mentionnés ci-dessus aux actionnaires sera réalisé par Euronext Paris pour le compte de l'Initiateur via les intermédiaires financiers.

Cette Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différent ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents du ressort de la Cour d'appel de Paris.

2.5.8 Centralisation des ordres

La centralisation des ordres d'apport des Actions à l'Offre et à l'Offre Réouverte sera réalisée par Euronext Paris.

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des Actions devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

2.5.9 Publication des résultats et règlement-livraison de l'Offre

Faisant application des dispositions de l'article 232-3 de son règlement général, l'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement des capitaux.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d'apport des actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

À la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte), l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondants au règlement de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte). À cette date, les Actions apportées et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires agissant pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

2.5.10 Intervention de l'Initiateur sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre

L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conforme aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF.

2.5.11 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

11 septembre 2020	<ul style="list-style-type: none">- Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF ;- Mise à disposition du public au siège des Etablissements Présentateurs et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur et de l'AMF du projet de note d'information de l'Initiateur ;- Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information de l'Initiateur.
11 septembre 2020	<ul style="list-style-type: none">- Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration et le rapport de l'Expert Indépendant) ;- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société ;- Diffusion du communiqué de mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société.
25 septembre 2020	<ul style="list-style-type: none">- Date estimée d'obtention de l'autorisation du Ministère de l'Economie et des Finances au titre du contrôle des investissements étrangers.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

29 septembre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société ; - Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société ; - Dépôt auprès de l'AMF des documents "Autres Informations" relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société.
29 septembre 2020	- Date estimée d'obtention de l'autorisation au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence aux Etats-Unis.
30 septembre 2020	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et des Établissements Présentateurs et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur et de l'AMF du document "Autres Informations" relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF du document "Autres Informations" relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note d'information de l'Initiateur et du document "Autres Informations" de l'Initiateur ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note en réponse de la Société et du document "Autres Informations" de la Société ; - Diffusion par l'AMF de l'avis d'ouverture et du calendrier de l'Offre.
1 ^{er} octobre 2020	Ouverture de l'Offre.
5 novembre 2020	Clôture de l'Offre.
10 novembre 2020	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
13 novembre 2020	En cas d'issue positive de l'Offre, ouverture de l'Offre Réouverte pendant 10 jours de négociation.
13 novembre 2020	En cas d'issue positive de l'Offre, règlement-livraison de l'Offre initiale.
27 novembre 2020	Clôture de l'Offre Réouverte.
2 décembre 2020	Publication de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte par l'AMF.
7 décembre 2020	Règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

2.5.12 Possibilité de renonciation à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur peut renoncer à son Offre dans un délai de cinq (5) jours de négociation suivant la publication du calendrier d'une offre ou d'une surenchère concurrente. Il informe l'AMF de sa décision qui fait l'objet d'une publication. Il peut également renoncer à son Offre si celle-ci devient sans objet, ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

consistance modifiée pendant l'Offre ou en cas de suite positive de l'Offre ou si les mesures prises par la Société ont pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur. Il ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 du règlement général de l'AMF. Il peut aussi renoncer à son Offre en cas de non atteinte du Seuil de Renonciation, tel que précisé à la section 2.5.5 du Projet de Note en Réponse. En cas de renonciation, les Actions présentées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû.

2.5.13 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera au moins dix (10) jours de négociation ("**Offre Réouverte**").

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre décrites aux sections 2.5.7 et 2.5.8 du Projet de Note en Réponse, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables à compter de leur émission.

Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité, dans l'hypothèse où il serait en mesure et déciderait de mettre en œuvre un retrait obligatoire directement à l'issue de l'Offre dans les conditions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de demander à l'AMF de mettre en œuvre un tel retrait obligatoire dans les dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'Offre ne serait pas réouverte.

L'Offre Réouverte et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

2.5.14 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Le Projet de Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégal ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

La distribution du Projet de Note en Réponse et de tout document relatif à l'Offre et la participation à l'Offre peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note en Réponse doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect des restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certaines juridictions. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément à la Section 14(e) du *U.S. Securities Exchange Act* de 1934, tel que modifié (la "**Loi de 1934**"), et aux règles et règlements promulgués en vertu de cette dernière, y compris le Règlement 14E, ainsi qu'aux dispositions de droit français applicables. L'Offre est éligible aux exemptions prévues par le Règlement 14D ainsi qu'à certaines dispositions du Règlement 14E prévues par la Règle 14d-1(d) et la Règle 13e-4(i) de la Loi de 1934. En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles d'information et procédurales, y compris celles relatives au calendrier de l'Offre, au règlement-livraison, et au retrait, telles que prévues par le règlement général de l'AMF, qui peuvent être différentes des règles américaines relatives aux offres publiques prévues par le Règlement 14D et le Règlement 14E de la Loi de 1934.

Le paiement du prix de l'Offre aux actionnaires américains de la Société pourrait être une opération soumise à l'impôt fédéral américain sur le revenu. Il est vivement recommandé que chaque actionnaire américain de la

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

Société consulte immédiatement un conseil professionnel indépendant sur les conséquences fiscales qu'emporterait l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires américains de la Société de faire valoir les droits dont ils disposent conformément au droit américain des valeurs mobilières, l'Initiateur et la Société ayant leurs sièges en dehors des États-Unis d'Amérique et des dirigeants et administrateurs résidant en dehors des États-Unis d'Amérique. Les actionnaires américains de la Société pourraient ne pas avoir la possibilité d'engager des procédures devant un tribunal en dehors des États-Unis à l'encontre d'une société non-américaine, de ses dirigeants ou de ses administrateurs en invoquant des violations du droit américain des valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait également être difficile de contraindre une société non-américaine ainsi que ses affiliés de se soumettre à des jugements qui seraient rendus par un tribunal américain.

Dans la mesure permise par les lois et règlements applicables, y compris la Règle 14e-5 de la Loi de 1934, et conformément aux pratiques habituelles en France, l'Initiateur et ses affiliés ou son/ses intermédiaire(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de l'Initiateur ou de ses affiliés, le cas échéant) ainsi que la Société et ses affiliés ou son/ses intermédiaire(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de la Société ou de ses affiliés, le cas échéant) peuvent, avant ou après la date du Projet de Note en Réponse, directement ou indirectement, acheter ou prendre les dispositions nécessaires afin d'acheter des Actions en dehors de l'Offre. Ces achats peuvent être effectués sur le marché au prix en vigueur ou dans le cadre de transactions hors marché à un prix négocié. Ces achats ne seront en aucun cas conclus à un prix par action supérieur au prix prévu dans le cadre de l'Offre. Dans la mesure où des informations concernant ces achats ou ces dispositions viendraient à être rendues publiques en France, elles seraient également rendues publiques par voie de communiqué de presse ou tout autre moyen permettant d'informer les actionnaires américains de la Société. Aucun achat en dehors de l'Offre ne sera effectué par ou pour le compte de l'Initiateur, la Société ou leurs affiliés respectifs aux États-Unis d'Amérique. Les affiliés des conseils financiers de l'Initiateur et de la Société peuvent poursuivre des activités ordinaires de négociation sur des actions Medicea, qui peuvent comprendre des achats ou la mise en place de certaines dispositions en vue de l'achat de tels titres.

Ce Projet de Note en Réponse n'a été ni déposé ni examiné par une quelconque autorité de marché (fédérale ou d'un état) ou autre autorité aux États-Unis d'Amérique, et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans ce Projet de Note en Réponse. Toute déclaration contraire serait illégale et pourrait constituer une infraction pénale.

3. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE MEDICREA

Le Comité social et économique de la Société a été informé du projet d'Offre le 15 juillet 2020 conformément aux dispositions de l'article L. 2312-47 du code du travail. A la suite de cette réunion, le Comité social et économique de la Société a sollicité l'audition de l'Initiateur conformément aux dispositions de l'article L. 2312-42 du Code de travail, laquelle s'est tenue le 21 juillet 2020. Le Comité social et économique de la Société s'est réuni une dernière fois le 5 août 2020 et a émis un avis favorable sur l'Offre reproduit ci-après:

"Avis favorable donné par les élus du CSE sur le projet d'offre publique d'acquisition amicale lancée par la société Covidien Group SARL sur l'intégralité des titres de la Société Medicea International et sur les éventuelles conséquences de ce projet pour les salariés de la Société Medicea International"

Après l'avis du Comité social et économique rendu le 5 août 2020 sur le projet d'Offre, le conseil d'administration de Medicea s'est prononcé le 11 septembre 2020 conformément aux dispositions de l'article L. 2323-39 du Code du travail et comme décrit en section 4 ci-après.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MEDICREA

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 11 septembre 2020 sur convocation de son président faite

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

conformément aux statuts de la Société afin d'examiner le projet d'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.

L'ensemble des membres du conseil d'administration de la Société était présent par des moyens de télécommunication.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 11 septembre 2020 est reproduit ci-après :

" Le Président indique que, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration est réuni à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre déposée par l'Initiateur visant les actions de la Société et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Il est ensuite rappelé que lors de sa séance du 20 juillet 2020, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF et à l'instruction de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le Conseil d'administration a décidé de constituer un comité ad hoc composé de Monsieur François-Régis Ory, administrateur indépendant, Monsieur Christophe Bonnet, administrateur indépendant et de Monsieur Patrick Bertrand, administrateur, afin (i) de proposer la nomination d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de cet expert et d'échanger régulièrement avec lui dans le cours de l'accomplissement de ses travaux et (iii) de préparer les termes de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention du Conseil d'administration.

*La première réunion du comité ad hoc s'est tenue le 20 juillet 2020 en vue de désigner Monsieur François-Régis Ory en qualité de président du Comité ad hoc. Une réunion du comité ad hoc s'est par la suite tenue le 27 juillet 2020 avec pour objectif de sélectionner le candidat qui devrait être proposé au Conseil d'administration en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »). Lors de cette séance, le comité ad hoc a sélectionné la société Orfis, compte tenu notamment des compétences, de l'expérience, de la réputation professionnelle et de l'absence de conflits d'intérêts de cette société. Le comité ad hoc s'est notamment assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Il est indiqué que le comité ad hoc n'a pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.*

Sur proposition du comité ad hoc le Conseil d'administration, lors de sa séance du 29 juillet 2020, sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, a désigné la société Orfis, représentée par Monsieur Christophe Velut, en qualité d'Expert Indépendant chargé d'examiner les conditions financières de l'Offre.

Une première réunion avec l'Expert Indépendant a eu lieu le 29 juillet 2020 avec les personnes concernées de la Société, à l'issue de laquelle les principaux documents et informations demandés par l'Expert Indépendant lui ont été communiqués afin que ce dernier puisse débiter ses travaux.

Le détail des interactions entre les membres du comité ad hoc et l'Expert Indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport de l'Expert Indépendant.

*Il est rappelé que des échanges spécifiques ont eu lieu entre l'Expert Indépendant et le comité ad hoc sur la clause de non-concurrence et de non sollicitation prévue dans l'Independent Consulting Services Agreement signé le 15 juillet 2020 entre l'Initiateur, IDS CO et Monsieur Denys Sournac tel que modifié par avenant en date du 10 septembre 2020 (l'« **Accord de Prestations de Conseils** »).*

*Le plan d'affaires 2020-2023 (le « **Budget 2020-2023** »), et les hypothèses structurantes retenues pour l'établissement du Budget 2020-2023, ont été transmis à l'Expert Indépendant. Le Budget 2020-2023 a été arrêté par le Conseil d'administration du 28 août 2020 et traduit, à la date de la présente réunion, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société.*

Par ailleurs, il est également précisé qu'à ce stade, aucune observation écrite d'actionnaires n'a été reçue.

**Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers**

Le Conseil d'administration précise par ailleurs que, préalablement au dépôt de l'Offre, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « Data Room » conformément aux recommandations de l'AMF. Le Conseil d'administration prend acte du fait que cette data room ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique.

Connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur, des éléments de valorisation préparés par Société Générale et Bank of America Merrill Lynch International DAC succursale en France, établissements présentateurs de l'Offre, du résumé des principaux accords en relation avec l'Offre, et, plus généralement, des informations, tels que figurant dans le projet de note d'information établi par l'Initiateur en date du 11 septembre 2020 (le « **Projet de note d'information** »), (iii) des éléments de valorisation et des accords connexes, tels que figurant dans le rapport de l'Expert Indépendant en date du 10 septembre 2020, (iv) du projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de note en réponse** ») et (y) de l'avis du comité ad hoc, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré :

prend acte que :

- l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société tant en France qu'à l'international ;
- l'Initiateur détenant moins de 30% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère volontaire ;
- l'ensemble des administrateurs de la Société se sont engagés à apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent et qu'ils viendraient à détenir à la date de la clôture de l'Offre, à l'exception des actions gratuites ou des actions résultant de l'exercice des options de souscription d'actions, selon le cas, lesquelles bénéficieront du mécanisme de liquidité décrit dans le Projet de note en réponse ;
- l'Offre est soumise, conformément aux dispositions de l'article 231-11 du règlement général de l'AMF, à la date du Projet de note d'information, à l'autorisation de l'opération de rapprochement au titre du contrôle des concentrations par l'autorité de la concurrence aux Etats-Unis ;
- l'Offre est soumise, conformément aux dispositions de l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier, au contrôle des investissements étrangers en France et, en vertu des dispositions de l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, l'ouverture de l'Offre est subordonnée à l'obtention de l'autorisation préalable du Ministère de l'Economie et des Finances.
- l'Initiateur a proposé aux attributaires d'actions gratuites ainsi qu'aux attributaires d'options de souscription d'actions, à l'exception des Options Hors la Monnaie (tel que défini dans le Projet de note en réponse), de bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité décrit dans le Projet de note en réponse ;
- outre le seuil de caducité légal fixé à plus de 50% du capital ou des droits de vote, en application des dispositions du Tender Offer Agreement signé le 15 juillet 2020 et conformément à 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 et de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 66,67%, conformément à l'article 231-9 II du règlement général de l'AMF ;
- dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société conformément aux articles L. 433-4, II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire,

relève également que :

- le prix de 7 euros par action de la Société, proposé dans le cadre de l'Offre, fait ressortir une prime de 21,5% par rapport au cours de clôture du 14 juillet 2020, une prime de 33,2% par rapport à la moyenne des cours des actions de la Société pondérée par les volumes lors du mois précédant le 14 juillet 2020

**Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers**

et 55,9% par rapport à la moyenne des cours des actions de la Société pondérée par les volumes lors des trois mois précédant le 14 juillet 2020 ;

- le prix de l'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par Société Générale et Bank of America Merrill Lynch International DAC succursale en France, établissements présentateurs de l'Offre, et figurant à la section 3 du Projet de note d'information ;

note par ailleurs que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le Projet de note d'information, sont les suivantes :

- en matière de politique industrielle, l'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et son fondateur ; la Société sera en mesure d'aider davantage de patients dans un plus grand nombre d'endroits à bénéficier de soins chirurgicaux de qualité constante. Medtronic apportera à la Société une empreinte mondiale, un écosystème d'appareils et une infrastructure de R&D de renommée mondiale permettant l'expansion commerciale de la Société et le développement futur des produits ;
- en matière de composition des organes sociaux et de direction de la Société, sous réserve du succès de l'Offre, l'Initiateur entend demander à l'assemblée générale des actionnaires de la Société la nomination de ses représentants au Conseil d'administration de la Société, afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat, et ce pour une période couvrant au moins la période pendant laquelle les actions de la Société demeureront admises aux négociations sur Euronext Growth ; en application du Tender Offer Agreement signé le 15 juillet 2020, l'Initiateur a la possibilité, à l'issue de l'Offre, de désigner une majorité des membres du conseil d'administration de la Société et des autres sociétés du groupe Medtronic et la Société s'engage à faire en sorte et prendre toutes les mesures nécessaires afin que ces personnes soient élues ou nommées ;
- l'Initiateur entend continuer à s'appuyer sur les compétences des équipes dirigeantes de la Société suivant des modalités qui n'ont pas encore été arrêtées à ce jour ;
- en matière d'emploi, l'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;
- l'opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société. ;
- l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société ; il est toutefois précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe Medtronic ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport ; l'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société ; à ce jour, aucune décision n'a été prise et aucune étude de faisabilité n'a été engagée ;
- en matière de retrait obligatoire, en application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, si les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société ;

dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les actions autres que celles détenues par l'Initiateur. Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions de la Société d'Euronext Growth ;

dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre ou de l'Offre réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détendrait pas directement ou indirectement ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables. Dans ce cas, l'offre publique sera soumise au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celle-ci au vu notamment du rapport de l'expert indépendant qui sera désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF ;

- *en matière de dividendes, l'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement.*

Au terme de sa mission, le comité ad hoc, lors de sa réunion en date du 11 septembre 2020, après avoir pris connaissance de l'ensemble des éléments essentiels soumis au Conseil d'administration pour son avis motivé énoncés ci-dessus, a recommandé, à l'unanimité de ses membres, au Conseil d'administration, de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, pour les raisons ci-après développées :

« Sur la base des diligences effectuées par l'Expert Indépendant et des diligences effectuées par le Comité dans les conditions exposées ci-dessus, notamment sur la base des documents communiqués, y compris les éléments d'analyse spécifiques fournis par la société et son conseil financier sur la clause de non-concurrence et de non sollicitation au profit d'IDS CO, les membres du Comité déclarent adhérer unanimement et sans réserve aux conclusions de l'Expert Indépendant telles qu'elles apparaissent dans le Rapport qui lui a été remis ce jour et notamment concernant l'Accord de Prestations de Conseils et les rémunérations afférentes.

Le Comité précise qu'il a pris connaissance des accords connexes à l'Offre mis à sa disposition et n'a pas identifié d'élément susceptible de modifier son analyse de l'Offre, notamment suite à la recommandation dans la conclusion du rapport de l'Expert Indépendant concernant la clause de non concurrence prévue dans l'Accord de Prestations de Conseils mentionné ci-dessus.

Par ailleurs, les membres du Comité, après avoir pris connaissance des commentaires de l'Expert Indépendant formulés dans son rapport et compte tenu de l'analyse communiquée, partagent à l'unanimité l'analyse et les conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles les conditions financières offertes au titre de l'Offre exposées par l'Initiateur, y compris celles relatives à l'Accord de Prestations de Conseils, présentent un caractère équitable.

Les membres du Comité décident à l'unanimité de recommander au Conseil d'administration de la Société, conformément aux recommandations de l'Expert Indépendant, de délibérer spécifiquement sur l'Accord de Prestations de Conseils, le président du Conseil d'administration ne prenant pas part au vote.

En conséquence, les membres du Comité décident à l'unanimité de recommander au Conseil d'administration de la Société d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'Offre est conforme aux intérêts :

- *des salariés de la Société, l'Offre ne devant pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi et rappelle, à ce titre, que le comité social et économique de la Société a rendu, à l'unanimité, lors de sa réunion du 5 août 2020, un avis favorable sur l'Offre ;*
- *de la Société, en ce que la prise de contrôle par Coviden Group, filiale de Medtronic plc, société aux capacités financières importantes, permettra de soutenir la stratégie de développement de la Société tant en France qu'à l'international ; et*
- *des actionnaires de la Société, car le prix par action proposé paraît équitable à l'aune de l'analyse multicritères qui ressort des travaux de l'Expert Indépendant, étant par ailleurs précisé que le prix offert par action représente une prime de 22% par rapport au cours de*

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

clôture des actions de la Société le 14 juillet 2020 (soit le dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre) et, respectivement de 33% et 56% par rapport à la moyenne des cours des actions de la Société pondérés par les volumes respectivement lors du mois précédent et lors des trois mois précédents le 14 juillet 2020. »

Le Conseil d'administration examine ensuite le rapport établi par l'Expert Indépendant dont il ressort des conclusions que :

« En ce qui concerne le prix de l'Offre

Le prix de l'Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'un accès immédiat à la liquidité, et intègre une prime stratégique par rapport aux différentes méthodes mises en œuvre, dans un contexte où la méthode des transactions comparables conduisant aux valeurs les plus élevées porte sur des transactions ayant été réalisées avant la crise sanitaire du Covid-19, avec une situation financière de Medicea très tendue, et dans un contexte économique marqué par des incertitudes fortes liées à la pandémie, notamment sur le marché américain.

Le prix de l'Offre de 7 €, qui valorise la société (valeur d'entreprise) à x4,8 le CA 2021, et x6,5 le CA 2020, nous semble équitable. Pour information, le multiple induit de valorisation exprimée en % du CA est proche du multiple de valorisation actuel de Medtronic.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, telle que présentés dans le projet de note d'information, n'a pas fait apparaître de dispositions financières de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable du prix de l'Offre, d'un point de vue financier.

La clause de non-concurrence évoquée au chapitre 6.4 supra, signée avec l'Initiateur et qui sera versée par lui, nous paraît avoir une contrepartie distincte, dont la cohérence du quantum tel qu'il résulte de la négociation entre les parties s'apprécie au regard d'une approche de « package de rémunération global » se situant dans une fourchette qui nous paraît cohérente entre les pratiques observées aux Etats-Unis, et celles observées en France. Nous avons recommandé au Comité ad hoc et au Conseil d'Administration d'émettre un avis spécifique sur cette convention, au regard des développements de la partie 6.4.

En conclusion, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre publique d'achat volontaire de 7€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Medicea. »

*En conséquence de ce qui précède, le Conseil d'administration,
après avoir pris note :*

- *des conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles le prix d'Offre de 7 euros par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, ce notamment après avoir appliqué et comparé les principales méthodes de valorisation des titres, tant au regard du niveau de prix proposé, des conditions de l'Offre que de la teneur des accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre ;*
- *des travaux réalisés par le comité ad hoc ;*

après échange de vues sur le projet d'Offre, après analyse notamment du Projet de note d'information de l'Initiateur qui inclut les intentions de l'Initiateur, du Projet de note en réponse établi par la Société, du rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis du comité ad hoc,

**Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers**

décide à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'Offre est conforme aux intérêts :

- des salariés de la Société, l'offre ne devant pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi ; à ce titre, le comité social et économique a rendu, à l'unanimité, lors de sa réunion du 5 août 2020, un avis favorable sur l'Offre dans lequel les élus ont exprimé ;
- de la Société, en ce que la prise de contrôle par Coviden Group, filiale de Medtronic, société aux capacités financières importantes, permettra de soutenir la stratégie de développement de la Société tant en France qu'à l'international ; et
- des actionnaires de la Société, car le prix par action proposé paraît équitable à l'aune de l'analyse multicritères qui ressort des travaux de l'expert indépendant, étant par ailleurs précisé que le prix offert par action représente une prime de 21,5% par rapport au cours de clôture du 14 juillet 2020, une prime de 33,2% par rapport à la moyenne des cours des actions de la Société pondérée par les volumes lors du mois précédant le 14 juillet 2020 et 55,9% par rapport à la moyenne des cours des actions de la Société pondérée par les volumes lors des trois mois précédant le 14 juillet 2020.

constate, à la lecture du rapport établi par l'Expert Indépendant et de l'avis du comité ad hoc, que la clause de non-concurrence et de non sollicitation prévue dans l'Accord de Prestations de Conseils entre l'Initiateur, IDS CO et Monsieur Denys Sournac présente bien une contrepartie spécifique et distincte tant dans son principe que dans son montant,

approuve, à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, l'Offre dans sa globalité et notamment ladite clause de non-concurrence et de non sollicitation,

approuve, en conséquence, à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, l'Offre dans sa globalité, et notamment,

décide, en conséquence, à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;

approuve à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, le Projet de note en réponse de la Société ainsi que le projet de communiqué de presse relatif à l'avis motivé du Conseil d'administration ;

donne à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, tous pouvoirs au Président Directeur Général 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 », relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société,
- signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ; signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. "

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MEDICREA

Aux termes des Engagements d'Apports (tels que décrits à la section 8.1 du Projet de Note en Réponse) conclus avec l'Initiateur, l'ensemble des administrateurs de la Société se sont engagés à apporter à l'Offre l'intégralité des Actions qu'ils détiennent à la date du présent Projet de Note en Réponse et qu'ils viendraient à détenir à la date de la clôture de l'Offre, à l'exception, selon le cas, des Actions Gratuites et des Actions sous-jacentes aux Options (à l'exception des actions résultant des Options Hors la Monnaie) lesquelles font l'objet du Contrat de Liquidité tel que défini à la section 2.5.3 du Projet de Note en Réponse

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Conformément au *Tender Offer Agreement*, la Société s'est engagée à apporter les actions auto-détenues à l'Offre sur demande de l'Initiateur.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, 73 actions sont auto-détenues par la Société au titre du contrat de liquidité conclu avec la société Bourse KEPLER-CHEVREUX.

Lors de sa séance du 11 septembre 2020, le Conseil d'administration a décidé, à l'unanimité, d'apporter les actions-détenues à l'Offre.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Lors de sa réunion du 13 juillet 2020, le conseil d'administration de Medicea a décidé que sera constitué un comité *ad hoc* conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF et aux dispositions de la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (le "**Comité ad hoc**").

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du Règlement Général de l'AMF et aux dispositions de la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le conseil d'administration, lors de la séance en date du 20 juillet 2020, a constitué le Comité *ad hoc* composé de trois membres du conseil d'administration :

- Monsieur François-Régis ORY – Administrateur indépendant ;
- Monsieur Christophe BONNET – Administrateur indépendant ;
- Monsieur Patrick BERTRAND – Administrateur.

En application de l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF, lors de sa séance du 29 juillet 2020, le Conseil d'administration de la Société a, sur proposition du Comité *ad hoc*, sur le fondement de l'article 261-1 I, 2° du Règlement Général de l'AMF, désigné la société Orfis, prise en la personne de Monsieur Christophe Velut, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières qui sont proposées aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre (l'"**Expert Indépendant**").

Ce rapport, en date du 10 septembre 2020, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1, et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

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

En dehors des contrats conclus avec les porteurs de titres relatifs au mécanisme de liquidité décrit à la section 2.5.3 ci-dessus et du *Tender Offer Agreement* décrit à la section 2.2 du Projet de Note en Réponse, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue sont décrits ci-dessous.

La Société n'a pas connaissance d'autre accord et n'est partie à aucun autre accord en lien avec l'Offre ou qui serait de nature à avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

8.1 Les engagements d'apport de certains actionnaires de la Société

Certains des actionnaires et porteurs de titres de la Société, dont Denys Sournac ainsi que certains autres employés, dirigeants et administrateurs de Medicea, se sont engagés à apporter leurs Actions à l'Offre (en ce compris les Actions à recevoir dans le cadre de l'exercice des BSA) (les "**Engagements d'Apport**") à l'exception, selon le cas, des Actions Gratuites et des Actions sous-jacentes aux Options (à l'exception des actions résultant

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

des Options Hors la Monnaie) lesquelles font l'objet du Contrat de Liquidité tel que défini à la section 2.5.3 du Projet de Note en Réponse.

Au travers des Engagements d'Apport, l'Initiateur a conclu avec des actionnaires de la Société des accords portant sur un total de 47,3% capital social de la Société sur une base non diluée (tel qu'ajusté de l'exercice des BSA), selon la répartition suivante :

Actionnaire	Participation dans la Société
Orchard International et IDS CO ¹⁶	2.343.022
Jean-Philippe Caffiero ¹⁷	216.089
Fabrice Kilfiger	4.014
Pierre Olivier	30.179
Nadège Bourdois	19.153
Thomas Mosnier	4.108
David Ryan	17.160
Christophe Bonnet	52.128
Vatel Capital	1.788.335
Sycomore Asset Management	1.337.000
Perceptive Credit Holdings II LP	1.000.000
Marc Recton	87.062
Sud Participation Burel Holding	199.587
Jean Joseph Moreno	22.000
Stonepine Capital Management LLC	1.681.434
Patrick Bertrand	41.256
Alain Richard Kienzle	105.880
Amiral Gestion	1.464.136
L'Améliane	101.407
TOTAL	10.513.950

Les Engagements d'Apport deviendront caducs si (i) le *Tender Offer Agreement* venait à être résilié, ou si (ii) une offre publique concurrente était soumise par un tiers et déclarée conforme par l'AMF. Toutefois, dans l'hypothèse où, à la suite d'une telle offre d'un tiers, l'Initiateur déposerait une offre concurrente ou une surenchère, déclarée conforme par l'AMF, les Engagements d'Apport se reporteraient sur cette offre concurrente ou surenchère de l'Initiateur.

8.2 Le contrat de consulting conclu entre l'Initiateur et Denys Sournac

Le 15 juillet 2020, l'Initiateur a conclu avec Denys Sournac et la société IDS CO qu'il détient, un contrat de consulting, tel que modifié par un avenant en date du 10 septembre 2020, dont l'objet est de principalement assister et conseiller l'Initiateur sur le développement et la commercialisation de la technologie UNiD ASI® (*Adaptive Spine Intelligence*), l'intégration des sociétés acquises par l'Initiateur et plus généralement l'articulation des activités de l'Initiateur et de Medicrea, compte tenu notamment de ses connaissances techniques et commerciales dans le domaine des technologies médicales.

Cette convention a été conclue pour une durée de 36 mois et prévoit, en contrepartie de la réalisation des prestations, une rémunération mensuelle hors taxes de 25.000 euros. L'Initiateur pourra décider à tout moment à sa seule option de mettre fin au contrat de consulting, étant précisé que dans une telle hypothèse les sommes à devoir à Denys Sournac au titre de ce contrat resteront dues.

¹⁶ Sociétés contrôlées par Denys Sournac. En particulier, Orchard International est détenue à 60% par Denys Sournac.

¹⁷ Actions détenues directement, sans tenir compte des Actions détenues via Orchard International dont Jean-Philippe Caffiero détient 35%.

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

Par ailleurs, Monsieur Denys Sournac sera tenu par un engagement de non-sollicitation et de non-concurrence pour une durée de 3 ans à compter de la date de réalisation de l'Offre. Au titre de chacune des 3 années concernées, Medtronic s'engage à payer à Denys Sournac un montant annuel hors taxes de 366.666,67 euros. Au titre de l'engagement de non-concurrence, Denys Sournac s'engage à s'abstenir, directement ou indirectement, de fournir des services à des tiers concernant des produits ou services en concurrence avec les produits ou services développés, distribués ou vendus par le groupe de Thérapies Réparatrices de l'Initiateur dans le territoire commercial desservi par l'Initiateur.

9. ELEMENTS CONCERNANT MEDICREA SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

9.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social s'élève à 3.393.541,28 euros et est composé de 21.209.633 actions ordinaires de 0,16 euro de valeur nominale chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date du Projet de Note en Réponse, le nombre de droits de vote était de 23.965.833 (en ce compris 73 droits de vote attachés aux actions auto-détenues temporairement privées de droit de vote). Les actions entièrement libérées sous la forme nominative pendant une période d'au moins quatre (4) ans bénéficient d'un droit de vote double.

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit, sur une base non diluée :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Orchard International ¹⁸	1.727.490	8,14%	3.454.980	14,42%
IDS CO ¹⁹	615.532	2,90%	615.532	2,57%
Denys Sournac ²⁰	300.000	1,41%	300.000	1,25%
Jean-Philippe Caffiero	216.089	1,02%	416.978	1,74%
Special Situation Fund	2.141.290	10,10%	2.141.290	8,93%
Vatel	1.788.335	8,43%	1.788.335	7,46%
Stonepine Capital	1.681.434	7,93%	1.681.434	7,02%
Amiral Gestion	1.464.136	6,90%	1.464.136	6,11%
Sycomore Asset Management	1.337.000	6,30%	1.337.000	5,58%
Morgan Stanley	1.027.418	4,84%	1.027.418	4,29%
Armistice Capital Master Fund Ltd.	683.232	3,22%	683.232	2,85%

¹⁸ Orchard International est contrôlée par Denys Sournac.

¹⁹ IDS CO est contrôlée par Denys Sournac.

²⁰ Les Actions sont des Actions Gratuites Non Disponibles (tel que ce terme est défini à la Section 2.5.2.3 du Projet de Note en Réponse)

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Kelly Lytton 2014 Trust	172.500	0,81%	172.500	0,72%
Iroquois Master Fund Ltd.	74.482	0,35%	74.482	0,31%
Iroquois Capital Investment Group LLC	70.984	0,33%	70.984	0,30%
Empery Tax Efficient LP	16.186	0,08%	16.186	0,07%
Empery Tax Efficient II LP	33.998	0,16%	33.998	0,14%
CVI Investments Inc.	40.000	0,19%	40.000	0,17%
Empery Asset Master	24.815	0,12%	24.815	0,10%
Auto-détention	73	0,00%	73	0,00%
Public	7.794.639	36,75%	8.622.460	35,98%
Total	21.209.633	100%	23.965.833	100%

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il existe 90.000 Actions Gratuites Non Acquisées, 1.126.669 Options et 1.000.000 BSA non détenus par l'Initiateur et non exercés.

Il est précisé que 1 BSA permet au porteur qui décide de l'exercer de souscrire à 1 Action nouvelle de la Société moyennant le paiement d'un prix d'exercice de 2,19 euros par Action nouvelle.

Le tableau ci-après présente la dilution potentielle, à la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse :

Instruments	Nombre d'actions à émettre	% du capital social
Actions Gratuites Non Acquisées	90.000	0,42%
Options	1.126.669	5,31%
BSA	1.000.000	4,71%
Total	2.216.669	10,45%

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

9.2 Dispositions des statuts limitant l'exercice des droits de vote et les transferts d'actions Medicea a introduit l'obligation de déclarer le franchissement de seuils dans ses statuts (article 11 des statuts), en vertu de quoi toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui viendrait à détenir ou céder un nombre d'actions supérieur à 2% ou un multiple de 2% du capital social ou des droits de

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

vote, doit en informer la Société dans un délai de quinze (15) jours à compter du franchissement de ce seuil, par lettre recommandée avec accusé de réception.

En l'absence de déclaration du franchissement d'un seuil dans les conditions exposées ci-dessus, les actions représentant la portion à déclarer suite au franchissement d'un seuil, seront privées de leurs droits de vote lors de toute assemblée générale jusqu'à expiration d'une période de deux ans suivant la date de notification du franchissement.

Aucune disposition des articles des statuts ne limite les transferts d'actions.

9.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce

Depuis le 1er janvier 2020 à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'AMF et la Société ont reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes:

Actionnaires	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital social	% des droits de vote	Franchissement de seuil ayant donné lieu à déclaration
Morgan Stanley	3 septembre 2020	1 027 418	4,84%	4,29%	Franchissement en hausse du seuil statutaire de 4% de détention du capital
Amiral Gestion	17 juillet 2020	1 230 329	6,21%	5,42%	Franchissement en hausse du seuil statutaire de 6% de détention du capital
Stonepine Capital Management LLC agissent pour le compte du fonds Stonepine Capital L.P.	20 mai 2020	1 468 646	7,41%	6,48%	Franchissement en baisse du seuil statutaire de 8% de détention du capital
Stonepine Capital Management LLC agissent pour le compte du fonds Stonepine Capital L.P.	13 mai 2020	1 621 342	8,18%	7,15%	Franchissement en baisse du seuil de 10%
Sycomore Asset Management agissant pour le compte des fonds dont elle assure la gestion	2 avril 2020	1 334 226	6,90%	5,90%	Franchissement en baisse du seuil statutaire de 6% des droits de vote
Sycomore Asset Management agissant pour le compte des fonds dont elle assure la gestion	28 février 2020	1 352 226	6,99%	6,05%	Franchissement en hausse du seuil statutaire de 6% des droits de vote

**Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers**

Stonepine Capital Management LLC agissant pour le compte du fonds Stonepine Capital L.P.	23 janvier 2020	2 044 710	10,57%	9,21%	Franchissement à la hausse du seuil de 10%
Sycomore Asset Management agissant pour le compte des fonds dont elle assure la gestion	23 janvier 2020	1 265 267	6,54%	5,70%	Franchissement en hausse du seuil de 5%
Stonepine Capital Management LLC agissant pour le compte du fonds Stonepine Capital L.P.	15 janvier 2020	1 683 470	9,95%	8,51%	Franchissement en baisse du seuil de 10%

9.4 Liste des détenteurs de tous titres conférant des droits de contrôle spéciaux et description des droits de contrôle À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits à la section 9.1 ci-dessus.

9.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

9.6 Accords entre les actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

En dehors des accords visés à la section 8 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote.

9.7 Règles applicables à la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi que la modification des statuts de Medicrea
Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 15 de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration constitué de trois membres au minimum et de 18 membres au maximum.

Le mandat des administrateurs est de six ans et prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Ils sont toujours rééligibles.

Le conseil d'administration ne peut pas comporter plus d'un tiers d'administrateurs âgés de plus de 75 ans, étant précisé que si cette proportion venait à être dépassée, l'administrateur le plus âgé sera réputé démissionnaire à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter son effectif. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

9.7.2 Modification des statuts

***Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers***

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

9.8 Pouvoirs du conseil d'administration, notamment concernant l'émission et le rachat d'actions

Le conseil d'administration fixe la stratégie commerciale de la Société et assure sa mise en œuvre.

Au-delà des pouvoirs généraux qui lui confèrent la loi et les statuts, le conseil d'administration bénéficie de certaines autorisations accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société telles que décrites dans le tableau ci-après :

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant nominal maximum autorisé
25 juin 2020	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration à l'effet de décider d'augmenter le capital par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec maintien du droit préférentiel de souscription	26 mois	Néant	800.000 euros de nominal / 25.000.000 euros (valeurs mobilières)*
25 juin 2020	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, avec suppression du droit préférentiel de souscription par offres au public autres que celles visées à l'article L. 411-2 du Code Monétaire et Financier	26 mois	Néant	800.000 euros de nominal / 25.000.000 euros (valeurs mobilières)*

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant nominal maximum autorisé
25 juin 2020	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration, à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une offre au public visée à l'article L. 411-2 1° du Code Monétaire et Financier	26 mois	Néant	20% du capital par an / 25.000.000 euros (valeurs mobilières)*
25 juin 2020	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration à l'effet de décider d'augmenter le nombre d'actions, titres et/ou valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances à émettre en cas d'augmentation de capital dans la limite de 15% de l'émission initiale	26 mois	Néant	800.000 euros de nominal / 25.000.000 euros (valeurs mobilières)*

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant nominal maximum autorisé
25 juin 2020	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration, à l'effet de décider d'augmenter le capital social par voie d'émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre de l'article 225-138 du Code de Commerce (au profit d'une catégorie de personnes)	18 mois	Néant	800.000 euros de nominal / 25.000.000 euros (valeurs mobilières)
25 juin 2020	Autorisation donnée au Conseil d'Administration à l'effet de procéder à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre ; avec suppression du droit préférentiel de souscription des Actionnaires	26 mois	Néant	Montant cumulé avec celui des options d'achat et ou de souscription ne peut excéder 7,5 % du total des actions composant le capital de la Société à la date de leur attribution
25 juin 2020	Autorisation donnée au Conseil d'Administration à l'effet de procéder à des attributions d'options d'achat et/ou de souscription d'actions	26 mois	Néant	Montant cumulé avec celui des actions gratuites ne peut excéder 7,5 % du total des actions composant le capital de la Société à la date de leur attribution
25 juin 2020	Délégation de compétence donnée au Conseil d'Administration à l'effet de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés de la Société et des sociétés de son Groupe	26 mois	Néant	40.000 euros

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

* dans la limite des plafonds globaux de 400.000 euros nominal et 25.000.000 euros pour les valeurs mobilières

9.9 Accords qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle de Medicea, sauf si cette divulgation, à l'exception des obligations légales relatives à la divulgation, doit porter atteinte de manière substantielle aux intérêts de la Société

À la connaissance de la Société, la plupart des accords de financement, contiennent une clause de changement de contrôle qui serait susceptible, dans certains cas et sous certaines conditions, d'être mise en œuvre en cas d'offre publique entraînant un changement de contrôle qui serait initiée sur la Société. A cet égard, dans le cadre de l'Offre, la Société a procédé à une revue de ses principaux contrats afin d'identifier lesdites clauses. A la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, aucun client n'a fait part de son intention de mettre un terme à sa relation contractuelle avec la Société en raison du changement de contrôle de la Société qui serait susceptible d'intervenir en cas de succès de l'Offre.

9.10 Accords au regard de la rémunération des membres du conseil d'administration et des employés dans l'éventualité de leur démission ou licenciement sans raisons matérielles ou de cessation de leur emploi par suite de l'Offre

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord concernant la rémunération des membres du conseil d'administration et des employés dans le cas où ils démissionneraient ou seraient licenciés sans raisons substantielles ou si, dans le contexte de l'Offre, leur emploi était terminé.

9.11 Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

10. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Le Projet de Note en Réponse établie par Medicea est disponible sur les sites Internet de la Société (www.medicea.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société Medicea International sis 5389, Route de Strasbourg Vancia, 69140 Rillieux-la-Pape

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, le document d'information relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de Medicea sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre aux fins d'informer le public de la mise à disposition de ces documents.

11. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

"À ma connaissance, les informations contenues dans le présent document en réponse sont conformes aux faits et ne comportent aucune omission de nature à en altérer la portée."

Denys Sournac
Président-Directeur général
Medicea International

*Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis
à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant

MEDICREA®

Rapport d'expertise indépendante

**Offre publique d'achat volontaire initiée par Covidien Group visant
les actions Medicea International**

Septembre 2020

A l'attention du Conseil d'Administration

Le Palais d'Hiver – 149, boulevard Stalingrad 69100 Villeurbanne - France

T +33 (0)4 72 69 38 88 - contact@orfis.fr - www.orfis.fr

Société d'Expertise comptable et de Commissariat aux comptes

SAS au capital de 942 300 € - Siret : 957 509 045 000 36 RCS Lyon

Orfis est un membre indépendant de Walter France, membre indépendant de Allinial Global International

Allinial
GLOBAL





Table des matières

1.	Déroulement de la mission.....	4
1.1.	Présentation d’Orfis	4
1.2.	Fondements de la mission d’Orfis.....	4
1.3.	Déclaration d’indépendance	5
1.4.	Equipe en charge de la mission	6
1.5.	Historique des missions d’expertise indépendante	7
1.6.	Rémunération de l’expert	7
1.7.	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l’AMF	7
1.8.	Diligences réalisées	8
2.	Présentation de l’Offre.....	12
2.1.	Sociétés concernées par l’opération.....	12
2.2.	Présentation de l’Offre.....	13
2.3.	Motifs de l’Offre.....	13
2.4.	Intentions de l’initiateur dans les 12 prochains mois	14
2.5.	Présentation des accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d’Offre	16
3.	Présentation de Medicrea	18
3.1.	Trente ans d’expérience dans le domaine des implants.....	18
3.2.	Un acteur historique dans l’implant pour les pathologies thoraco-lombaires.....	19
3.3.	Vers un accompagnement sur-mesure et prédictif : la technologie UNiD®	21
3.4.	Répartition de l’actionnariat actuel	21
3.5.	Organigramme juridique du groupe.....	22
3.6.	Evolution de la performance	23
3.7.	Evolution de la structure du patrimoine	29
3.8.	Evolution de la trésorerie – analyse des flux hors IFRS 16	34
3.9.	Evolution du 1 ^{er} semestre 2020.....	35
3.10.	Présentation du marché des implants rachidiens	39
3.11.	Positionnement concurrentiel de Medicrea	44
3.12.	Synthèse des forces et faiblesses, opportunités et risques.....	45
4.	Evaluation multicritères de l’action Medicrea	47
4.1.	Données financières utilisées dans les méthodes d’évaluation	47
4.2.	Méthodes d’évaluation écartées	49
4.3.	Méthodes d’évaluation retenues à titre principal.....	50



4.4. Méthode retenue à titre indicatif.....	68
5. Analyse des éléments d’appréciation du prix établi par les établissements présentateurs.....	71
6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l’Offre	75
7 Remarques reçues d’actionnaires minoritaires	82
8 Synthèse des échanges avec le Comité ad hoc.....	83
9 Revue des autres offres reçues par Medicrea.....	84
10 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix de l’Offre	85



1. Déroulement de la mission

1.1. Présentation d'Orfis

Le cabinet Orfis est une structure réglementée de commissariat aux comptes et d'expertise comptable qui intervient depuis sa création en 1992 dans les domaines de l'audit légal, des audits d'acquisition et des missions d'expertise et de conseil portant sur les informations financières. L'équipe dédiée à l'évaluation d'entreprises intervient notamment dans le cadre de :

- Missions contractuelles d'expertise indépendante, d'évaluation d'entreprises et d'arbitrage ;
- Missions légales de commissariat aux apports et à la fusion ;
- Missions d'acquisitions et de cessions d'entreprises.

Depuis décembre 2018, Orfis s'est rapproché du cabinet parisien Advolis par la création d'un holding commun, Advolis Orfis, dont le capital est intégralement détenu, directement ou indirectement par ses associés personnes physiques.

Le nouvel ensemble regroupe plus de 150 personnes et affiche un chiffre d'affaires de près de 20 m€. Advolis Orfis détient la quasi-totalité du capital d'Orfis et d'Advolis.

Advolis et Orfis ont une expérience reconnue en matière d'évaluation d'entreprises, d'actifs, ou d'instruments dilutifs. Les 2 cabinets interviennent dans des contextes très variés : évaluations, expertises indépendantes, avis sur la valeur, litiges, contentieux, affectations de prix d'acquisitions, tests de dépréciation, ..., en environnement français et international.

Orfis est membre de l'association A3E, association reconnue en 2011 par l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF ») dans le cadre de procédures lui permettant d'agréer en tant qu'expert indépendant certains de ses membres en ayant fait la demande, et respectant les conditions requises définies par son bureau. Christophe Velut a été agréé dans le cadre de cette procédure et a effectué précédemment plusieurs expertises indépendantes.

Advolis est adhérent de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Advolis a réalisé historiquement des expertises indépendantes de marché.

1.2. Fondements de la mission d'Orfis

Medicrea International (ci-après « Medicrea » ou « Société ») est un groupe spécialisé dans la fabrication de dispositifs médicaux pour la colonne vertébrale, crée en 2002. La société est pionnière dans la transformation de la chirurgie de la colonne vertébrale avec une approche personnalisée-patient grâce à l'intelligence artificielle, la modélisation pré opératoire et la fabrication sur mesure d'implants.

La Société a annoncé dans un communiqué de presse daté du 15 juillet 2020 la signature d'un accord avec Medtronic plc par l'intermédiaire de sa filiale Covidien Group (ci-après « Medtronic » ou « l'initiateur ») en vue de l'acquisition par Medtronic de toutes les actions Medicrea en circulation au prix de 7 euros par action (ci-après « l'Offre » ou « l'Opération envisagée »).

Les principaux actionnaires de Medicrea, dont M Denys Sournac – son Fondateur et Président et Directeur Général, ainsi que certains autres employés, dirigeants et administrateurs de Medicrea se sont engagés à



apporter leurs actions à l'Offre¹. Il a été indiqué dans la communication que ces engagements d'apport restent révocables en cas d'offre concurrente supérieure, conformément à la réglementation boursière.

Au travers de ces engagements d'apport Medtronic a conclu avec les actionnaires de Medicea des accords portant au total sur environ 47,3 % du capital de Medicea².

La réalisation de l'Offre est soumise à des conditions suspensives usuelles, y compris l'obtention de visa de l'AMF, les autorisations applicables au titre du contrôle des investissements étrangers en France et du contrôle des concentrations aux Etats Unis.

La réalisation de l'Offre est soumise, outre le seuil de caducité prévu à l'article 231-9 I 1 du règlement général de l'AMF, à un seuil de renonciation défini par l'acquisition par Medtronic d'un nombre d'actions Medicea représentant au moins 66,67% du capital social et des droits de vote.

Conformément aux dispositions du livre II, titre VI, chapitre 1^{er} de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF (RGAMF) le Conseil d'Administration de Medicea a constitué lors la séance en date du 20 juillet 2020 un Comité ad hoc composé d'une majorité de membres indépendants :

- Monsieur François-Régis Ory, Administrateur indépendant,
- Monsieur Patrick Bertrand, Administrateur,
- Monsieur Christophe Bonnet, Administrateur indépendant.

Le Comité ad hoc est chargé de proposer la désignation d'un expert indépendant au Conseil d'Administration, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, et de préparer un projet d'avis motivé sur les conditions financières et le prix de l'Offre.

Sur proposition du Comité ad hoc, le Conseil d'Administration de Medicea a désigné le cabinet Orfis en qualité d'expert indépendant lors de la séance du 29 juillet 2020 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, et notamment sur le caractère équitable du prix proposé pour les actions Medicea dans le cadre de l'Opération.

Dans les circonstances particulières de l'Offre, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire pour les raisons suivantes :

- les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I al.2° du RGAMF) ;
- il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1-I al.4° du RGAMF) ;

Les engagements d'apports dont bénéficie à ce jour l'initiateur (soit 47,3%) étant inférieur au seuil réglementaire, le retrait obligatoire de la cote des actions de la Société (article 261-1 II du RG de l'AMF) n'est pas acquis à ce jour.

1.3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, le cabinet Orfis confirme ne pas être en situation de conflit d'intérêt avec les personnes concernées par l'offre publique, soit la société Medicea, l'initiateur et leurs conseils.

¹ Y compris les actions à recevoir dans le cadre de l'exercice de bons de souscription d'action, mais excluant, pour Denys Sournac et les employés, leurs actions gratuites sous période de conservation

² Ajusté de l'exercice des BSA



En particulier, nous attestons que le cabinet Orfis et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou de liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'offre publique ou qui réalise l'offre, au cours des 18 derniers mois,
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce au cours des 18 derniers mois,
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code commerce, susceptible d'affecter notre indépendance.

Nous précisons que la déclaration d'indépendance a également été effectuée par Hugues de Noray, associé du cabinet Advolis et lui-même expert indépendant, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe.

1.4. Equipe en charge de la mission

Christophe Velut : associé, directeur général,

- Responsable du département évaluation financière
- Président de l'association A3E (Association des Experts en Evaluation d'Entreprise),
- Diplômé EM Lyon,
- Membre des commission évaluation, apports et du département EIP à la CNCC,
- Intervenant à l'EM Lyon, au Master Ingénierie Financière de l'EM Lyon, et au Master Evaluation et Transmission d'Entreprises de l'Université de Lyon 2,
- Expert-comptable, commissaire aux comptes.

Christophe Velut a rejoint le cabinet Orfis en 1992 après une expérience de 8 ans chez PWC. Il intervient sur de nombreuses évaluations dans des contextes très divers (expertises indépendantes, avis sur la valeur, fusions et apports, affectations du prix d'acquisition, tests de dépréciation, ...). Il rédige de nombreux articles liés aux évaluations, notamment dans le cadre de la lettre trimestrielle A3E, et organise régulièrement des conférences sur le thème de l'évaluation.

Benoît Nowaczyk : associé évaluation,

- Expert-comptable, commissaire aux comptes,
- Membre de l'association A3E (association des experts en évaluation),
- Intervenant au Master Evaluation et Transmission d'Entreprises de l'Université Lyon 2.

Benoît Nowaczyk a développé une expérience de conseil financier auprès des PME-PMI et des grands groupes nationaux (cotés ou non cotés) dans un premier temps au sein du cabinet BM&A, puis du cabinet Orfis. Il est en charge de missions d'évaluation financière au sein du cabinet dans des contextes très variés : évaluations de sociétés, attestations d'équité, prix de transferts, fusions & acquisitions, tests de dépréciation, affectation du prix d'acquisition. Il intervient également dans la modélisation des choix d'investissement complexes auprès des partenaires financiers dans des environnements de croissance ou de renégociation de la dette financière, sur des missions de due diligences financières et de restructurations de sociétés.

Anastazija Buisson : directrice de mission – évaluation,

- Expert-comptable stagiaire,
- Diplômée du Master Evaluation et Transmission d'Entreprises et du DSCG,
- Intervenant au Master Evaluation et Transmission d'Entreprises de l'Université Lyon 2.



Après un Master 2 Evaluation et Transmission d'Entreprises validé en 2013, Anastazija Buisson a rejoint l'équipe conseil d'Orfis où elle intervient sur des missions d'évaluation financière, dans des contextes divers (évaluations dans le cadre de transmissions, contentieux, fusions et assimilés, affectation de prix d'acquisition, ...). Elle intervient également sur des missions de due diligences financières.

Romain Ruet : responsable de mission – évaluation,

- Expert-comptable stagiaire,
- Diplômé du Master Comptabilité Contrôle Audit et du DSCG.

Après trois années au sein du cabinet PwC, durant lesquelles il est intervenu sur l'audit de PME régionales et de groupes présents à l'international, Romain Ruet a rejoint le pôle conseil d'Orfis en 2017. Il intervient sur des missions d'évaluation, d'opérations de fusions et assimilés, de due diligences et de consolidation.

Malini Cadirone : consultante junior – évaluation,

- Diplômée du master Ingénierie Financière et Transaction
- Une année d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Orfis.

La revue indépendante a été effectuée par Hughes de Noray, associé au cabinet Advolis, en charge de l'activité évaluation financière au bureau de Paris, membre de l'APEI et de la SFEV, ayant une expertise reconnue en matière d'expertise indépendante. Le réviseur indépendant n'est pas directement intervenu dans les travaux réalisés par l'équipe présentée ci-avant.

1.5. Historique des missions d'expertise indépendante

Au cours des 12 derniers mois, nous avons produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Type d'opération
Juin 2020	Horizontal Software	Extens	Banque Delubac	Offre publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un retrait obligatoire (OPAS-RO)
Mars 2020	Société Française de casinos	Circus Casino France	Opération décalée	Offre publique d'Achat Simplifiée (OPAS)

Par ailleurs, Christophe Velut est intervenu pour effectuer une revue indépendante des travaux du cabinet Arthaud&Associés, désigné en tant qu'expert indépendant sur l'opération d'augmentation de capital réservée concernant la société Orapi.

1.6. Rémunération de l'expert

Le montant total des honoraires perçus par Orfis aux termes de la lettre de mission s'élève à 50 000 € hors taxes et débours.

1.7. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF

Le cabinet Orfis est membre de l'Association des Experts en Evaluation d'Entreprises (A3E). L'association A3E a été reconnue par l'AMF, dans le cadre d'une procédure spécifique concernant l'Expertise Indépendante, applicable à certains de ses membres répondant aux critères définis. Le cabinet Orfis est signataire d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante mise en place par l'A3E.



1.8. Diligences réalisées

Les diligences ont été réalisées conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, relatives à l'expertise indépendante, modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Opération envisagée le 6 juin 2020 et nous avons été désignés le 29 juillet 2020 par le Conseil d'Administration, sur proposition du Comité ad hoc. Notre mission s'est effectivement déroulée entre la date de notre désignation et le 5 septembre 2020, date à laquelle nous avons signé notre rapport.

Au cours de nos travaux, des entretiens et échanges ont été organisés avec :

- Medicea
 - Denys Sournac – Président Directeur Général et fondateur de Medicea
 - Fabrice Kilfiger – Directeur Général Délégué Finances
 - Nadège Bourgeois – Directrice RH et Juridique
 - Thomas Mosnier – Directeur Scientifique
- Comité ad-hoc
 - François-Régis Ory – Président
- Baker McKenzie – conseil juridique de Medicea
 - Matthieu Grollemund-avocat, associé
 - Hélène Parent – avocat, associée
 - Gautier Valdiguie – avocat, collaborateur
- Medtronic – Initiateur
 - Dan Wolf – Vice-Président BD & Strategy
 - Matt Longo – Senior Corporate Development
- DLA Piper – conseil juridique de Medtronic
 - Jeremy Scemama – avocat, associé
 - Laurent Asquin – avocat, collaborateur senior
 - Fabien Goudot – avocat
- Société Générale - Banque présentatrice pour le compte de l'initiateur
 - Patrick Perreault – Managing Director M&A France
 - Kevin Debrabant – Vice President M&A
- Bank of America- Banque présentatrice pour le compte de l'initiateur
 - Lorraine Barret – Vice-Président
 - David Ecot – Managing Director
 - Clara Hornstein – M&A Analyste

Nos travaux ont été réalisés sur la base de documents mis à notre disposition par Medicea et ses conseils, ainsi que sur les informations communiquées lors des entretiens, portant notamment sur les points suivants :

- La présentation du contexte spécifique de l'opération envisagée et des modalités de réalisation (conditions financières, engagements et intentions, accords connexes) ;
- La présentation de l'activité de Medicea et de son marché, et en particulier les spécificités de la technologie UNiD ; les commentaires sur les comptes 2019, et la situation au 30 juin 2020 arrêtée par le Conseil d'Administration du 28 août 2020, apprécier les impacts de la pandémie liée au Covid-19 ;



- Les éléments du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- La constitution de l'échantillon de sociétés comparables ;
- Le plan d'affaires 2020-2023 mis à jour par la Direction à la date de notre évaluation, et les hypothèses structurantes retenues pour l'établissement de ce business plan. Ce plan d'affaires a été arrêté par le Conseil d'Administration du 28 août 2020 ;
- La convention de prestations de services entre l'Initiateur et IDS CO, société contrôlée par le Président de Medicea.

Nous travaux ont principalement consisté à :

- Prendre connaissance de l'activité de Medicea, ses produits et ses marchés ;
- Comprendre le contexte général de l'opération envisagée ;
- Analyser le niveau d'activité, la formation du chiffre d'affaires, et l'évolution de la rentabilité historique de Medicea, et de sa situation financière,
- Prendre connaissance d'analyses sectorielles, afin de mieux appréhender le marché, l'activité de la cible, et son positionnement concurrentiel ;
- Analyser l'évolution du cours de bourse de Medicea, du flottant et la volatilité du titre ;
- Consulter les notes des analystes qui suivent le titre Medicea ;
- Analyser le plan d'affaires mis à jour par la Direction à la date de notre intervention pour les années 2020 à 2023, et extrapoler une évolution des flux au-delà du plan d'affaires ;
- Apprécier les modalités de prise en compte de la pandémie liée au Covid-19 ;
- Mettre en œuvre des méthodes de valorisation jugées pertinentes dans le cadre d'une approche multicritères ;
- Revoir les offres reçues par la société Medicea sur une période récente ;
- Analyser les accords connexes et leur incidence éventuelle dans le cadre de la valorisation ;
- La justification économique et financière de la convention de prestation de services mentionnée ci-avant, et notamment de la clause de non-concurrence.
- Analyser le projet de note d'information, dont la version définitive a été communiquée le 10 septembre 2020 ;
- Réaliser une analyse critique des travaux de valorisation réalisés par les banques présentatrices de l'Offre ;
- Echanger régulièrement avec le Comité ad hoc. Nous avons notamment tenu 3 réunions téléphoniques les 5 août, 31 août et 04 septembre 2020. Les échanges ont porté en particulier sur l'analyse de la convention de prestation de services mentionnée ci-avant, dont l'analyse de la clause de non-concurrence ;
- Effectuer une revue indépendante par le réviseur indépendant ;
- Obtenir une lettre d'affirmation signée par le représentant de la société Medicea ;
- Apprécier le caractère équitable du prix proposé ;
- Rédiger notre rapport exposant nos approches de la valeur des actions et notre conclusion.

Ces travaux ont principalement été réalisés :

- Entre la date de notre désignation et le 10 août pour la partie prise de connaissance, diagnostic, revue du prévisionnel, revue des documents juridiques liés à l'opération (offre d'acquisition, accords connexes, premières approches de valorisation, ...), et les premières réunions avec la direction de la société (Président Directeur Général, Directeur Général Délégué Finances, Directrice RH et Juridique, Directeur Scientifique, ...), l'initiateur, les banques présentatrices, le Président du Comité ad hoc,
- Entre le 10 et le 24 août : échanges réguliers avec la direction de la société,
- Sur la semaine du 24 août pour la finalisation de l'approche précédente, et la mise en œuvre des méthodes de valorisation,
- Sur la semaine du 31 août, pour la finalisation des travaux de valorisation ainsi que de la rédaction du rapport.

Il est à noter que des échanges réguliers ont été réalisés tout au long de la mission.



Pour réaliser notre mission, nous avons utilisé des documents et informations communiqués par la Société et ses conseils, et notamment :

- Les documents de référence de Medicea liés aux années 2017, 2018 et 2019 ;
- Le rapport annuel et le rapport de gestion de Medicea pour l'année 2019 ;
- Les comptes semestriels au 30 juin 2019 et 30 juin 2020 ;
- Les éléments de retraitements des données financières avant IFRS 16 ;
- L'offre d'acquisition et les accords connexes, et notamment l'accord de prestation de services signé entre l'initiateur et la société IDS CO et Denys Sournac ;
- Les travaux d'évaluation des banques présentatrices ;
- Des éléments nous permettant d'apprécier la justification économique et financière de la convention de services et notamment de la clause de non-concurrence : éléments de bench-marking communiqués par les parties et leurs conseils concernant les conditions financières de la clause de non-concurrence, analyses complémentaires effectuées à partir de données publiques ;
- Les communiqués de presse sur la période allant de 2018 à la date de nos travaux ;
- Le plan d'affaires 2020-2023 mis à jour par la Direction à la date de notre intervention comprenant un compte de résultat, un bilan et un tableau de flux de trésorerie, tenant compte notamment des impacts de la pandémie liée au Covid-19 ;
- Le reporting consolidé ;
- Les extraits et détails portant sur des éléments des comptes pour certains postes du bilan,
- L'état détaillé des instruments dilutifs en circulation,
- La liste détaillée de l'actionnariat et des droits de vote ;
- Les notes d'analystes.

La version signée définitive des accords connexes nous a été transmise, pour l'essentiel, le jour de la signature de notre rapport.

Nous avons principalement utilisé les bases de données Diane, Xerfi, Infront Analytics et S&P Capital IQ. Nos analyses ont été complétées par toute information de source publique qui a été jugée pertinente, ainsi que les rapports annuels des sociétés identifiées comme comparables à Medicea.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser une mission d'audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC. Notre mission n'a donc pas pour objectif de formuler une opinion sur les comptes.

Conformément à la pratique en matière d'évaluation financière, notre mission n'a pas consisté à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, mais à vérifier la vraisemblance et la cohérence des données utilisées. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, et sur les informations mises à disposition, à la date de l'établissement du rapport.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basées, la Direction nous a confirmé que le plan d'affaires 2020-2023 mis à jour par la Direction et arrêté par le Conseil d'Administration correspondait à sa meilleure vision du développement prévu par la société, et qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a pas connaissance d'élément susceptible de la remettre en cause.

L'ampleur sans précédent de la crise liée au Covid-19 génère des incertitudes importantes sur les prévisions. Le Groupe considère à ce jour qu'il devrait être relativement peu touché, après avoir traversé une période difficile liée au confinement, comme les autres sociétés évoluant dans le secteur de l'orthopédie. Nous n'avons pas le recul pour apprécier si cette hypothèse est raisonnable sur un horizon court et moyen terme.

Conformément aux usages, nous avons demandé à l'issue de nos travaux une lettre d'affirmation nous confirmant certains points clés sur lesquels nous avons fondé nos conclusions.



Diligences effectuées dans le cadre de la revue indépendante :

Le réviseur indépendant n'est pas intervenu directement dans les travaux menés par l'équipe présentée ci-dessus.

La revue indépendante a principalement consisté à :

- Revoir les documents suivants : projets de lettre de mission et de programme de travail, projets de lettre d'affirmation et de rapport d'expertise,
- Echanger sur différents points identifiés par l'équipe pendant la réalisation de la mission (points techniques, diligences, réglementaires, ...), et sur tout point qu'il souhaite approfondir ou éclaircir.



2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés concernées par l'opération

2.1.1. Présentation de la société initiatrice

Coviden Group, est une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé Espace Monterey, 40 avenue Monterey, L-2163 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B61111.

Coviden Group (ou « l'Initiateur ») est une filiale indirecte du groupe Medtronic plc, l'un des leaders mondiaux des technologies, solutions et services médicaux.

Le groupe Medtronic compte plus de 90 000 collaborateurs répartis dans plus 150 pays et opère principalement dans quatre segments :

- Cardiaque et Vasculaire ;
- Technologies mini-invasives ;
- Thérapies réparatrices ;
- Diabète.

Medtronic plc est une société de droit irlandais, dont le siège social est situé 20 On Hatch, Lower Hatch Street, Dublin 2, Irlande, immatriculée en Irlande sous le numéro 545333. Ses actions sont admises aux négociations sur le New York Stock Exchange (sous le code ISIN IE00BTN1Y115).

2.1.2. Présentation de la société objet de l'offre

Créée en 1990, Medicea International est la société mère du groupe Medicea. Avec près de 184 collaborateurs dans le monde, le groupe Medicea est présent dans plus de 7 pays et se positionne comme un acteur de référence dans la proposition de services de planification préopératoire et d'analyse pré et post opératoire pour le traitement des pathologies complexes de la colonne vertébrale en développant une nouvelle approche centrée sur la médecine personnalisée.

La société Medicea International est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon, sous le numéro 393 175 807 et son siège social est situé 5389 Route de Strasbourg Vancia à Rillieux-la-Pape en France (69140).

Au 31 août 2020, le capital social de Medicea International s'élève à 3 393 541,28 € et est composé de 21 209 633 actions d'une valeur nominale de 0,16 €. Les actions de Medicea sont admises aux négociations sur Euronext Paris (sous le code ISIN : FR0004178572).



2.2. Présentation de l'Offre

L'offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information établi par la société Medtronic :

« [...] »

L'Offre porte sur la totalité des Actions :

- qui sont d'ores et déjà émises et n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum de 20.518.633 Actions, représentant 96,74 % du capital social et 97,12 % des droits de vote de la Société³ ;
- qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.18 du Projet de Note d'Information), à raison de l'exercice des bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** »), soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum de 1.000.000 Actions, représentant 4,71 % du capital social et 4,17 % des droits de vote de la Société⁴ ; et
- qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice des stock-options attribuées par la Société (les « **Options** ») pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, et n'ayant pas fait l'objet d'un engagement de non-apport à l'Offre, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum de 30.000 Actions, représentant 0,14 % du capital social et 0,13 % des droits de vote de la Société⁵.

2.3. Motifs de l'Offre

« Medicea est la première société de l'industrie à proposer un ensemble complet de services pour le traitement personnalisé des pathologies du rachis. Ses objectifs sont d'améliorer les résultats et l'efficacité des chirurgies de la colonne vertébrale grâce à l'utilisation de données scientifiques pour la planification chirurgicale et la fabrication d'implants sur mesure. Medicea est un pionnier dans la transformation de la chirurgie rachidienne par l'intelligence artificielle, la modélisation prédictive et les implants spécifiques aux patients.

Le groupe Medicea est spécialisé dans l'intégration de services digitaux de planification préopératoire et d'analyses pré et postopératoires pour le traitement des pathologies complexes de la colonne vertébrale. Dans cette optique de médecine prédictive, Medicea assure la conception, la fabrication intégrée et la distribution de

³ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020. Sont également visées les 73 actions auto-détenues, étant précisé que la Société s'est engagée, sur demande de l'Initiateur, à apporter les actions auto-détenues à l'Offre dans le cadre du TOA (tel que défini à la section 1.1.1 du projet de Note d'Information).

⁴ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020.

⁵ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020.



plus de 30 familles de dispositifs implantables homologués par l'Administration américaine des denrées alimentaires et des médicaments.

En plus des services offerts avec ses implants personnalisés, Medtronic dispose d'une gamme étendue d'implants rachidiens, conçus pour traiter les pathologies de la colonne vertébrale à tous les niveaux (des cervicales aux vertèbres lombaires et au sacrum) et quelle qu'en soit la cause (que ce soit des scolioses, des malformations, des maladies dégénératives, des traumatismes et des tumeurs).

Les capacités et les solutions de Medtronic en matière d'analyse de données, d'intelligence artificielle et d'implants personnalisés amélioreront la solution procédurale entièrement intégrée de Medtronic pour la planification et l'exécution chirurgicales.

En conséquence, Medtronic deviendra la première entreprise à être en mesure de proposer une solution intégrée comprenant une planification chirurgicale basée sur l'intelligence artificielle, des implants rachidiens personnalisés et une exécution chirurgicale assistée par robot, ce qui profitera considérablement aux clients et aux patients.

Medtronic bénéficiera en particulier de la plateforme MEDICREA® UNiD® ASI (Adaptive Spine Intelligence) conçue pour soutenir le flux de travail des chirurgiens dans la planification préopératoire et créer des solutions d'implants personnalisées pour la chirurgie. ».

2.4. Intentions de l'initiateur dans les 12 prochains mois

2.4.1. Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

« L'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et son fondateur.

Medtronic sera en mesure d'aider davantage de patients dans un plus grand nombre d'endroits à bénéficier de soins chirurgicaux de qualité constante. Medtronic apportera à Medtronic une empreinte mondiale, un écosystème d'appareils et une infrastructure de R&D de renommée mondiale permettant l'expansion commerciale de Medtronic et le développement futur des produits. »

2.4.2. Direction de la Société et organes sociaux

« Sous réserve du succès de l'Offre, l'Initiateur entend demander à l'assemblée générale des actionnaires de la Société la nomination de ses représentants au conseil d'administration de la Société, afin de refléter la nouvelle composition de l'actionariat et ce pour une période couvrant au moins la période pendant laquelle les Actions demeureront admises aux négociations sur Euronext Growth.

En application du TOA, l'Initiateur a la possibilité, à l'issue de l'Offre, de désigner une majorité des membres du conseil d'administration de la Société et des autres sociétés du groupe Medtronic et la Société s'engage à faire en sorte et prendre toutes les mesures nécessaires afin que ces personnes soient élues ou nommées.

L'Initiateur entend continuer à s'appuyer sur les compétences des équipes dirigeantes de la Société suivant des modalités qui n'ont pas encore été arrêtées à ce jour. »

2.4.3. Orientations en matière d'emploi

« L'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi.



Cette opération s'inscrit dans la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société. »

2.4.4. Fusion – Autres réorganisations

« L'Initiateur n'envisage pas, à la date du Projet de Note d'Information, de fusionner avec la Société.

Il est toutefois précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe Medtronic ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société. À ce jour, aucune décision n'a été prise et aucune étude de faisabilité n'a été engagée. »

2.4.5. Cotation des Actions

« En application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions, si les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, à l'exception des actions de la Société faisant l'objet d'un contrat de liquidité.

En effet, en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce, les Actions Gratuites et les Actions sous-jacentes aux Options, soit un total de 1.877.669 Actions, représentant 8,85 % du capital social et 7,83 % des droits de vote de la Société⁶, faisant l'objet d'un Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini à la section 2.6 du Projet de Note d'Information) seront assimilées aux actions de la Société détenues par l'Initiateur, sous réserve que l'Offre ait une suite positive. Ces actions assimilées ne seront pas transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les Actions autres que celles détenues par l'Initiateur. Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions d'Euronext Growth.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables. Dans ce cas, l'offre publique sera soumise au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celle-ci au vu notamment du rapport de l'expert indépendant qui sera désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF. »

2.4.6. Politique de distribution de dividendes

« L'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement. »

⁶ Sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 21.209.633, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 23.965.833, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, au 31 août 2020, tels que publiés par la Société le 3 septembre 2020.



2.4.7. Synergies envisagées

« L'Initiateur anticipe la réalisation de synergies de revenus grâce au rapprochement des forces respectives de la Société et de l'Initiateur qui devrait permettre notamment l'expansion commerciale de Medicea et le développement futur des produits. Aucune synergie de coûts significative n'est anticipée à l'issue de l'Offre, dont la matérialisation serait identifiable et chiffrable à la date du Projet de Note d'Information, dans la mesure notamment où Medicea conservera un certain degré d'autonomie dans ses activités. »

2.5. Présentation des accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

« En dehors des accords de liquidité décrits à la section 2.6 du Projet de Note d'Information et du TOA décrit à la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue sont décrits ci-dessous.

L'Initiateur n'a pas connaissance d'autre accord et n'est partie à aucun autre accord en lien avec l'Offre ou qui serait de nature à avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. »

2.5.1. Les engagements d'apport de certains actionnaires de la Société

« Certains des actionnaires, et porteurs de titres de la Société, dont Denys Sournac ainsi que certains autres employés, dirigeants et administrateurs de Medicea, se sont engagés à apporter leurs Actions à l'Offre (en ce compris les Actions à recevoir dans le cadre de l'exercice des BSA) (les « **Engagements d'Apport** ») à l'exception, selon le cas, des Actions Gratuites et des Actions sous-jacentes aux Options (à l'exception des actions résultant des Options Hors la Monnaie) lesquelles font l'objet du Contrat de liquidité (tel que ces termes sont défini à la section 2 du Projet de Note d'Information).

Au travers des Engagements d'Apport, l'Initiateur a conclu avec des actionnaires de la Société des accords portant sur un total de 47,3% capital social de la Société sur une base non diluée (tel qu'ajusté de l'exercice des BSA), selon la répartition suivante :

Actionnaire	Participation dans la Société
Denys Sournac ⁷	2.343.022
Jean-Philippe Caffiero ⁸	216.089
Fabrice Kilfiger	4.014
Pierre Olivier	30.179
Nadège Bourdois	19.153
Thomas Mosnier	4.108
David Ryan	17.160
Christophe Bonnet	52.128
Vatel Capital	1.788.335

⁷ En ce compris les Actions détenues par Orchard International (dont Denys Sournac détient 60%) et IDS CO.

⁸ Actions détenues directement, sans tenir compte des Actions détenues via Orchard International dont Jean-Philippe Caffiero détient 35%.



<i>Sycomore Asset Management</i>	1.337.000
<i>Perceptive Credit Holdings II LP</i>	1.000.000
<i>Marc Recton</i>	87.062
<i>Sud Participation Burel Holding</i>	199.587
<i>Jean Joseph Moreno</i>	22.000
<i>Stonepine Capital Management LLC</i>	1.681.434
<i>Patrick Bertrand</i>	41.256
<i>Alain Richard Kienzle</i>	105.880
<i>Amiral Gestion</i>	1.464.136
<i>L'Améliane</i>	101.407
TOTAL	10.513.950

Les Engagements d'Apport deviendront caducs si (i) le TOA venait à être résilié, ou si (ii) une offre publique concurrente était soumise par un tiers et déclarée conforme par l'AMF. Toutefois, dans l'hypothèse où, à la suite d'une telle offre d'un tiers, l'Initiateur déposerait une offre concurrente ou une surenchère, déclarée conforme par l'AMF, les Engagements d'Apport se reporteraient sur cette offre concurrente ou surenchère de l'Initiateur. »

2.5.2. Le contrat de consulting conclu entre l'Initiateur et Denys Sournac

« Le 15 juillet 2020, l'Initiateur a conclu avec Denys Sournac et la société IDS CO qu'il détient, un contrat de consulting, tel que modifié par un avenant en date du 10 septembre 2020, dont l'objet est de principalement assister et conseiller l'Initiateur sur le développement et la commercialisation de la technologie UNiD ASI® (Adaptive Spine Intelligence), l'intégration des sociétés acquises par l'Initiateur et plus généralement l'articulation des activités de l'Initiateur et de Medicrea, compte tenu notamment de ses connaissances techniques et commerciales dans le domaine des technologies médicales.

Cette convention a été conclue pour une durée de 36 mois et prévoit, en contrepartie de la réalisation des prestations, une rémunération mensuelle hors taxes de 25.000 euros. L'Initiateur pourra décider à tout moment à sa seule option de mettre fin au contrat de consulting, étant précisé que dans une telle hypothèse les sommes à devoir à Denys Sournac au titre de ce contrat resteront dues.

Par ailleurs, Monsieur Denys Sournac sera tenu par un engagement de non-sollicitation et de non-concurrence pour une durée de 3 ans à compter de la date de réalisation de l'Offre. Au titre de chacune des 3 années concernées, Medtronic s'engage à payer à Denys Sournac un montant annuel hors taxes de 366.666,67 euros. Au titre de l'engagement de non-concurrence, Denys Sournac s'engage à s'abstenir, directement ou indirectement, de fournir des services à des tiers concernant des produits ou services en concurrence avec les produits ou services développés, distribués ou vendus par le groupe de Thérapies Réparatrices de l'Initiateur dans le territoire commercial desservi par l'Initiateur. »



3. Présentation de Medicrea

3.1. Trente ans d'expérience dans le domaine des implants

Medicrea est un groupe spécialisé dans la conception, le développement, la fabrication et la distribution d'implants orthopédiques dédiés à la chirurgie rachidienne. Le groupe propose aux neurochirurgiens et aux orthopédistes spécialisés dans la colonne vertébrale des solutions chirurgicales innovantes et moins invasives.

Basé en région lyonnaise, Medicrea a mis en place une politique de distribution mondiale de ses solutions en lien avec la forte concentration du marché des implants rachidien en Amérique du Nord ; celles-ci étant commercialisées dans 25 pays, avec l'implantation de filiales de distribution aux USA et plus récemment en Belgique et en Australie.

Le groupe emploie 184 personnes au 31 décembre 2019 dont 131 en France et 38 aux Etats-Unis.

Les principales étapes du développement du groupe Medicrea sont présentées ci-après :

- 1990** Création de Medicrea (Paris puis La Rochelle), société de fabrication d'implants et instruments pour la chirurgie
- 1993** Création d'Orsco International (Lyon), société de distribution d'implants rachidiens
- 1997** Marquage CE du système de fixation thoraco-lombaire de 1ère génération PASSMED®
- 2001** Entrée d'Orsco International au capital de Medicrea à hauteur de 46 %
- 2002** Lancement d'un LBO aux côtés d'investisseurs, permettant le rachat du solde des parts de Medicrea par Orsco International. Le nouvel ensemble devient Medicrea International
- 2006** Introduction en bourse de Medicrea, sur Alternext
Marquage CE du système de fixation thoraco-lombaire PASS LP®
- 2007** Création de Medicrea USA Corporation, à New York
Homologation FDA de l'agrafe compressive cervicale C-JAWS®
- 2008** Homologation FDA du système de fixation thoraco-lombaire postérieur PASS LP®
- 2009** Marquage CE de la prothèse de disque cervical GRANVIA-C®
- 2011** Marquage CE et homologation FDA du système LIGAPASS®
- 2013** Marquage CE et homologation FDA du système PASS OCT®
Pose de la première tige sur mesure au monde UNiD®, à Lyon, posée avec le PASS LP®
- 2014** Homologation FDA des implants sur mesure UNiD® et des agrafes compressives cervicales K-JAWS®
Première pose de cage intervertébrale sur mesure au monde imprimée en 3D
- 2015** Lancement de la nouvelle génération du système LIGAPASS®
- 2016** Homologation FDA de la tige cervicale sur mesure UNiD®
Garantie à vie des dispositifs UNiD® aux USA
Transfert de la production à Lyon
Levée de fonds de 20 M€



- 2017** Homologation FDA de la plateforme logicielle UNiD™ Hub
Homologation FDA du système de fixation thoraco-lombaire PASS Tulip®
Homologation FDA des cages intersomatiques en titane imprimées en 3D
- 2018** Levée obligataire de 30 m€ auprès de Perceptive Advisors, fonds US spécialisé dans la santé
Homologation FDA des cages intersomatiques sur mesure en titane imprimées en 3D
- 2020** Levée de 8,5 m€ par placement privé

3.2. Un acteur historique dans l'implant pour les pathologies thoraco-lombaires

La société Medtronic exerce son activité sur le marché de la chirurgie de la colonne vertébrale. Medtronic maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur allant de la conception à la fabrication intégrée et la distribution de 30 familles de dispositifs implantables marqués CE et homologués FDA.

La société a progressivement développé une gamme complète conçue dans le traitement des pathologies liées au rachis et notamment les pathologies thoraco-lombaires complexes.

Les implants pour le rachis thoracique et lombaire représentent la source majoritaire de revenus du groupe en 2019, notamment avec la commercialisation de la gamme PASS :

Gamme PASS – 89 % du CA groupe 2019

Les produits PASS représentent un système de fixation de « side » et de « top » loading. Les interventions consistent à une chirurgie de fusion pendant laquelle sont posées les deux tiges fixées au rachis (par des vis pédiculaires, des crochets ou des liens souples), afin de corriger l'alignement. Les produits PASS sont protégés par des brevets qui portent sur les spécificités techniques et physiques des implants :

- **Gamme PASS LP – 79 % du CA groupe 2019** : Cette gamme est utilisée pour le traitement des déformations de la colonne vertébrale, et présente le profil le plus bas du marché. Le système de fixation PASS LP de « side » loading est différenciant par rapport au standard du marché (environ 10% des chirurgies du rachis sont concernées par ce type de système). La gamme est composée de plus de 100 références et elle est commercialisée depuis 2007. Il existe une déclinaison PASS LP Pédiatrique (volume réduit de 40%). PASS LP et PASS XS sont marqués CE et homologués FDA. La gamme PASS LP permet d'accéder à la technologie UNiD ASI.
- **Gamme PASS Tulip – 5 % du CA groupe 2019** : Il s'agit d'un dispositif de fixation de « top-loading », ce qui représente le standard mondial pour le traitement des pathologies du rachis (par opposition du PASS LP, le PASS Tulip permet à Medtronic de s'adresser à tous les chirurgiens indépendamment de leur pratiques et préférences en termes d'instrumentation). La gamme a été lancée en 2017 et est marquée CE / homologuée FDA, La compatibilité de cette gamme avec les produits PASS LP offre une possibilité de traitement des indications complexes. De même, cette gamme permet d'accéder à la technologie UNiD ASI.
- **Gamme LigaPASS – 4 % du CA groupe 2019** : Il s'agit d'une gamme de systèmes de fixation par ligaments souples qui permettent de relier le rachis et la tige, composée de 10 références. Une version LigaPASS XS est destinée aux pathologies pédiatriques. Lancée en 2010, la gamme est produite en interne depuis 2018 et Medtronic dispose d'un savoir-faire spécifique en termes de tissage. Le système peut être associé avec les tiges sur mesure UNiD. Le LigaPASS et le LigaPASS XS sont marqués CE et homologués FDA.



- **Gamme PASS OCT – 1 % du CA groupe 2019** : Le système de fixation PASS OCT est une gamme destinée au traitement chirurgical postérieur des pathologies traumatiques et dégénératives de la colonne cervicale et thoracique supérieure. Le système peut être associé avec les tiges sur mesure UNiD. Le PASS OCT est marqué CE et homologué FDA.
- **Gamme PASS MIS – moins de 1 % du CA groupe 2019** : PASS MIS est un système de fixation postérieur par abord minimal invasif, percutané ou « mini-open », destiné aux cas traumatologiques, dégénératifs et tumoraux. Le PASS MIS est marqué CE et homologué FDA.
- **Gamme PASS Antérieur – moins de 1 % du CA groupe 2019** : PASS Antérieur est la gamme d'implants spécifiques permettant de réaliser des chirurgies par approche antérieure. Le PASS Antérieur est marqué CE et homologué FDA.

Gamme THORACO-LOMBAIRE – 3 % du CA groupe 2019

La gamme thoraco-lombaire est composée de produits dont la fonction thérapeutique repose sur le remplacement des disques intervertébraux endommagés au niveau des lombaires. Principalement composée de cages intersomatiques, la gamme comprend également des agrafes non compressives X JAWS (marquées CE et homologuées FDA) ainsi que des plaques lombo-sacrées antérieures STABOLT.

- **Cages lombaires IMPIX – 3 % du CA groupe 2019** : La gamme IMPIX est marquée CE et homologuée FDA. Les cages intersomatiques standards (IB3D) et sur-mesure (IB3D UNiD) sont produites en interne par impression 3D en titane. La gamme sur mesure est pionnier sur le marché des dispositifs destinés à la chirurgie de la colonne vertébrale. Cette gamme a obtenu le marquage CE et a été homologuée FDA. Les cages Impix sont protégées par des brevets qui portent sur les spécificités techniques et physiques des implants.

La gamme CERVICAL regroupe l'ensemble des implants pour le rachis cervical.

CERVICAL – implants pour le rachis cervical – 8 % du CA groupe 2019

- **Cages cervicales IMPIX-C et IMPIX-MANTA – 7 % du CA groupe 2019** : Ces cages ont pour fonction de remplacer les disques intervertébraux au niveau cervical et existent également en version préremplie avec un substitut osseux synthétique. Les cages standards sont marquées CE et homologuées FDA, et les cages préremplies sont marquées CE.
- **Agrafes compressives C-JAWS et K-JAWS – moins de 1 % du CA groupe 2019** : C-JAWS et K-JAWS sont marquées CE et homologuées FDA.
- **Prothèse de disques GRANVIA C (non-fusion) – moins de 1 % du CA groupe 2019** : GRANVIA C est une prothèse cervicale en céramique, compatible avec l'IRM qui protège la mobilité de la colonne vertébrale et absorbe les chocs. GRANVIA C est marquée CE. La prothèse n'est pas homologuée FDA.
- **Cages cervicales sécurisées C-CURVE – moins de 1 % du CA groupe 2019** : Ces cages ont pour fonction de remplacer les disques intervertébraux au niveau cervical. La gamme est composée des cages en PEEK et en titane.



3.3. Vers un accompagnement sur-mesure et prédictif : la technologie UNiD®

Initialement fabricant et distributeur d'implants et de tiges standardisées, le groupe a investi son savoir-faire dans l'apport aux chirurgiens de solutions toujours plus innovantes et sur-mesure à travers le développement de la gamme UNiD®. Cette gamme permet aux chirurgiens de disposer de tige pré-courbées selon les particularités de leurs patients, notamment l'équilibre sagittal actuel et sa probable évolution.

Le groupe se positionne sur une approche personnalisée (spécifique à chaque patient) avec le développement de la technologie UNiD®-ASI (Adaptive Spine Intelligence) basée sur un modèle prédictif.

Ainsi, les données cliniques préopératoires partagées par les chirurgiens sur la plateforme cloud UNiD™-Hub (radiographies et données démographiques du patient) sont exploitées par des équipes d'ingénieurs du UNiD®-Lab qui proposent une approche spécifique en aidant les chirurgiens à présélectionner un implant en série ou à le concevoir spécifiquement.

A l'aide d'algorithmes d'apprentissage des logiciels UNiD-Lab et UNiD-Analyser, les ingénieurs du Lab analysent les données des opérations passées pour améliorer l'approche (*deep learning*).

Medicrea est devenue la première société spécialisée dans la colonne vertébrale à commercialiser des tiges sur mesure et des cages intersomatiques sur mesure imprimées en 3D (implants UNiD®-TEK). Les tiges sur mesure UNiD® sont garanties à vie par la société (aux Etats-Unis uniquement). Cette technologie est protégée par une dizaine de brevets notamment dans l'approche de planification préopératoire et connaît un développement principalement sur le territoire nord-américain. Actuellement, le nombre d'opérations réalisées avec l'assistance de la technologie UNiD® est de l'ordre de 200 par mois.

3.4. Répartition de l'actionnariat actuel

Au 31 août 2020, le capital social de la société s'élève à 3 393 541,28 euros, divisé en 21 209 633 actions de valeur nominale de 0,16 euro.

Un droit de vote double, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions nominatives, entièrement libérées, inscrites au nom d'un même actionnaire depuis quatre ans au moins, ainsi que, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

A la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote de la société au 31 août 2020 sont répartis comme suit :

Capital et droits de vote au 31 août 2020				
Actionnaires	Nb d'actions	% capital	Droits de vote théoriques ^{1 2}	% droits de vote théoriques ^{1 2}
Direction et management	3 839 784	18,1%	6 087 179	25,4%
Salariés	102 814	0,5%	106 367	0,4%
Fonds d'investissements	13 277 826	62,7%	13 598 687	56,8%
Business angels	1 533 601	7,2%	1 652 254	6,9%
Actions auto-détenues	303	0,0%	-	0,0%
Flottant	2 415 305	11,4%	2 481 079	10,4%
Total	21 169 633	100%	23 925 566	100%

1 Les droits de vote sont calculés sur la base de l'ensemble des actions composant le capital, y compris les actions privées de droits de vote

2 Un droit de vote double, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions nominatives, entièrement libérées, inscrites au nom d'un même actionnaire depuis quatre ans au moins

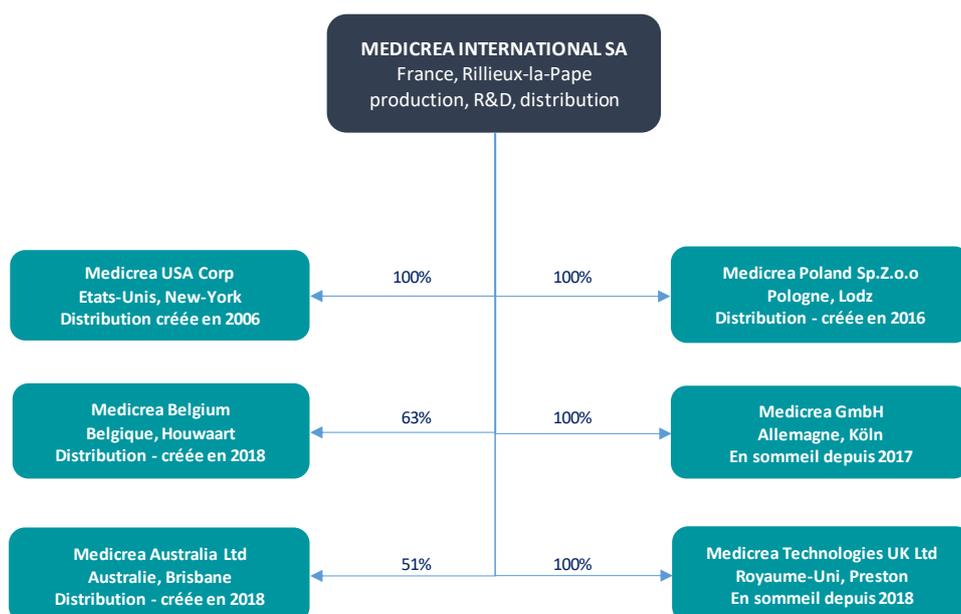


L'impact des instruments dilutifs donnant un accès différé au capital est traité au paragraphe 4.1.2 du présent rapport.

3.5. Organigramme juridique du groupe

La société Medicrea exerce son activité sur le marché de la chirurgie de la colonne vertébrale. Medicrea est cotée depuis juin 2016 sur Euronext Growth Paris, code ISIN FR 0004178572 et mnémonique ALMED. Medicrea est également cotée sur le marché Best Market OTCQX aux Etats Unis sous le symbole MRNTF.

L'organigramme juridique du groupe est présenté ci-après⁹ :



La société Medicrea International SA est la société mère du groupe. Depuis le regroupement de l'activité sur un site unique qui a eu lieu en 2017, la société est basée à Rillieux-la-Pape, à proximité de Lyon (transfert de l'ancien siège de Neyron dans l'Ain et de l'unité de production de La Rochelle). La société Medicrea International SA réalise les activités de production (unité de production en séries et de développement d'implants sur mesure), de recherche et de développement, et la fonction commerciale et administrative.

Toutes les filiales de la société, hormis la filiale belge, distribuent exclusivement des produits Medicrea. Depuis 30 juin 2018, la filiale Belge a arrêté l'activité de négoce de substituts osseux et d'implants orthopédiques autres que ceux concernant la colonne vertébrale. Elle continue de vendre de produits d'autres marques qui n'existent pas dans les gammes de Medicrea et cette activité représente environ 1/3 du chiffre d'affaire de la filiale.

Les principales informations chiffrées pour les sociétés composant le groupe sont présentées ci-après :

⁹ Il est à noter que la filiale belge a été constituée en tant que Joint-Venture avec le partenaire de distribution historique en Belgique (Medicrea a participé à 51% à la création, et la détention a été portée à 63% en 2019). Un pacte d'actionnaires porte sur l'achat de 12,5% par an (entre 2019 et 2022) sur la base d'un multiple de 10 x EBITDA. De même, la filiale australienne a été constituée en tant que Joint-Venture avec le partenaire local (Medicrea a participé à 51% à la création). Un pacte d'actionnaires porte sur l'achat de 12,5% par an (entre 2021 et 2024) sur la base d'un multiple de 7 x EBITDA.



en k€							
Société	Valeur des titres		Chiffre d'affaires		REX		Effectif en nb.
	VB	VN	2018	2019	2018	2019	
Medicrea International SA			19 750	19 930	-6 235	-4 210	131
Medicrea UK - en sommeil depuis 2018	3 237	0	168	0	-470	-27	0
Medicrea USA	27 278	27 278	15 564	17 887	-4 702	-4 964	38
Medicrea Gmbh - en sommeil depuis 2017	1 363	0	0	0			
Medicrea Poland	47	0	292	275	-480	-281	3
Medicrea Belgium	2 887	2 887	5 064	3 730	1 927	1 767	12
Medicrea Australia	97	97	218	641	1	-56	0

Sources : Rapport annuel 2019

3.6. Evolution de la performance

3.6.1. Remarques liminaires

Le Groupe établit ses comptes consolidés selon les normes IFRS. La revue de l'impact des nouvelles normes sur les années 2018 et 2019 appelle les commentaires suivants :

- la mise en œuvre des normes IFRS 9 et IFRS 15 sur les instruments financiers et les contrats clients, applicables au 1er janvier 2018, n'a pas eu d'impact significatif sur les comptes consolidés, notamment en matière de reconnaissance du chiffre d'affaires ;
- le Groupe a appliqué rétroactivement la norme IFRS 16 sur les contrats de location à compter du 1^{er} janvier 2019, sans mesures de simplification.

Le Groupe a réalisé 2 opérations de croissance sur la période observée : création des filiales belge et australienne en 2018 en partenariat avec des distributeurs locaux, afin de permettre à Medicrea de reprendre le contrôle de la distribution de ses produits dans ces pays (goodwill constatés pour 9,4 m€, cf. infra).

Le cours moyen EUR/USD utilisé en consolidation s'élève à 1,121 pour l'exercice 2019, 1,184 pour l'exercice 2018 et 1,125 pour l'exercice 2017. Les impacts des variations liées au taux de change sur les principaux agrégats sont indiqués ci-après.

Les fluctuations monétaires entre l'euro et les autres devises utilisées (zloty polonais et dollars australien) n'ont pas d'impact significatif sur les comptes du Groupe.

La crise sanitaire relative au Covid-19 a été traitée comme un événement postérieur à la clôture de l'exercice clos au 31 décembre 2019. Par conséquent, elle n'a pas eu d'impact sur les états financiers des comptes clos au 31 décembre 2019.

Les colonnes « 2018 hors IFRS 16 » et « 2019 hors IFRS 16 » ont été établies par nos soins pour les besoins de l'analyse financière. En effet, comme indiqué ci-après, notre évaluation a été effectuée à partir d'agrégats hors IFRS 16 (nous avons maintenu le retraitement des contrats de crédits-baux et exclu celui lié aux contrats de location simple).



Compte de résultat consolidé								
en k€	Budget 2017 hors IFRS ¹	31.12.2017 hors IFRS 16 ¹	Budget 2018 hors IFRS ¹	31.12.2018 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018	Budget 2019	31.12.2019 hors IFRS 16 ¹	31.12.2019
Chiffre d'affaires	37 526	27 148	37 820	32 279	32 279	40 484	32 721	32 721
<i>évolution CA</i>		<i>n.a.</i>		<i>19%</i>	<i>19%</i>		<i>1%</i>	<i>1%</i>
Coût des ventes		-7 316		-9 283	-9 195		-7 406	-7 254
Marge brute	28 897	19 832	28 366	22 996	23 084	31 254	25 315	25 467
<i>en % du CA</i>		<i>73%</i>		<i>71%</i>	<i>72%</i>		<i>77%</i>	<i>78%</i>
Frais de recherche et développement		-2 017		-3 067	-3 061		-2 959	-2 950
Frais de commercialisation		-15 240		-16 532	-16 523		-16 188	-16 188
Commissions sur ventes		-2 776		-3 717	-3 717		-5 045	-5 045
Frais administratifs		-7 399		-7 469	-7 310		-7 460	-7 317
Autres produits et charges opérationnels		-924		-561	-561		-678	-678
Résultat opérationnel avant paiements en actions	-3 765	-8 525	-3 557	-8 350	-8 089	-3 570	-7 015	-6 711
<i>en % du CA</i>		<i>-31%</i>		<i>-26%</i>	<i>-25%</i>		<i>-21%</i>	<i>-21%</i>
Charges de personnel liées aux paiements en actions		-287		-728	-728		-2 000	-2 000
Résultat opérationnel après paiements en actions	-4 160	-8 812	-4 126	-9 078	-8 817	-5 581	-9 014	-8 710
<i>en % du CA</i>		<i>-32%</i>		<i>-28%</i>	<i>-27%</i>		<i>-28%</i>	<i>-27%</i>
Coût de l'endettement financier net		-2 249		-2 428	-2 936		-3 869	-4 344
Autres (charges) / produits financiers		-171		166	166		-356	-356
(Charges) / produits d'impôts		505		-470	-444		-2 183	-2 140
Résultat net consolidé	-5 840	-10 727	-6 377	-11 810	-12 031	-9 906	-15 423	-15 550
<i>Résultat net par action</i>	<i>n.a.</i>	<i>-0,9</i>	<i>n.a.</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,8</i>	<i>n.a.</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,0</i>
<i>Résultat net dilué par action</i>	<i>n.a.</i>	<i>-0,9</i>	<i>n.a.</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,8</i>	<i>n.a.</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,0</i>

(1) hors effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les contrats d'its de "location simple"

3.6.2. Chiffre d'affaires

En préambule, il convient de noter que le chiffre d'affaires réalisé est inférieur au budget sur les exercices présentés (écarts de 28% en 2017, 15% en 2018 et 19% en 2019).

Sur l'année 2019, les ventes atteignent 32,7 m€ et progressent de +11% par rapport à l'exercice précédent à périmètre comparable, le Groupe ayant cessé en 2019 la commercialisation d'activités non stratégiques qui représentaient 2,9 m€ de chiffre d'affaires en 2018. La croissance en valeurs absolue et relative est essentiellement tirée en 2019 par le marché américain (+15%).

La hausse du chiffre d'affaires de 19% en 2018 est directement liée à la création des filiales de distribution belge et australienne en 2018 réalisant un chiffre d'affaires de 5,3 m€ pour leur première année d'activité (dont 5,1 m€ pour la seule filiale belge). A périmètre constant, le chiffre d'affaires du Groupe est stable entre les exercices 2017 et 2018 (-0,6%).

Le groupe réalise plus de 50% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis et environ 20% en France. La Belgique et l'Australie contribuent également au chiffre d'affaires (cf. tableau ci-dessous).

Répartition du chiffre d'affaire par zone géographique						
en k€	31.12.2017	%	31.12.2018	%	31.12.2019	%
Etats-Unis	16 001	59%	15 567	48%	17 887	55%
France	5 966	22%	6 080	19%	6 513	20%
Belgique	0	0%	5 064	16%	3 731	11%
Australie	0	0%	218	1%	641	2%
Pologne	121	0%	292	1%	275	1%
Reste de l'Europe	3 208	12%	2 646	8%	1 443	4%
Reste du monde	1 853	7%	2 412	7%	2 231	7%
Total	27 148		32 279		32 721	

La diminution du chiffre d'affaires en Belgique entre 2018 et 2019 s'explique par l'activité temporaire de négoce réalisée par la filiale Medicrea Belgium (1,9 m€ en 2018) et non poursuivie à compter du 1^{er} juillet 2018. Retraité de cet élément, le chiffre d'affaires de la filiale augmente de 15% en 2019.

Le chiffre d'affaires de Medicrea est composé quasi-exclusivement de ventes d'implants (tiges et vis principalement) et d'instruments. L'offre UNiD®-ASI dont le développement représente le principal enjeu de Medicrea pour le marché US affiche une forte progression depuis son lancement en 2013.



Ainsi, 1 850 chirurgies UNiD ont été réalisées en 2019, contre 1 248 en 2018 et 825 en 2017. La progression du chiffre d'affaires UNiD ASI et son poids dans les ventes totales du groupe est présenté ci-après :

Poids des chirurgies UNiD dans le total des ventes Groupe					
en m€	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018*	31/12/2019
Produits traditionnels	24	22	19	19	18
UNiD ASI	4	8	9	11	14
Total	28	29	27	30	33
<i>% UNiD ASI dans le total</i>	13%	26%	32%	36%	44%
<i>progression UNiD ASI</i>		111%	14%	26%	30%

* Données 2018 retraitées de l'activité de négoce en Belgique interrompue au 1er juillet 2018

Source : documentation société

La progression de la technologie UNiD sur le marché USA est encore plus marquante et le poids des chirurgies UNiD dans le total du chiffre d'affaires réalisé par la filiale Medicea USA s'établit à 67% en 2019, contre 60% en 2018 et 46% en 2017 :

Poids des chirurgies UNiD dans le total des ventes de la filiale Medicea USA					
en m\$	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Produits traditionnels	15	12	10	7	7
UNiD ASI	3	7	8	11	13
Total ventes Medicea USA	18	20	18	18	20
<i>% UNiD ASI dans le total</i>	18%	37%	46%	60%	67%
<i>progression UNiD ASI</i>		118%	15%	34%	21%

Source : documentation société

Il est à noter que les tiges UNiD sont compatibles avec les gammes d'implants traditionnelles du groupe, ainsi, les chirurgies UNiD peuvent générer des ventes de plusieurs produits, et notamment les montages PASS LP et PASS Tulip.

Deux produits ont été lancés en 2019 – les vis Tulip Genesis et les cages cervicales C-Curve. Nous n'avons pas noté d'arrêt de gamme majeure sur la période observée.

A noter que Medicea réalise une partie importante de son chiffre d'affaires en dollars. Les variations des taux de change ont eu un impact sur l'évolution des ventes : la croissance du chiffre d'affaires Groupe 2019 par rapport à 2018 s'établit à -2% à taux de change constant et à +1% à taux de change courant.

3.6.3. Marge brute

La marge brute atteint en 2019 25,5 m€, en hausse de 2,4 m€ par rapport à l'année précédente (dont +0,9 m€ lié à l'impact positif de la variation du cours EUR/USD). Cette marge est générée à 62% par Medicea USA (56% en 2018), à 16% par l'activité en France (idem 2018), à 11% par Medicea Belgium (15% en 2018) et à 8% par les ventes réalisées au travers des distributeurs (9% en 2018).

Le taux de marge brute s'est amélioré de 6 points en 2019 (dont 3 points liés à l'impact positif de la variation du cours EUR/USD) pour atteindre 78% du fait d'une meilleure utilisation de l'outil industriel, d'une baisse significative du recours à la sous-traitance et d'une répartition plus favorable du mix produit, notamment grâce à l'augmentation du CA aux Etats-Unis (+14,9%) où les prix de vente sont plus élevés. Le recul du taux de marge brute entre 2017 et 2018 s'explique par une répartition des ventes par produits et pays différentes, des impacts défavorables de change (cf. cours moyen EUR/USD supra) et la finalisation de la réorganisation industrielle entamée lors du déménagement de l'usine en 2017.



La croissance régulière de la marge brute est le fruit de deux éléments :

- la croissance régulière des ventes aux Etats-Unis où le prix de vente est nettement plus élevé que sur les autres marchés, générant ainsi un taux de marge plus important ;
- la baisse des coûts de revient industriels consécutive à l'internalisation croissante de la production.

La société ne suit pas une marge consolidée réelle par gamme (les données par produits n'étant disponibles qu'au niveau de la marge brute standard).

3.6.4. Frais de recherche et développement (R&D)

La R&D est au cœur de la stratégie de création de valeur du Groupe. Le Groupe consacre depuis plusieurs années un montant important de ses ressources financières aux activités de recherche et développement.

Les frais de recherche et développement constatés en charges (nets des frais de développement activés) s'élèvent à 2,9 m€ sur l'exercice 2019 (stables par rapport à 2018). L'augmentation de 1 m€ en 2018 reflète les efforts du Groupe pour développer et compléter l'offre logicielle des produits sur-mesure et services associés UNiD ASI.

Ce poste est constitué principalement :

- des charges de personnel des salariés dédiés au service concerné (cf. décomposition des charges de personnel infra) ;
- des dotations aux amortissements des frais de R&D (cf. décomposition des dotations aux amortissements infra);
- des coûts directs liés au développement des projets : essais mécaniques, frais d'homologation, prototypes...

Le Groupe bénéficie du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) qui s'élève à 1 m€ par an sur la période observée, et l'impute en totalité sur les frais de recherche (il n'y a pas de quote-part de CIR imputée sur les coûts de développement activés).

Pour information, la part des coûts de développement activés représente environ 80% des coûts de développement totaux.

Décomposition de la charge nette de R&D			
en m€	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Frais de R&D	3,8	3,4	3,2
% du chiffre d'affaires	14%	11%	10%
Frais de R&D activés	(2,9)	(1,9)	(2,1)
Amortissements	2,0	2,5	2,8
Crédit d'impôt Recherche (CIR)	(0,9)	(0,9)	(1,0)
Total des frais après activation et CIR	2,0	3,1	2,9

Il est à noter que l'écart entre les frais activés et l'amortissement correspondant ressort à - 0,7 m€ en 2019 (amortissements des frais sur 5 ans).

Les frais de développement en 2017 et 2018 intégraient des frais de développement spécifiques sur la gamme UNiD (cf. infra).

3.6.5. Frais de commercialisation hors commissions sur ventes

Les frais de commercialisation sont stables en 2019 à 16,2 m€ (49 % du chiffre d'affaires) contre 16,3 m€ en 2018 (51% du chiffre d'affaires).

L'augmentation des frais de commercialisation entre 2017 et 2018 de 1,3 m€ s'explique principalement par l'ouverture des deux nouvelles filiales de distribution belge et australienne en 2018 (dont une hausse de charges de personnel de 0,5 m€).



Les frais de commercialisation intègrent des charges de personnel qui constituent environ 50% des frais de commercialisation sur la période observée (cf. décomposition des charges de personnel infra).

3.6.6. Commissions sur ventes

Les commissions sur ventes augmentent en 2019 de 1,3 m€ pour atteindre 5,0 m€. Elles concernent principalement Medicea USA (le Groupe réalise 55% de son activité aux Etats-Unis en 2019). Elles sont proportionnelles au chiffre d'affaires réalisé aux Etats-Unis et rémunèrent le travail commercial des agents (« distributeurs » aux Etats-Unis) auxquels le Groupe fait appel afin de le représenter auprès des hôpitaux et chirurgiens utilisateurs. L'augmentation du taux de commissions en 2017 et 2019, présentée dans le tableau ci-dessous, est principalement lié à l'augmentation du poids des ventes indirectes (poids des ventes via ces agents). Le % des ventes indirectes réalisées aux Etats-Unis est en effet passé de 60% du chiffre d'affaires en 2017 à 95% en 2019.

Ce poste est en augmentation de 1,3 m€ en 2019 du fait de l'augmentation de la proportion du chiffre d'affaires réalisé aux Etats-Unis (55% en 2019 contre 48% en 2018) dans un environnement où le taux global de commissionnement est stable à 29% :

Taux de commissions sur le chiffre d'affaires USA			
en k€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
CA réalisé aux USA	16 001	15 567	17 887
CA Medicea USA	10 444	12 966	17 232
Commissions sur ventes	2 776	3 717	5 045
Taux de commissions sur ventes USA	27%	29%	29%

3.6.7. Frais administratifs

Les frais administratifs sont stables sur la période observée (entre 7,3 m€ et 7,4 m€) et sont principalement composés de charges de personnel et des charges de loyers (rappel : notre analyse a porté sur les comptes avant application d'IFRS 16).

3.6.8. Décomposition des charges de personnel et des dotations aux amortissements avant IFRS 16 par fonction

Le Groupe affecte les charges de personnel par fonction au réel selon l'affectation des salariés.

Les dotations aux amortissements sont également réparties au réel, à l'exception de celles relatives aux bâtiments pour lesquelles une clé de répartition est utilisée en fonction de la surface occupée : 50% pour la production, 47% pour l'administratif et 3% pour la R&D.

Charges de personnel et des dotations aux amortissements par fonction																
en k€	31/12/2017 hors IFRS 16			31/12/2018 hors IFRS 16			31/12/2018 yc IFRS 16			31/12/2019 yc IFRS 16						
	charges de personnel	%	dot. aux amortis.	charges de personnel	%	dot. aux amortis.	charges de personnel	%	dot. aux amortis.	charges de personnel	%	dot. aux amortis.				
Production	2 540	19%	381	8%	3 063	21%	641	11%	3 063	21%	1 119	14%	2 928	21%	1 131	14%
R&D *	341	3%	2 041	41%	614	4%	2 519	42%	220	1%	2 548	32%	66	0%	2 853	36%
<i>dont salaires et charges</i>	1 598			1 747			1 747						1 812			
<i>dont quote-part des frais activés</i>	(1 257)			(1 133)			(1 186)						(1 363)			
<i>dont reclassement du CIR</i>							(341)						(383)			
Commercialisation	7 909	58%	1 746	35%	8 509	57%	2 053	34%	8 509	57%	2 277	28%	8 182	58%	1 948	24%
Administration	2 759	20%	774	15%	2 714	18%	780	13%	2 714	18%	2 022	25%	2 830	20%	2 062	26%
Autres produits et charges opérationnels			56	1%			41	1%			41	1%				
Total	13 549		4 997		14 900		6 034		14 506		8 008		14 006		7 995	

* correspond aux frais de personnel non activés

Les charges de personnel représentent une part très significative des coûts opérationnels. Au 31 décembre 2019, l'effectif du Groupe s'établit à 184 salariés établis principalement en France (70%) et aux Etats-Unis (20%). L'effectif moyen du Groupe s'élève à 184 en 2019, contre 179 en 2018 et 172 en 2017.



3.6.9. EBITDA

Passage du résultat opérationnel à l'EBITDA					
en K€	31.12.2017 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018	31.12.2019 hors IFRS 16 ¹	31.12.2019
Résultat opérationnel avant paiements en actions et avant autres produits et charges	-7 601	-7 789	-7 528	-6 337	-6 032
Amortissements hors IFRS 16	4 896	5 978	5 978	5 954	5 954
Amortissements des droits d'utilisation IFRS 16	n.a.	n.a.	1 974	n.a.	2 025
Provisions	577	129	129	1 110	1 110
EBITDA	-2 128	-1 682	553	727	3 057

(1) hors effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les contrats dits de "location simple"

L'EBITDA hors IFRS 16 est positif en 2019, en amélioration de 2,2 m€ par rapport à 2018. Cette progression s'explique par l'augmentation du taux de marge de 6 points (impact de +1,5 m€) mais également par une réduction des autres achats et charges externes (dépenses directes pour le développement de produits -0,4 m€, frais de déplacement -0,4 m€).

Concernant les impacts des variations de périmètre sur l'EBITDA, il est à noter :

- l'arrêt de l'activité de réparation de moteurs pour appareils chirurgicaux fin 2018. Cette activité accessoire générait environ 1 m€ de chiffre d'affaires par an et était profitable ;
- une activité temporaire de négoce (achat revente de substitut osseux) effectuée par Medicrea Belgium entre février et juin 2018 ayant généré un chiffre d'affaires de 1,9 m€ avec une marge d'environ 50%.

L'impact sur l'EBITDA de la variation du cours EUR/USD entre 2018 et 2019 est non significatif (l'impact de +0,9 m€ sur la marge étant annulé par l'impact inverse sur les charges).

3.6.10. Résultat financier avant IFRS 16

L'augmentation significative du coût de l'endettement financier en 2019 (+1,4 m€ par rapport à 2018) est principalement due à l'emprunt obligataire de 36 m\$ souscrit pour 30 m\$ fin 2018 et pour 6 m\$ fin 2019 rémunéré à un taux d'intérêt qui s'est élevé à 11% en 2019.

3.6.11. Charges de personnel liées aux paiements en actions

Les charges de personnel liées aux paiements en actions s'élèvent à 2 m€ en 2019, en forte augmentation par rapport à l'exercice précédent à la suite des actions gratuites attribuées en décembre 2018 à plusieurs dirigeants.

3.6.12. Impôt sur le résultat

La charge d'impôt de 2,1 m€ en 2019 s'explique essentiellement par le passage en perte de l'intégralité des déficits fiscaux antérieurement activés par Medicrea USA (charge d'impôt de 1,6 m€) compte-tenu du plan d'affaires de Medicrea USA qui ne prévoit pas de retour rapide à la rentabilité.

Décomposition de la charge d'impôt			
en k€	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Impôt exigible	0	620	532
Impôt différé	(505)	(176)	1 608
Total	(505)	444	2 140

La charge d'impôt exigible en 2018 et 2019 concerne uniquement Medicrea Belgium.



3.7. Evolution de la structure du patrimoine

Préliminaires : Cf. supra 3.6

Bilan fonctionnel					
en k€	31.12.2017 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018	31.12.2019 hors IFRS 16 ¹	31.12.2019
Goodwill	2 627	12 132	12 132	12 053	12 053
Immobilisations incorporelles	7 883	8 099	8 099	8 389	8 389
Immobilisations corporelles	10 772	10 354	25 873	9 724	23 856
Immobilisations financières	687	651	651	677	677
Actif immobilisé	21 968	31 235	46 754	30 844	44 976
Stocks	9 813	9 662	9 662	9 306	9 306
Créances clients	3 973	5 361	5 361	4 898	4 898
Créances fiscales hors IS	793	650	650	547	547
Créances d'IS (CIR)	897	888	888	1 046	1 046
Créances sociales	5	6	6	5	5
Autres créances d'exploitation (factor)	191	131	131	214	214
Charges constatées d'avance	224	778	778	817	817
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-4 673	-4 803	-4 803	-5 041	-5 041
Dettes fiscales	-238	-713	-713	-810	-810
Dettes sociales	-1 871	-2 024	-2 024	-2 160	-2 160
BFR d'exploitation	9 114	9 934	9 934	8 821	8 821
<i>en % du CA</i>	<i>34%</i>	<i>31%</i>	<i>31%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>
Impôts différés actif	2 044	2 122	2 303	374	664
Autres créances hors exploitation	105	29	29	20	20
Dettes fournisseurs d'immobilisations	0	0	0	0	0
Autres dettes hors exploitation	-440	-417	-417	-336	-336
Impôts différés passif	-860	-670	-670	-561	-561
Avances conditionnées	-196	-100	-100	0	0
BFR hors exploitation	654	965	1 146	-504	-213
<i>en % du CA</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>-2%</i>	<i>-1%</i>
Besoin en fonds de roulement global	9 768	10 900	11 080	8 318	8 608
<i>en % du CA</i>	<i>36%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>25%</i>	<i>26%</i>
Emprunts obligataires	-15 602	-23 459	-23 459	-28 901	-28 901
Emprunts auprès des établissements de crédit	-3 218	-1 316	-1 316	-3 208	-3 208
Crédit-bail	-1 039	-1 078		-633	
Locations financières	-355	-317	-18 000	-213	-16 251
Intérêts courus sur emprunts	-8	-1	-1	-3	-3
Engagement de rachat des minoritaires (Belgique et Australie)	0	-9 624	-9 624	-7 080	-7 080
Autres	-12	0	0	0	0
Dettes financières long terme	-20 233	-35 794	-52 399	-40 037	-55 442
C/C associé de MEDICREA BELGIUM	0	-681	-681	-60	-60
Découverts bancaires	-888	-791	-791	-791	-1 112
Autres dettes financières court terme	-5	0	0	-326	-5
Dettes financières court terme	-893	-1 472	-1 472	-1 176	-1 176
Disponibilités	11 981	10 803	10 803	3 807	3 807
Position financière nette	-9 146	-26 463	-43 068	-37 406	-52 811
Provisions pour pensions	600	639	639	778	778
Provisions pour litiges	178	100	100	110	110
Autres provisions	22	5	5	5	5
Provisions pour risques et charges	800	744	744	892	892
Capitaux propres	21 790	14 927	14 022	863	-119

(1) hors effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les contrats dits de "location simple"

3.7.1. Goodwill

Au 31 décembre 2019, les goodwill sont constitués essentiellement du goodwill de la filiale belge créée en 2018 pour 8,8 m€ et du goodwill de la filiale australienne créée en 2018 pour 0,7 m€. Ces goodwill ont été calculés en retenant une hypothèse d'acquisition à 100% des 2 filiales, conformément aux pactes d'actionnaires signés.

L'analyse sur l'affectation des prix d'acquisition a conduit à constater l'écart de 1ère consolidation en goodwill en totalité. Aucune dépréciation des goodwill n'a été constatée sur les exercices présentés. Pour information, la société a identifié une seule UGT pour ses tests de dépréciation et n'a pas identifié d'indices de perte de valeur en 2018 et 2019.



3.7.2. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement constituées des frais de développement activés pour 4,6 m€ au 31 décembre 2019.

Immobilisations nettes					
en k€	31.12.2017 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018	31.12.2019 hors IFRS 16 ¹	31.12.2019
Frais de recherche et développement	4 763	4 707	4 707	4 577	4 577
Brevets et droits similaires	1 326	1 215	1 215	1 316	1 316
Licences et logiciels	1 794	2 177	2 177	2 496	2 496
Marques	0	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	7 883	8 099	8 099	8 389	8 389

(1) hors effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les contrats dits de "location simple"

Les projets de développements sont amortis sur 5 ans à compter de la date d'activation. Nous notons que la durée d'amortissement est courte au regard de la période d'exploitation effective des projets.

Coûts de développement activés			
en k€	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Valeur brute	12 439	14 087	15 752
Amortissement	-7 675	-9 380	-11 175
Dépréciation	0	0	0
Valeur nette comptable des coûts de développement	4 763	4 707	4 577
Investissements bruts	2 938	1 921	2 128
Crédit d'impôt recherche	0	0	0
Investissement nets	2 938	1 921	2 128
Mise au rebut	0	0	0

Les investissements réalisés en 2018 et 2019 concernant essentiellement les projets UNiD, PASS Tulip Genesis et IMPIX 3D LOMBAIRE.

La société nous a indiqué qu'aucune mise au rebut significative n'est intervenue sur les exercices présentés.

Les immobilisations incorporelles en cours sont non significatives au 31 décembre 2019. Aucune dépréciation n'a été constatée sur les exercices présentés.

3.7.3. Immobilisations corporelles hors IFRS 16

Immobilisations nettes					
en k€	31.12.2017 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018	31.12.2019 hors IFRS 16 ¹	31.12.2019
Constructions	0	0	15 244	0	13 751
Installations techniques et matériels	3 590	3 176	3 176	2 783	2 783
Matériel de dématérialisation	279	347	347	269	269
Kits d'instruments	2 363	2 773	2 773	2 977	2 977
Matériel informatique et de bureau	1 219	930	932	661	662
Autres immobilisations	3 319	3 128	3 402	3 034	3 413
Immobilisations corporelles	10 772	10 354	25 873	9 724	23 856

(1) hors effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les contrats dits de "location simple"

Le Groupe n'est pas propriétaire de constructions.

Les immobilisations corporelles sont essentiellement composées de kits d'instruments et d'installations techniques.

Les kits d'instruments sont mis à la disposition des chirurgiens : ces matériels sont consignés dans les établissements de santé ou disponibles sous forme de prêts. Les instruments sont comptabilisés en



immobilisations corporelles et amortis sur une durée de 3 ans. Au 31 décembre 2019, la valeur nette comptable des kits d'instruments est de 2 977 k€.

Les installations techniques (valeur nette comptable de 2 783 k€ à fin 2019) sont essentiellement constituées du parc de machines du Groupe. Sur l'exercice 2019, le Groupe a poursuivi l'extension de son parc avec un investissement de 0,3 million d'euros qui concerne principalement une nouvelle machine permettant de cintrer les tiges sur mesure en 3D.

Les acquisitions d'immobilisations en 2017, 2018 et 2019 sont essentiellement constituées :

- de kits d'instruments : en moyenne 2 m€ par an sur la période observée ;
- des coûts de développement activés (hors développement logiciels) : environ 1,7 m€ par an ;
- des coûts de développement des logiciels : environ 1 m€ par an, principalement pour le développement du projet UNiD HUB.

Il est à noter des acquisitions d'immobilisations plus importantes en 2017 liées aux coûts d'agencement du site de Rillieux-la-Pape suite au déménagement cette même année.

Aucune cession significative n'est intervenue en 2018 et 2019. Par ailleurs, aucune dépréciation n'a été constatée sur les exercices présentés.

3.7.4. Immobilisations financières

Les immobilisations financières sont essentiellement constituées par des dépôts et cautionnements et ne comprennent aucun titre non consolidé.

3.7.5. BFR d'exploitation

Le BFR d'exploitation s'élève à 24% du chiffre d'affaires en 2019, contre 28% en 2018 et 30% en 2017. Le niveau du BFR est élevé compte-tenu des stocks de produits finis.

La diminution du % en 2017 et 2019 est liée essentiellement à la baisse du niveau des stocks sur la période observée.

Stocks

Les stocks sont composés à 90% de produits finis et semi-finis. Ils s'élèvent à 9,3 m€ au 31 décembre 2019, en baisse de 0,4 m€ par rapport au 31 décembre 2018. Ils augmentent toutefois en valeur brute de + 6% par rapport à 2018 : la hausse est due au lancement de la nouvelle gamme de vis et de fixations pédiculaires PASS Tulip pour les chirurgies dégénératives de la colonne vertébrale.

Les dépréciations représentent au 31 décembre 2019 en moyenne 33% des valeurs brutes contre 27% au 31 décembre 2018. L'augmentation concerne principalement les produits finis et résulte d'une revue détaillée des perspectives de ventes d'un certain nombre de produits dont les stocks disponibles sont élevés par rapport aux consommations futures attendues, de l'arrêt envisagé de gammes vieillissantes, ainsi que de la mise au rebut projetée d'articles devenant impropres à la vente compte tenu de la date de péremption dépassée ou de cycles de stérilisation maximum atteints.

L'impact des créations des 2 filiales belge et australienne est non significatif sur la période observée car leurs stocks sont faibles. Les stocks sont principalement détenus en France et aux Etats-Unis (plus de 90% des stocks du Groupe).

Créances clients

Les créances clients s'élèvent à 4,9 m€ à fin 2019, contre 5,4 m€ à fin 2018. La diminution de 0,5 m€ des créances clients est consécutive à la réduction des délais moyens de règlement qui passent de 59 jours au 31 décembre 2018 à 55 jours au 31 décembre 2019. Entre 2017 et 2018, la hausse de 1,4 m€ était imputable :

- à la création des filiales belge et australienne à hauteur de 0,6 m€ ;
- à une dégradation du délai de règlement clients passant de 55 jours à fin 2017 à 59 jours à fin 2018.



Délais de règlement clients			
	2017	2018	2019
en nombre de jours	55	59	55

Les dépréciations clients sont non significatives sur la période observée. La hausse de 0,1 m€ en 2019 s'explique principalement par le dépôt de bilan post clôture d'un distributeur portoricain de Medicea USA.

Les créances clients factorisées ne sont pas déconsolidées et sont généralement non significatives sur la période observée (entre 0,1 m€ et 0,4 m€). Les principales créances factorisées sont des créances sur des hôpitaux français et le montant mobilisable maximum s'élève à 500 k€.

Créances d'impôt sur les sociétés

Les créances d'IS correspondent aux CIR (cf. supra). Le Groupe bénéficie du remboursement rapide du CIR compte-tenu de son statut de PME au sens communautaire.

Dettes fournisseurs

Les dettes fournisseurs sont en augmentation de 0,2 m€ au 31 décembre 2019 (5 m€) par rapport au 31 décembre 2018 (4,8 m€), en raison d'un décalage temporaire des règlements de fin décembre 2019 sur janvier 2020.

Dettes sociales

Ce poste n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

3.7.6. BFR hors exploitation

Impôts différés actif

La diminution entre 2018 et 2019 est principalement liée au passage en charge des impôts différés actif de la filiale américaine pour 1,6 m€.

3.7.7. Capitaux propres hors IFRS 16

Le niveau de pertes réalisées en 2019, soit -15,4 m€, et plus généralement les pertes cumulées, ont conduit à un montant de capitaux propres au 31 décembre 2019 de +0,9 m€. Pour information, les capitaux propres après application de la norme IFRS 16 s'élèvent à -0,1 m€.

Le Groupe est sous-capitalisé au 31 décembre 2019 dans un contexte de niveau d'endettement élevé : endettement hors IFRS 16 brut d'environ 41 m€ et trésorerie de 3,8 m€. Il est à noter qu'une augmentation de capital de 8,5 m€ a été réalisée en janvier 2020 (cf. infra).

3.7.8. Dettes financières long terme hors IFRS 16

Emprunt obligataire

Les dettes financières du Groupe sont principalement composées d'un emprunt obligataire d'un montant de 36 m\$ au profit d'un fonds d'investissement américain spécialisé dans le domaine de la santé, Perceptive Advisors. :

- 30 m\$ pour la 1ère tranche mise en place en novembre 2018 ;
- 6 m\$ pour la 2nde tranche mise en place en septembre 2019.



Le taux d'intérêt est de 8,5% augmenté du taux le plus élevé entre le LIBOR USD 3 mois et 2,5%. En pratique, le taux d'intérêt effectif en 2019 s'élevait à 11%. L'échéance de cet emprunt est le 27 novembre 2022 (remboursement in fine). L'emprunt est assorti de garanties sur les titres Medicea USA et de nantisements sur certains actifs et créances du Groupe.

Il est à noter que cet emprunt obligataire sera remboursé par anticipation suite au changement de contrôle de la société, entraînant le versement d'une indemnité de 2,4 m€.

En termes de covenants, le contrat lié à cet emprunt obligataire de 36 m\$ stipule que le Groupe doit veiller à ce que sa trésorerie disponible soit toujours au moins de 2,5 m\$ et qu'à la fin de chaque trimestre civil le chiffre d'affaires des 12 derniers mois respecte des seuils prédéfinis (32,1 m\$ au 31 décembre 2019). Ces deux conditions étaient bien remplies à la date d'arrêt des comptes. L'obligation de liquidités minimum a fait l'objet, au cours du 2ème semestre 2019, de l'octroi par Perceptive Advisors d'un « waiver » qui libère le Groupe de la contrainte de trésorerie disponible minimum jusqu'au 31 mars 2020. Par ailleurs, en anticipation des effets de la crise sanitaire Covid-19 sur sa capacité à respecter au cours des prochains trimestres les seuils minimums de chiffre d'affaires calculés sur 12 mois glissants, le Groupe a obtenu l'accord de Perceptive Advisors de ne pas tenir compte de l'application de ce covenant lors de la publication des états financiers trimestriels au 30 juin 2020 et 30 septembre 2020. Dans l'éventualité où le Groupe ne serait pas en mesure de respecter le covenant au 31 décembre 2020 et/ou au 31 mars 2021, de nouveaux objectifs de chiffres d'affaires minimums trimestriels calculés sur les 12 derniers mois glissants seraient déterminés d'un commun accord entre le Groupe et son créancier.

Dettes liées au rachat de minoritaires

Ces dettes sont liées au rachat des minoritaires des filiales belge et australienne. En effet, l'analyse a conduit à consolider dès l'acquisition 100% de ses filiales et à constater une dette. Au 31 décembre 2019, l'engagement rachat se ventile comme suit :

- dette envers le minoritaire Medicea Belgium: 6,3 M€ ;
- dette envers le minoritaire Medicea Australia: 0,8 M€.

Ces engagements de rachat sont réactualisés à la juste valeur chaque semestre par le Groupe, en appliquant les formules prévues aux contrats (multiples d'EBITDA), et actualisées au taux de 0,6%.

Dettes liées au rachat de minoritaires - échéancier						
en k€	passif total	en 2020	en 2021	en 2022	en 2023	en 2024
Belgique	6 263	2 333	1 813	2 117		
Australie	787	0	110	179	222	276
Total	7 050	2 333	1 923	2 296	222	276

L'échéancier des dettes financières au 30 juin 2020 est présenté ci-après.

Echéancier de dettes au 30 juin 2020				
en k€	30.06.2020	à 1 an	de 1 à 5 ans	à + 5 ans
Emprunts obligataires	30 171	0	30 171	0
Emprunts auprès des établissements de crédit	6 565	4 144	2 231	190
IFRS 16	14 501	1 908	8 110	4 483
Crédit bail	966	278	688	0
Locations financières	150	92	58	0
Concours bancaires courants	500	500	0	0
Factoring	33	33	0	0
Intérêts courus bancaires	3	3	0	0
Intérêts courus emprunts	13	13	0	0
Autres dettes financières	7 063	2 333	4 718	12
Total	59 964	9 304	45 976	4 684



3.7.9. Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges (892 K€ au 31 décembre 2019) sont principalement constituées des provisions pour pensions (777 k€). Le solde correspond à des provisions relatives à des litiges salariaux. La société nous a confirmé l'absence de litiges liés aux brevets.

3.8. Evolution de la trésorerie – analyse des flux hors IFRS 16

Préliminaires : cf. supra 3.6

Tableau des flux de trésorerie consolidé					
en k€	31.12.2017 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018 hors IFRS 16 ¹	31.12.2018	31.12.2019 hors IFRS 16 ¹	31.12.2019
Résultat net consolidé	-10 727	-11 810	-12 031	-15 423	-15 550
Charges (produits) sans effets sur la trésorerie	5 242	7 142	9 116	9 026	11 051
Charges (produits) d'impôts (exigibles et différés)	-1 036	-542	-568	1 074	1 031
Coût de l'endettement financier net	2 249	2 428	2 936	3 869	4 344
Capacité d'autofinancement	-4 272	-2 782	-547	-1 453	876
Variation du BFR	495	245	245	-40	-40
Impôts versés / remboursements d'impôts	-15	-267	-267	-254	-254
Flux nets de trésorerie liés aux activités opérationnelles	-3 793	-2 804	-569	-1 747	582
Acquisitions d'immobilisations	-8 133	-5 604	-5 604	-5 580	-5 580
Cessions d'immobilisations	662	220	220	41	41
Incidences des variations de périmètre	0	107	107	0	0
Subventions reçues / (reversées)	-121	-96	-96	-100	-100
Autres variations	0	77	77	-21	-21
Flux nets de trésorerie liés aux opérations d'investissement	-7 591	-5 297	-5 297	-5 660	-5 660
Distribution de dividendes des filiales			0	-468	-468
Augmentation de capital	20 217	3 084	3 084	0	0
Emission d'emprunts	492	27 401	27 401	7 798	7 798
Remboursements d'emprunts	-2 977	-20 186	-21 908	-1 445	-3 298
Intérêts versés	-1 302	-1 430	-1 937	-3 381	-3 856
Autres variations	-1 277	-1 797	-1 797	-2 676	-2 676
Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement	15 153	7 072	4 843	-172	-2 500
Variation des taux de change	49	-117	-101	244	244
Autres variations	21	73	51	7	6
Variation de trésorerie	3 839	-1 074	-1 074	-7 328	-7 328
Trésorerie à l'ouverture	7 253	11 092	11 092	10 019	10 019
Trésorerie à la clôture	11 092	10 019	10 019	2 691	2 691
dont trésorerie et équivalents de trésorerie	11 981	10 803	10 803	3 807	3 807
dont crédits à court terme et banques	-888	-784	-784	-1 116	-1 116

(1) hors effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les contrats dits de "location simple"

Les commentaires sur les principales variations (investissements, financements...) ont été présentés ci-dessus.

Les flux liés aux activités opérationnelles sont en nette amélioration sur les 3 années du fait principalement d'une amélioration de la marge. Les variations du BFR sont non significatives, dans le contexte où le groupe a augmenté son chiffre d'affaires tout en limitant son BFR, notamment les créances clients.

La baisse de la trésorerie de 7,3 m€ en 2019 est essentiellement liée aux flux nets de financement : les flux de financement nets sont négatifs en 2019 alors que 2 augmentations de capital ont été réalisées en 2017 pour un total de 20,2 m€ et une augmentation d'emprunts nets de 7,2 m€ en 2018. Il est important de noter le poids élevé des frais financiers payés en 2019 qui représentent 3,4 m€, soit près de 50% de la variation négative de la trésorerie nette.

Le niveau de trésorerie de 2,7 m€ à fin 2019 a conduit le groupe à mettre en place une augmentation de capital de 8,5 m€ en janvier 2020, ayant vocation à assurer les besoins de financement du Groupe en marge des discussions menées alors avec Medtronic en vue de conclure des accords stratégiques. Ce montant, associé à une gestion optimisée de la trésorerie durant les premiers mois de l'épidémie Covid-19 (baisse de charges, report d'échéances de dettes d'exploitation, ...) permet au groupe de se montrer confiant dans sa capacité à couvrir les



besoins de trésorerie de l'exercice 2020. Il convient de préciser que les prévisions de trésorerie présentant par nature un côté aléatoire, de nouvelles perturbations dans l'exercice des activités de chirurgie en lien avec Covid-19 pourraient être de nature à revoir la couverture des besoins de financement.

3.9. Evolution du 1^{er} semestre 2020

3.9.1. Compte de résultat

Compte de résultat consolidé				
en k€	30.06.2019 (6 mois) hors IFRS 16 ^{1,2}	30.06.2019 (6 mois)	30.06.2020 (6 mois) hors IFRS 16 ^{1,2}	30.06.2020 (6 mois) ²
Chiffre d'affaires	16 067	16 067	13 222	13 222
<i>évolution CA</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-18%</i>	<i>-18%</i>
Coût des ventes	-3 760	-3 687	-3 534	-3 453
Marge brute	12 307	12 380	9 688	9 769
<i>en % du CA</i>	<i>77%</i>	<i>77%</i>	<i>73%</i>	<i>74%</i>
Frais de recherche et développement	-1 474	-1 470	-1 741	-1 736
Frais de commercialisation	-8 199	-8 199	-5 854	-5 854
Commissions sur ventes	-2 528	-2 528	-2 108	-2 108
Frais administratifs	-3 683	-3 615	-3 204	-3 128
Autres produits et charges opérationnels	-477	-477	-317	-317
Résultat opérationnel avant paiements en actions	-4 055	-3 909	-3 537	-3 375
<i>en % du CA</i>	<i>-25%</i>	<i>-24%</i>	<i>-27%</i>	<i>-26%</i>
Charges de personnel liées aux paiements en actions	-1 003	-1 003	-124	-124
Résultat opérationnel après paiements en actions	-5 058	-4 912	-3 661	-3 499
<i>en % du CA</i>	<i>-31%</i>	<i>-31%</i>	<i>-28%</i>	<i>-26%</i>
Coût de l'endettement financier net	-1 678	-1 919	-2 268	-2 492
Autres (charges) / produits financiers	-41	-41	-117	-117
(Charges) / produits d'impôts	-159	-159	-198	-198
Résultat net consolidé	-6 935	-7 031	-6 244	-6 306
Résultat net par action	<i>n.c.</i>	<i>-0,4</i>	<i>n.c.</i>	<i>-0,3</i>
Résultat net dilué par action	<i>n.c.</i>	<i>-0,4</i>	<i>n.c.</i>	<i>-0,3</i>

En lien avec la crise sanitaire du Covid-19, le chiffre d'affaires du 1er semestre 2020 est en recul de 18% par rapport au 1er semestre 2019 (-4% sur Q1 2020 à 7,4 m€, et -30% sur Q2 2020 à 5,8 m€). La baisse sur le semestre a été moins importante aux Etats-Unis (-13%) que dans le reste du monde (-24%). La diminution du taux de marge s'explique par :

- une baisse des ventes aux USA, zone où le CA est le plus profitable ;
- l'arrêt de l'activité de production pendant 2 mois au cours du 2^{ème} trimestre ;
- une sous-absorption des frais fixes de production compte tenu de la baisse d'activité, et malgré la mise en place du chômage partiel.

L'activité du Groupe est néanmoins repartie à la hausse sur le mois de juin 2020 pour atteindre un niveau de chiffre d'affaires de 3,2 m€, en hausse de +3% par rapport au mois de juin 2019. Ainsi, le chiffre d'affaires réalisé aux USA en juin 2020 a augmenté de + 13% par rapport à juin 2019 et en Belgique de +12%.

Le coût de l'endettement financier est essentiellement lié à l'emprunt obligataire : il augmente par rapport au 1er semestre 2019 car la 2nde tranche de 6 m\$ de l'emprunt obligataire avait été souscrite en septembre 2019 (pas d'impact sur le 1er semestre).

Passage du résultat opérationnel à l'EBITDA				
en K€	30.06.2019 (6 mois) hors IFRS 16 ^{1,2}	30.06.2019 (6 mois)	30.06.2020 (6 mois) hors IFRS 16 ^{1,2}	30.06.2020 (6 mois) ²
Résultat opérationnel avant paiements en actions et avant autres produits et charges	-3 578	-3 432	-3 219	-3 057
Amortissements hors IFRS 16			3 278	3 278
Amortissements des droits d'utilisation IFRS 16			NA	995
Provisions			645	668
EBITDA	-594	557	704	1 883

(1) hors effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les contrats dits de "location simple"

(2) Comptes semestriels 2020 non audités



L'EBITDA y compris IFRS 16 est en augmentation de 1,3 M€ en raison d'une fraction plus importante du chiffre d'affaires réalisé aux Etats-Unis (58% au 1er semestre 2020 contre 54% au 1er semestre 2019) où le taux de marge est meilleur.

3.9.2. Bilan

Bilan fonctionnel		
en k€	31.12.2019	30.06.2020 (6 mois) ²
Goodwill	12 053	12 035
Immobilisations incorporelles	8 389	7 955
Immobilisations corporelles	23 856	22 147
Immobilisations financières	677	676
Actif immobilisé	44 976	42 813
Stocks	9 306	8 773
Créances clients	4 898	4 287
Créances fiscales hors IS	547	519
Créances d'IS (CIR)	1 046	330
Créances sociales	5	7
Autres créances d'exploitation (factor)	214	47
Charges constatées d'avance	817	696
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-5 041	-3 863
Dettes fiscales	-810	-449
Dettes sociales	-2 160	-2 336
BFR d'exploitation	8 821	8 009
<i>en % du CA</i>	<i>27%</i>	
Impôts différés actif	664	535
Autres créances hors exploitation	20	343
Dettes fournisseurs d'immobilisations	0	0
Autres dettes hors exploitation	-336	-409
Impôts différés passif	-561	-426
Avances conditionnées	0	
BFR hors exploitation	-213	42
<i>en % du CA</i>	<i>-1%</i>	
Besoin en fonds de roulement global	8 608	8 051
<i>en % du CA</i>	<i>26%</i>	
<i>Emprunts obligataires</i>	<i>-28 901</i>	<i>-30 171</i>
<i>Emprunts auprès des établissements de crédit</i>	<i>-3 208</i>	<i>-6 567</i>
<i>Crédit-bail</i>		
<i>Locations financières</i>	<i>-16 251</i>	<i>-15 617</i>
<i>Intérêts courus sur emprunts</i>	<i>-3</i>	<i>-13</i>
<i>Engagement de rachat des minoritaires (Belgique et Austrc</i>	<i>-7 080</i>	<i>-7 063</i>
<i>Autres</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Dettes financières long terme	-55 442	-59 431
<i>C/C associé de MEDICREA BELGIUM</i>	<i>-60</i>	<i>-329</i>
<i>Découverts bancaires</i>	<i>-1 112</i>	<i>-533</i>
<i>Autres dettes financières court terme</i>	<i>-5</i>	<i>0</i>
Dettes financières court terme	-1 176	-862
Disponibilités	3 807	13 220
Position financière nette	-52 811	-47 073
<i>Provisions pour pensions</i>	<i>778</i>	<i>838</i>
<i>Provisions pour litiges</i>	<i>110</i>	<i>74</i>
<i>Autres provisions</i>	<i>5</i>	<i>5</i>
Provisions pour risques et charges	892	917
Capitaux propres	-119	2 875

(1) hors effets de l'application de la norme IFRS 16 sur les contrats dits de "location simple"

(2) Comptes semestriels 2020 non définitifs

Il est à noter que le décalage des dettes fiscales et sociales lié au Covid-19 a été régularisé au 30 juin 2020. Le décalage des décaissements au 30 juin concerne les locations simples et les crédits baux (134 k€) et les loyers (390 k€).



Il est également à noter un décalage des intérêts des dettes financières de 222 k€, ainsi que les intérêts du 2^{ème} trimestre 2020 liés à l'emprunt obligataire qui ont été capitalisés pour 1,1 m€, les deux étant liés au Covid-19.

3.9.3. Tableau de flux de trésorerie

en k€	31.12.2019	30.06.2019 (6 mois)	30.06.2020 (6 mois) (2)
Résultat net consolidé	-15 550	-7 031	-6 306
Charges (produits) sans effets sur la trésorerie	11 051	5 229	5 131
Charges (produits) d'impôts (exigibles et différés)	1 031	-364	-145
Coût de l'endettement financier net	4 344	1 919	2 492
Capacité d'autofinancement	876	-247	1 173
Variation du BFR	-40	-98	-366
Impôts versés / remboursements d'impôts	-254	-347	333
Flux nets de trésorerie liés aux activités opérationnelles	582	-692	1 140
Acquisitions d'immobilisations	-5 580	-2 669	-1 664
Cessions d'immobilisations	41	27	39
Incidences des variations de périmètre	0		0
Subventions reçues / (reversées)	-100	-50	0
Autres variations	-21	2	2
Flux nets de trésorerie liés aux opérations d'investissements	-5 660	-2 690	-1 624
Distribution de dividendes des filiales	-468	-468	0
Augmentation de capital	0	0	9 976
Emission d'emprunts	7 798	0	4 562
Remboursements d'emprunts	-3 298	-1 575	-1 443
Intérêts versés	-3 856	-1 788	-2 235
Autres variations	-2 676	-1 383	-530
Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement	-2 500	-5 214	10 331
Variation des taux de change	244	129	124
Autres variations	6	15	22
Variation de trésorerie	-7 328	-8 452	9 993
Trésorerie à l'ouverture	10 019	10 019	2 691
Trésorerie à la clôture	2 691	1 567	12 684
dont trésorerie et équivalents de trésorerie	3 807	3 244	
dont crédits à court terme et banques	-1 116	-1 678	

Le tableau de flux de trésorerie ci-dessus est présenté avec les impacts de la norme IFRS 16, dans le contexte où l'application de la norme n'a pas d'incidence sur la variation de trésorerie.

Sur le 1er semestre 2020, la trésorerie du Groupe a augmenté de 10 m€ en raison principalement des flux de financement positifs à hauteur de 10,3 m€ dont :

- des augmentations de capital pour 10 m€ dont 8,5 m€ en janvier 2020 (cf. supra) ;
- des augmentations d'emprunts pour 4,6 m€ dont 3,5 m€ de souscription de prêts garantis par l'Etat (PGE) et 1,1 m€ correspondant à la capitalisation des intérêts du 2^{ème} trimestre 2020.

En raison de la crise sanitaire, les flux d'investissement (-1,7 m€) ont été nettement réduits par rapport aux 1er semestres 2019 (-2,7 M€) et 2018 (-3,2 m€).

Il est à noter que les décalages de règlement (emprunts, loyers et dettes), qui viennent améliorer la trésorerie s'élèvent à 0,7 m€.



3.9.4. Revue des hypothèses du plan d'affaires

Il est à noter que le business plan a été validé par le Conseil d'Administration du 28 août 2020.

2nd semestre 2020

Décomposition du chiffre d'affaires par semestre			
en k€	2019	2020*	Variation (%)
1er semestre	16 064	13 222	-18%
2nd semestre	16 658	15 101	-9%
Total	32 722	28 323	-13%

*Données réels pour la période janvier - juillet 2020

Le chiffre d'affaires prévu pour le 2nd semestre 2020 est inférieur de 9% par rapport au 2nd semestre 2019. Compte-tenu de la situation incertaine liée au Covid-19, notamment aux Etats-Unis (à fin juillet 2020, certaines cliniques annoncent de nouveau devoir temporairement suspendre les chirurgies orthopédiques pour des raisons sanitaires), la direction du Groupe a adopté une position prudente concernant le chiffre d'affaires du second semestre 2020.

Les prévisions du S2 2020 pour les principaux agrégats sont présentés ci-après :

Réalisé S1 2020 et prévisions S2 2020			
en K€	S1 2020 Réel (6 mois) ²	S2 2020 Prévisions (6 mois)	Atterrissage 31.12.2020 12 mois
Chiffre d'affaires	13 222	15 101	28 323
<i>évolution CA</i>		<i>14%</i>	
Coût des ventes	-3 453	-3 400	-6 853
Marge brute	9 769	11 701	21 470
<i>en % du CA</i>	<i>74%</i>	<i>77%</i>	<i>76%</i>
Frais de recherche et développement	-1 736	-1 499	-3 235
Frais de commercialisation	-7 962	-9 484	-17 446
Frais administratifs	-3 128	-3 182	-6 310
Autres produits et charges opérationnels	-317	-132	-449
Résultat opérationnel avant paiements en actions	-3 375	-2 595	-5 969
<i>en % du CA</i>	<i>-26%</i>	<i>-17%</i>	<i>-21%</i>
Charges de personnel liées aux paiements en actions	-124	-124	-248
Résultat opérationnel après paiements en actions	-3 499	-2 719	-6 217
<i>en % du CA</i>	<i>-26%</i>	<i>-18%</i>	<i>-22%</i>
Coût de l'endettement financier net	-2 492	-2 251	-4 743
Autres (charges) / produits financiers	-117	250	133
(Charges) / produits d'impôts	-198	-201	-400
Résultat net consolidé	-6 306	-4 922	-11 227
<i>en % du CA</i>	<i>-48%</i>	<i>-33%</i>	<i>-40%</i>

² Comptes semestriels non audités

Exercices 2021 à 2023

Les prévisions n'intègrent pas d'opérations de croissance externe.

L'augmentation de l'activité sur les exercices 2021 à 2023 repose principalement sur l'augmentation du chiffre d'affaires de la gamme UNiD Rods, et dans une moindre mesure sur celui de la gamme PASS Tulip ; tout en conservant un niveau stable de chiffre d'affaires sur la gamme PASS LP.

Il est à noter que l'augmentation du chiffre d'affaires correspond essentiellement à une augmentation des volumes (le groupe n'ayant pas intégré de baisses des prix de vente dans ses prévisions).



Le niveau de chiffre d'affaires attendu pour l'exercice 2021 correspond au budget 2020 avant Covid-19.

Le groupe projette un niveau de croissances de son chiffre d'affaires de +15% en 2022 et +10% en 2023. La croissance moyenne est très inférieure à la croissance de la gamme UNiD Rods, compte tenu du fait qu'il est difficile sur le marché américain de vendre les implants (notamment les tiges), en même temps que la gamme UniD Rods (le marché est verrouillé par les majors, qui signent avec les hôpitaux des « package » sur une gamme de produits larges).

Le business plan du Groupe fait ressortir une évolution du taux d'EBITDA sur chiffre d'affaires de 11% en 2020 à 16% en 2023 (meilleure absorption des frais de structure, effet mix,...).

Au niveau du résultat net, selon le business plan, le Groupe prévoit un retour à l'équilibre d'exploitation en 2023 (contre 2022 initialement dans le BP avant Covid-19).

Concernant le BFR, il est à noter un niveau cible de 24% du chiffre d'affaires à l'horizon 2022-2023, soit une diminution de 3 points par rapport à 2019, obtenue en limitant le niveau des stocks (après une année 2020 avec une dégradation du BFR liée au Covid-19).

Concernant les investissements, le Groupe prévoit un flux normatif d'investissement de 5 m€ par an de 2021 à 2023, dont environ 50% est lié aux coûts de développement activés, et 30% liés aux kits. L'augmentation des investissements n'est pas corrélée au chiffre d'affaires, le développement de l'activité est réalisé principalement sur la gamme UNiD (les investissements en kits sont liés aux gammes traditionnelles et non à UNiD Rods).

3.10. Présentation du marché des implants rachidiens

Medicrea est présent sur le marché des implants rachidiens, qui représente 10,3 milliards de dollars (ci-après « b\$ ») en 2019, et est estimé à 13,8 b\$ d'ici 2025. L'expansion est principalement entraînée par les innovations en matière de technologie de chirurgie du rachis, par l'augmentation des pathologies rachidiennes et par le taux d'adoption croissant des chirurgies mini-invasives. Toutefois, le coût élevé de la chirurgie du rachis et les réformes liées au remboursement, freinent la croissance du marché, notamment en France.

3.10.1. Environnement sectoriel

Facteurs démographiques favorables à la croissance du marché

Le vieillissement de la population entraîne une hausse mécanique de la population sujette à des pathologies nécessitant des implants rachidiens. D'après les prévisions de l'INSEE, la part des personnes âgées de plus de 65 ans va augmenter en France sur les prochaines années : 20,1 millions de personnes en 2020 à 23,4 millions en 2030. La même tendance est prévue aux Etats-Unis avec une augmentation de la population accompagnée de la part croissante de la population de plus de 65 ans (55 millions en 2020 à 64 millions en 2030).

Le développement des pathologies rachidiennes est également lié à l'augmentation du surpoids qui favorise l'apparition de problèmes articulaires, et par l'évolution des modes de vie vers une plus grande sédentarisation à travers des positions assises propices au développement de telles pathologies.

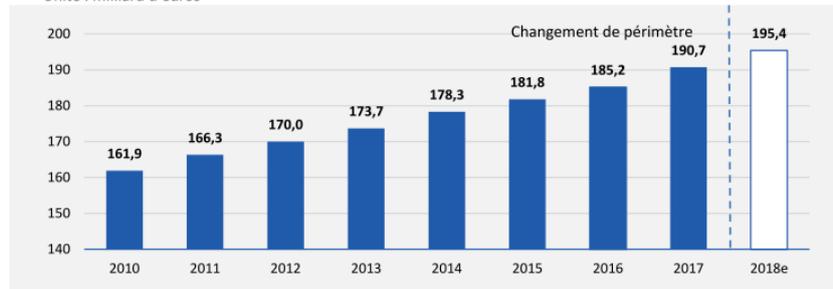
En France : dépenses de l'Assurance-maladie et politique de remboursement

Les dépenses de l'Assurance-maladie sont en hausse régulière sur les dernières années (+2,5% sur 2018).



■ Dépenses de l'Assurance-maladie dans le champ de l'ONDAM

Unité : milliard d'euros



Traitement Xerfi / Source et estimation : Sécurité sociale

Cependant la Loi de financement de la Sécurité Sociale de 2018 a notamment acté la baisse des tarifs de dispositifs médicaux, et la maîtrise des volumes de prescriptions.

La réduction des budgets des établissements de santé, entraînant une pression sur les prix par les hôpitaux, couplée à la baisse des bases de remboursement, freinent le développement du marché et à tout le moins l'utilisation de techniques coûteuses quand bien même celles-ci s'avèreraient plus efficaces et ne nécessitant pas de nouvelles interventions dans le futur.

Accès aux soins

L'accès aux soins se développe dans les pays émergents, avec une augmentation de la part de la population en bénéficiant. Par ailleurs, la qualité de ces soins se rapproche des standards occidentaux. Cependant, la maîtrise des techniques chirurgicales et les infrastructures existantes restent à ce jour insuffisantes pour satisfaire l'ensemble des besoins en termes de pathologie du rachis.

3.10.2. Segmentations

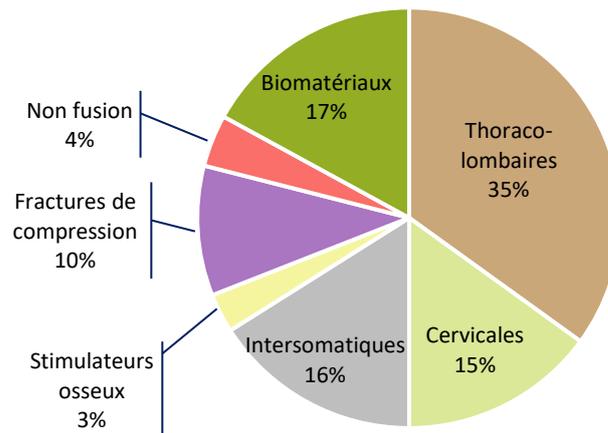
Le marché des implants rachidiens peut être segmenté selon les technologies utilisées, la typologie des opérations ainsi que la zone géographique dans laquelle l'opération est réalisée.

Segmentation par produits / technologies (par ordre de parts de marchés)

- Dispositifs de fusion rachidienne, qui correspondent à des implants remplaçant des disques endommagés, et regroupent les implants suivants :
 - Implants de fixation cervicale
 - Dispositifs intersomatiques, ou « cages »
 - Implants de fixation thoraco-lombaire
- Dispositifs de décompression vertébrale et stimulateurs osseux de la colonne vertébrale
- Dispositifs de traitement des fractures par compression vertébrale
- Dispositifs sans fusion (prothèses notamment)
- Biomatériaux



Marché du rachis par produit



Source : UDR Medicea 2019

Les dispositifs de fusion rachidienne constituent la part de marché la plus élevée. De nombreux dispositifs sont déjà proposés par les acteurs du marché, des essais cliniques sont également en cours. L'utilisation accrue de ses dispositifs, et notamment les systèmes de fixations thoraco-lombaires, devrait entraîner une augmentation de la part de marché des dispositifs de fusion rachidienne.

Segmentation par type d'opérations

- Chirurgies ouvertes
- Chirurgies mini-invasives

Il est observé un changement général de tendance sur le marché des implants rachidiens, vers des opérations mini-invasives, nécessitant moins de suites opératoires et une récupération plus rapide.

Segmentation géographique

Traditionnellement, le marché des implants rachidiens est divisé en 2 grandes zones géographiques selon la maturité du marché :

- Marchés matures : Europe, USA (marché le plus important, représentant 70% de l'activité de chirurgie du rachis), Canada, Japon
- Marchés en développement : Brésil, Russie, Asie-Pacifique (marché à la croissance la plus rapide), Moyen Orient, ...

L'Amérique du Nord est le marché le plus important historiquement, et devrait le rester sur les 5 prochaines années. Le nombre croissant d'Américains présentant des pathologies chroniques et des problèmes au dos, ainsi que le vieillissement de la population, entraînent une demande croissante.

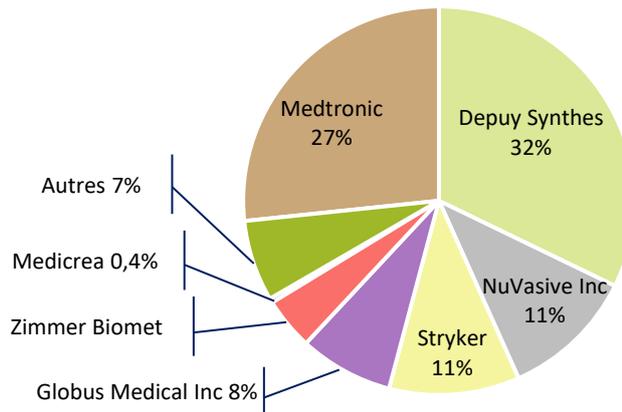
L'environnement réglementaire américain, moins restrictif qu'en Europe en matière de prix limite de vente, permet la vente à un prix unitaire plus élevé. Un implant dont la base de remboursement serait fixée par la Sécurité Sociale à 160 euros en France, pourrait être vendu jusqu'à 1 000 euros aux Etats Unis.

3.10.3. Acteurs du marché

Le marché des implants rachidiens est composé de spécialistes de dispositifs médicaux. Ce marché est modérément concurrentiel car fortement concentré (les 5 premiers acteurs détiennent une part de marché mondiale de 89%) et les acteurs majeurs sont principalement américains, en lien avec la taille du marché domestique avec des niveaux d'activité significatifs.



Parts de marché des implants rachidiens



Source : Rapport financiers 2019 des sociétés

Medtronic (Irlande – USA) a généré un chiffre d'affaires en 2019 de 28,9 b\$ et dispute la place de leader à Depuy Synthes (Johnson & Johnson, USA). Ces deux leaders rassemblent plus de 50% des parts de marché en 2019. Les autres acteurs majeurs sont les suivants : Zimmer Biomet Holdings, Inc. (USA), Stryker Corporation (USA), NuVasive, Inc. (USA), Globus Medical, Inc. (USA).

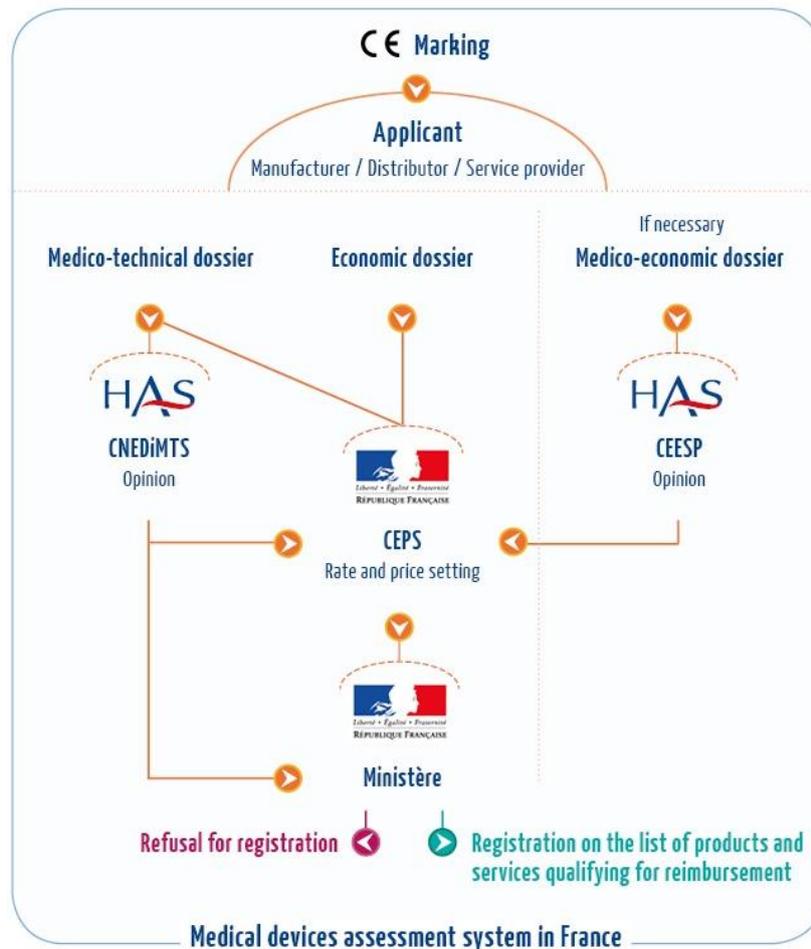
Les différents acteurs du marché peuvent être regroupés en trois grandes familles :

- *Les producteurs d'implants standards* : Ces sociétés se caractérisent par (i) une maîtrise du processus de production d'implants standards pour la colonne vertébrale et accessoires (vis, ...) et (ii) une moindre prépondérance de l'innovation dans leur modèle économique que Medicrea ;
- *Les innovants* : Les sociétés rattachées à cette famille, dont Medicrea fait partie, consacrent une part significative de leurs revenus à la recherche et au développement de produits innovants ;
- *Les consolidateurs* : Il s'agit de groupes, généralement importants en termes de taille, qui sont présents dans différents secteurs d'activité de la santé dont les implants du rachis. Les principaux leaders du secteur font partie de cette famille.

3.10.4. Environnement réglementaire

Le marché des implants rachidiens est dépendant du contexte réglementaire et des politiques de santé.

Contraintes réglementaires Françaises



Source : Haute Autorité de Santé

Les dispositifs médicaux doivent obtenir un marquage CE, délivré par un organisme européen, avant de pouvoir être mis sur le marché. L'intérêt clinique est évalué par une commission d'évaluation (la CNEDiMTS) qui conduit des études cliniques. En fonction de la classe du produit (I à III, selon le niveau de risque), les investigations cliniques sont plus ou moins lourdes. Un prix de vente limite est éventuellement fixé par un comité (le CEPS). Une fois le marquage CE obtenu, la procédure d'inscription sur la LPPR (Liste des Produits et Prestations Remboursables) doit être suivie pour que le dispositif soit remboursé. Comme indiqué précédemment, il convient de noter que les implants du rachis sont remboursés sur des bases 7 à 8 fois plus élevées aux Etats Unis par rapport à la France.

Règlement européen relatif aux dispositifs médicaux (report de l'entrée en vigueur au 26 mai 2021)

La réglementation relative aux dispositifs médicaux en Europe, a été révisée sur les aspects de transparence, en vue d'améliorer la gouvernance européenne du secteur des dispositifs médicaux et de permettre une meilleure évaluation. Les fabricants de dispositifs médicaux devront notamment disposer d'un salarié en charge de veiller au respect du nouveau cahier des charges, plus stricte en matière de contrôles :

- investigation clinique obligatoire pour les implants, et consultation d'experts européens pour les dossiers cliniques des nouveaux dispositifs médicaux implantables de classe III ;
- obligation pour les fabricants de dispositifs médicaux de produire des résumés périodiques de sécurité (PSUR) ;
- renforcement de la transparence et de la traçabilité des dispositifs médicaux avec l'introduction d'une nouvelle base de données : EUDAMED (mise en service de cette base de données repoussée à mai 2022).



Politique de santé aux Etats-Unis

Les Etats Unis évoluent également vers davantage de transparence. Les relations financières incluant des professionnels de santé, laboratoires pharmaceutiques, ou producteurs de dispositifs médicaux sont directement visées par le « Physician Payments Sunshine Act » entré en vigueur en 2010.

Par ailleurs, la commercialisation des dispositifs médicaux est encadrée par le « Code of Federal Regulation » (établi par la FDA). La procédure de notification puis d'approbation avant la mise sur le marché d'un dispositif médical est régie par cette réglementation.

Les dispositifs médicaux font l'objet d'une demande de remboursement auprès du tiers payeur, afin de déterminer si le produit sera remboursé, et la part prise en charge. A l'issue de cette procédure, les prix de vente sont déterminés en lien avec chaque hôpital.

3.11. Positionnement concurrentiel de Medicea

Medicea axe son positionnement sur l'innovation et la médecine personnalisée. Ainsi, la société se différencie par le développement de services d'analyses et la fabrication d'implants sur-mesure. Par ses algorithmes d'apprentissage, et ses outils d'interprétation prédictifs, Medicea apporte une précision scientifique permettant la pose d'implants personnalisés et modulables.

Sa technologie UNiD ASI (Adoptive Spine Intelligence) permet de réaliser des tiges d'ostéosynthèse sur-mesure utilisées pour des opérations chirurgicales de la colonne vertébrale. Les chirurgiens peuvent, par le biais de la plateforme UNiD ASI, présélectionner un implant existant ou le concevoir de manière spécifique. L'apport de l'intelligence artificiel (*deep learning*) permet d'intégrer les suites opératoires estimées dès la première opération, notamment à travers le profil de la tige conçue.



3.12. Synthèse des forces et faiblesses, opportunités et risques

Forces

- Une technologie innovante protégée, UNiD ASI, permettant de proposer une approche sur-mesure, une planification préopératoire et un suivi des résultats des interventions
- Marquage CE et homologation FDA de la majorité des gammes et notamment l'impression 3D des cages (Medicrea est le seul acteur du marché mondial autorisé de commercialiser des dispositifs imprimés en 3D sur mesure aux Etats-Unis)
- Monétisation de l'approche UNiD ASI via la vente de dispositifs associés
- Produits standards compatibles avec l'approche UNiD ASI, et composants de différentes gammes compatibles entre eux pour offrir des approches hybrides
- Savoir-faire sur les produits LigaPass (technique de tressage de ligaments souples) pour lesquels le groupe identifie peu/pas de concurrents
- Une politique constante et soutenue de recherche (coûts de R&D représentent environ 10% du chiffre d'affaires annuel depuis 2008)
- Equipe de direction expérimentée
- Brevets sur l'approche de planification préopératoire (UNiD) et sur les spécificités techniques et physiques des produits des gammes standards
- Gamme complète de produits conçus, fabriqués et commercialisés par le groupe, avec une multitude de références au sein des gammes
- Tiges adaptées à l'ensemble de pratiques chirurgicales
- Présence établie aux Etats-Unis, premier marché mondial des implants rachidiens, où les marges réalisées sont supérieures par rapport aux autres marchés
- Gestion efficace du Covid-19, notamment sur le plan financier
- Une politique de maîtrise des dépenses de santé, avec l'évolution vers des remboursements basés sur les résultats, impactant les prix du matériel médical, dans un contexte où les statistiques UND permettent de démontrer les résultats avec des taux de fractures de tiges moindres

Faiblesses

- PME représentant 33 m€ de chiffre d'affaires, face à des concurrents américains réalisant plus d'un milliard d'euros de chiffre d'affaires (80% du marché dominé par quelques sociétés de taille importante)
- Poids de la gamme PASS dans le chiffre d'affaires du groupe (plus de 80%) et poids des ventes USA (plus de 50% du chiffre d'affaires)
- Prix des dispositifs sur mesure très élevés par rapport aux dispositifs traditionnels
- Aux USA – pas d'obligation d'utiliser les tiges sur mesure UNiD avec les autres gammes du groupe (contrairement à la France où l'utilisation des tiges sur mesure est couplée avec la vente de produits de gammes traditionnelles du groupe)
- Point mort élevé avec des coûts fixes importants
- Situation financière critique avec un niveau et un coût de la dette significatif au regard des capitaux propres
- Modèle économique actuel rendant difficile l'atteinte d'un EBIT positif
- Besoins de financement élevés pour se développer sur le marché américain (marketing, communication, ...)
- La gamme PASS LP est différenciante par rapport au standard du marché ne s'adressant qu'à 20% des chirurgiens dans le monde, en volume
- Questions sur la rentabilité si maintien des gammes de produits de niche (PASS OCT, PASS PEDIATRIQUE, ...) pour lesquelles les volumes sont faibles

Opportunités

- Une population grandissante et vieillissante, plus urbaine, et présentant une augmentation de l'obésité. Ces facteurs induisent une augmentation des pathologies chroniques



- Un meilleur accès aux services de santé dans les marchés émergents, en environnement urbain mais aussi rural
- Existence de mouvements de consolidation dans ce secteur d'activité
- Un déploiement éventuel de la solution UNiD aux traitements d'autres pathologies
- Rationalisation des stocks de kits détenus par les cliniques avec l'approche sur mesure – source d'économies grâce à l'optimisation des stocks pour Medicea et simplification pour les cliniques
- Economies identifiées pour les patients et les mutuelles avec la chirurgie personnalisée qui diminue le risque d'échecs de réalignement (moins de chirurgies de corrections nécessaires)
- Fidélisation et coopération avec les chirurgiens. Royalties versées aux chirurgiens qui participent aux développements des brevets
- Généraliser l'approche UNiD en tant que standard sur le marché

Menaces

- Un environnement réglementaire plus strict, en particulier concernant l'intégration de nouvelles technologies telles que l'intelligence artificielle et le Big Data
- Règlement européen pour des nouveaux produits dont l'application est prévue en mai 2021 (évaluation clinique obligatoire pour les produits pour l'obtention d'un marquage CE, procédure de consultations scientifiques, surveillance post marché obligatoire... ce qui rallongera les délais d'obtention de marquage CE)
- Introduction des acteurs de nouvelles technologies innovantes qui pourraient développer une autre approche concurrente à l'approche UNiD
- Capacité du groupe à faire adhérer les chirurgiens à l'approche UNiD en tant que standard, dans un contexte où d'autres sociétés développent d'autres approches innovantes pour remplacer les implants standards
- Un potentiel d'innovation limité par les ressources importantes nécessaires pour couvrir les coûts de R&D et les procédures réglementaires
- Risque d'implants défectueux et notamment lié à l'activation de la garantie à vie des tiges UNiD, dans un contexte où la société n'a pas eu de réclamations ou d'actions en garantie dans le passé
- Peu de différenciation technologique sur les gammes traditionnelles de produits existants
- Exercice de l'activité en période de pandémie susceptible de perdurer / se reproduire



4. Evaluation multicritères de l'action Medicrea

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société Medicrea.

Nous présentons ci-après la justification du choix des méthodes retenues et écartées, celles appliquées à titre de cohérence, les modalités de mise en œuvre des méthodes retenues, et la synthèse de nos analyses.

4.1. Données financières utilisées dans les méthodes d'évaluation

4.1.1. Prix d'offre de référence

Le 15 juillet, l'initiateur a adressé une offre d'achat (Tender Offer Agreement) des titres Medicrea sur la base d'un prix de 7 € par action. Cette offre n'a pas fait l'objet d'évolution quant au montant proposé aux actionnaires de Medicrea, que ce soit par une modification du montant ou l'ajout d'un mécanisme de rémunération complémentaire se déclenchant en fonction de l'atteinte d'objectif(s) défini(s).

Il convient de préciser que depuis cette annonce, il n'a pas été décidé le versement d'un dividende aux actionnaires de Medicrea.

Nous retenons donc comme prix de l'offre pour nos travaux d'évaluation un montant de 7 € par action.

4.1.2. Nombre de titres

Au 30 juin 2020, le capital social de la société Medicrea est composé de 19 819 113 actions ordinaires. Le nombre d'actions auto-détenue à cette même date s'établit à 303 titres.

Par différentes réunions, l'assemblée générale a octroyé entre avril 2014 et janvier 2019 des stock-options à certains salariés et dirigeants de la société Medicrea. Au 30 juin 2020, 1 126 669 options restent en circulation. Il a été considéré que seules les options présentant un prix d'exercice inférieur ou égal au prix de l'offre formulé par l'initiateur, soit 7 €, seraient prises en compte, tant dans la détermination du nombre d'actions que de l'impact sur l'endettement financier net retraité.

Il en ressort que 97,3% des options sont dans la monnaie, soit 1 096 669 actions potentielles.

Il convient de prendre également en compte les 90 000 actions gratuites dont la condition d'acquisition a été remplie et constatée par décision du CA du 19 décembre 2019. Ces actions gratuites sont donc effectivement acquises mais ne seront émises par la société et livrées au bénéficiaire que le 20 décembre 2020.

Enfin 3 plans de bons de souscription d'actions émis entre décembre 2017 et novembre 2018 sont toujours actifs. Ces 3 plans qui représentent 2 390 522 actions potentielles présentent tous des caractéristiques au niveau du prix d'exercice rendant probable leur exercice (prix d'émission entre 2,19 € et 3,15 €).

L'intégralité de l'effet dilutif lié à l'exercice de ces plans a été intégré pour le calcul du nombre d'actions pris en compte pour l'évaluation de Medicrea.



Nombre d'actions	
en k actions	30/06/2020
Nombre d'actions composant le capital social	19 819,1
Stocks options dans la monnaie	1 096,7
Actions gratuites non encore acquises	90,0
Warrant (BSA)	2 390,5
<i>Plan 12/2017</i>	<i>826,6</i>
<i>Plan 07/2018</i>	<i>564,0</i>
<i>Plan 11/2018</i>	<i>1 000,0</i>
Total instruments dilutifs	3 577,2
Actions auto-détenues	(0,3)
Nombre d'actions prises en compte	23 396,0

Il est à noter que le Conseil d'Administration du 28 août 2020 a constaté l'augmentation de capital portant sur 1 350 520 actions correspondant à un encaissement de +4,2 m€. Cette augmentation correspond à l'exercice de 2 701 045 BSA entre le 30 juin et le 31 août 2020. Ces BSA ont été pris en compte dans le tableau ci-avant. Par conséquent, cette augmentation est sans impact sur le nombre d'action présenté dans le tableau. A la date d'émission de notre rapport, tous les BSA ont été exercés, à l'exception des 1 000 000 BSA de Perceptive.

4.1.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

L'endettement financier net est calculé à la date retenue pour l'évaluation soit le 30 juin 2020 et s'établit à -19,2 m€ sur la base des états financiers consolidés au 30 juin 2020, avant IFRS 16.

Les montants présentés intègrent des retards de règlement sur les dettes d'exploitation et financières.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	
en m€	30/06/2020
Emprunts obligataires (a)	(30,2)
+ Impact retraitements IFRS sur frais d'émission d'emprunt (b)	(1,6)
Emprunts auprès des établissements de crédit	(6,6)
Dettes locations financières (y compris IFRS 16)	(15,6)
Intérêts courus sur emprunts bancaires	(0,0)
Découverts bancaires	(0,5)
Disponibilités	13,2
Endettement financier net après IFRS 16	(41,3)
Dettes liées aux engagements de rachat de minoritaires (c)	(7,1)
Comptes-courants passif	(0,3)
Exercices des plans dilutifs "dans la monnaie" (d)	9,8
Actions propres	0,0
Provisions pour pensions nettes d'impôt	(0,8)
Autres provisions pour risques	(0,1)
IDA sur déficits fiscaux reportables (e)	6,5
Retards de règlement liés aux dettes d'exploitation (f)	(0,5)
Endettement financier net retraité après IFRS 16	(33,7)
(-) dettes sur obligations locatives (locations simples) (g)	14,5
Endettement financier net retraité avant IFRS 16	-19,2

- (a) Dont 1,1 m€ d'intérêts capitalisés du 2^{ème} trimestre 2020 suite au Covid-19.
- (b) Les retraitements IFRS liés aux emprunts obligataires correspondent au retraitement des frais d'émission présentés en moins des dettes dans les comptes consolidés.
- (c) Dettes liées aux engagements de rachat de minoritaires des filiales Medicea Australia et Medicea Belgium. Le montant retenu correspond à la valeur comptable de l'engagement dans la mesure où celle-ci a été



déterminée sur la base de la formule de calcul du protocole de rachat et du prévisionnel d'activité de ces filiales, mis à jour au 30 juin 2020,

- (d) Impact sur la trésorerie de la société de l'exercice de l'ensemble des plans dilutifs (BSA et stocks-options) « dans la monnaie » au moment de l'Offre,
- (e) Correspond à la valeur des économies d'impôt réalisées après imputation des déficits fiscaux consommés sur la durée du plan d'affaires utilisé pour la mise en œuvre de la méthode des DCF (base : scénario management).
- (f) Les retards de règlements des dettes d'exploitation ont été prises en compte dans l'endettement financier net. Ces dettes ne seront toutefois pas prises en compte dans l'endettement financier net utilisé dans la méthode des DCF (cf. §4.3.4 infra) car elles seront intégrées dans les flux du 2nd semestre 2020.
- (g) Conformément à la bonne pratique des évaluateurs, le retraitement a porté uniquement sur les contrats de location simple et non pas sur les contrats de location financement.

Nous n'avons pas pris en compte les indemnités à verser à certains chirurgiens en cas de changement de contrôle, soit un montant de 4,3 m€, dès lors que symétriquement les synergies avec l'initiateur n'ont pas été extériorisées et chiffrées par l'initiateur.

De la même manière, nous n'avons pas pris en compte dans l'endettement financier l'indemnité de 2,4 m€ liée au remboursement par anticipation de l'emprunt obligataire suite au changement de contrôle.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme une méthode pertinente pour apprécier la valeur intrinsèque d'une société ayant le profil stratégique de Medicea, dont les pertes cumulées restent significatives.

En effet, la méthode patrimoniale n'intègre pas les profils de croissance de l'activité et de la rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs (et notamment les actifs liés aux projets de développement).

Pour information, les capitaux propres part du groupe s'élèvent à -119 k€ au 31/12/2019 et à 2 875 k€ au 30 juin 2020.

4.2.2. Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes futurs, et dépend d'une part de la politique du groupe en matière de distribution, et d'autre part de la capacité du groupe à générer des résultats distribuables et des flux de trésorerie positifs. Cette méthode est généralement mise en œuvre dans les sociétés qui ont une pratique régulière de distribution de dividendes.

Dans le cas présent, cette méthode n'est pas pertinente compte tenu d'un historique de déficits.

4.2.3. Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré cette méthode comme pertinente, dans le contexte où l'existence d'une Offre intéressante par un acteur international significatif, est la preuve de l'intérêt stratégique de Medicea, au-delà de sa situation financière actuelle.



4.3. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu une approche multicritère qui résulte de la mise en œuvre des méthodes suivantes à titre principal :

- La méthode par les cours de bourse,
- Les objectifs de cours des analystes,
- Les transactions récentes sur le capital de la société,
- La méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF),
- La méthode des comparables boursiers,
- La méthode des transactions comparables.

Pour chacune des méthodes retenues, nous avons présenté la méthode, la justification de son choix dans le contexte de la présente opération, les modalités de mise en œuvre et la synthèse de l'évaluation induite. Nous avons présenté une valeur centrale et une fourchette de valeurs résultant des tests de sensibilité.

4.3.1. Méthode par les cours de bourse

Présentation de la méthode de cours de bourse

Le cours de bourse est une référence en matière d'évaluation d'une société cotée sur un marché réglementé, surtout du point de vue de l'actionnaire minoritaire, dans un contexte où le cours de bourse est une information accessible, l'expression d'une liquidité, et la traduction des anticipations du marché.

Le cours de bourse, selon la terminologie des évaluateurs est plus représentatif d'un prix de marché que de la valeur intrinsèque d'une société, les 2 données n'étant pas nécessairement convergentes.

Dans le cas de sociétés de types Medtech, les cours peuvent être volatils et très sensibles à des annonces faites par le marché ou aux appétences des investisseurs.

Mise en œuvre de la méthode des cours de bourse

La société est cotée sur Euronext Growth Paris. Nous avons estimé le flottant à 12,2%, en excluant les actions détenues par les dirigeants et mandataires sociaux, les fonds d'investissement et les parties liées. Ce % est très proche du flottant indiqué par Medicea dans son document de référence 2019 (12,1%). Pour information, le flottant estimé par Kepler Cheuvreux en juillet 2020 est de 83,1% du fait de la différente définition du flottant utilisée pour ses analyses (fonds d'investissement intégrés dans le flottant notamment).

Même si le flottant est peu élevé, cela ne remet pas en cause la pertinence de cette méthode.

L'analyse effectuée ne nous a pas conduit à retraiter le cours de clôture sur la période présentée (absence de dividendes, de modifications du nominal, ...). La rotation exprimée en % du flottant s'élève à 270 % sur une période de 12 mois, et de 173 % sur une période de 6 mois. Cette période de 6 mois correspond notamment à l'évolution depuis l'annonce du 13 janvier 2020 de discussions préliminaires avec des partenaires stratégiques.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse et la prime induite sur différentes périodes : 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois, dans le contexte où il nous semble pertinent d'intégrer dans notre analyse la période qui commence avec l'annonce de discussions préliminaires stratégiques le 13 janvier 2020 (soit 6 mois). En effet, le cours de bourse in fine (c'est-à-dire avant l'annonce de l'Offre) a été peu impacté par la pandémie, et le cours a intégré une prime au rapprochement stratégique.

Il est à noter que le cours de bourse spot du jour précédent l'annonce de l'Offre (14 juillet 2020), soit 5,8€, est proche des recommandations des analystes.



Le prix de l'Offre de 7 € est largement supérieur aux cours moyens pondérés sur les différentes périodes de calcul, y compris sur le 1er semestre 2020 depuis l'annonce de réflexions sur un rapprochement stratégique.

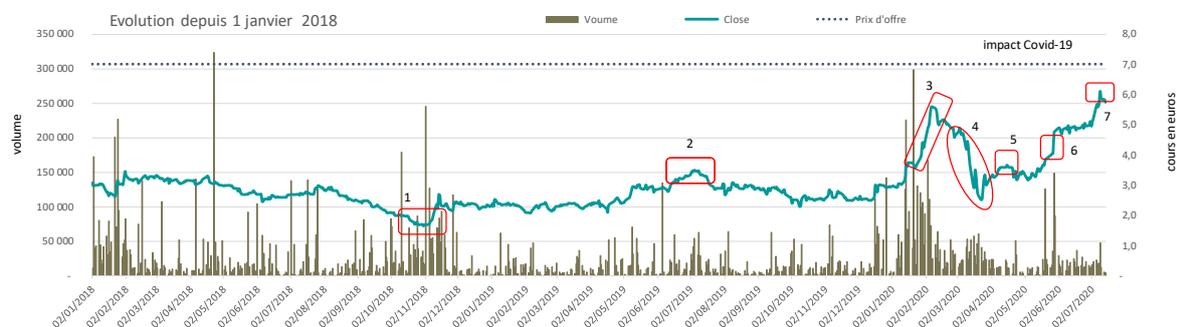
Il met en avant une prime d'environ 22% par rapport au cours du 14 juillet, qui anticipait par le marché une prime au rapprochement stratégique. Les primes déterminées par rapport au cours à 1 mois et à 6 mois sont d'environ 33% et 65%, dans le contexte où le cours à 2 mois et 3 mois intégraient l'impact du Covid-19.

date	cours moyen		volume quotidien		volume cumulé		prime par rapport au prix de l'offre (7 €)	
	pondéré par les volumes	moyen (nb de titres)	en % du capital*	en % du flottant	moyen (nb de titres)	en % du capital		en % du flottant
Spot au 14/07/2020	5,8	3 791	0,0%	0,2%	3 791	0,0%	0,2%	21,5%
Spot au 13/01/2020	3,2	125 113	0,5%	5,2%	125 113	0,5%	5,2%	118,8%
Moy. 1 mois	5,3	17 808	0,1%	0,7%	391 778	1,7%	16,2%	32,9%
Moy. 60 jours - pour info	4,5	20 398	0,1%	0,8%	1 223 899	5,2%	50,7%	54,3%
Moy. 3 mois	4,51	19 807	0,1%	0,8%	1 267 618	5,4%	52,5%	55,3%
Moy. 6 mois	4,3	32 869	0,1%	1,4%	4 174 387	17,8%	172,8%	64,5%
Moy. 12 mois	3,8	25 380	0,1%	1,1%	6 522 773	27,9%	270,1%	85,6%
+ haut sur 12 mois	6,1	298 185						14,4%
+ bas sur 12 mois	2,3	-						205,7%

* après prise en compte des instruments dilutifs

Le niveau satisfaisant de la rotation du capital démontre que le cours de bourse est une référence significative et pertinente, a fortiori du point de vue du minoritaire.

Le graphique mettant en évidence l'évolution du cours de bourse est présenté ci-après :



Les principales variations sont commentées ci-après :

- Le cours de clôture a évolué dans une fourchette comprise entre 2 € et 3,5 € entre 2018 et 2019, avec 2 pics sur des périodes courtes :
 - **1** - Un pic à la baisse en novembre 2018 à 1,7 €, suite aux interrogations du marché sur la capacité du groupe à redresser sa rentabilité et assurer son financement (le cours est resté sous les 2 € pendant 16 jours de bourse). Le cours a ensuite remonté, suite à l'émission d'un emprunt obligataire de 30 m\$,
 - **2** - Un pic à la hausse en juillet 2019 (25 jours de bourse au-dessus de 3 € entre mi-juin et mi-juillet) liés à l'annonce le 17 juin de nouveaux brevets et le 9 juillet de la publication du CA du 1er semestre 2019 (augmentation du CA de 10% à périmètre comparable et de 15% aux US),
- **3** - Le cours a augmenté en janvier 2020 suite au communiqué de presse du 13 janvier 2020 sur l'annonce de discussions préliminaires avec des partenaires stratégiques américains, et à la l'émission d'une augmentation de capital de 8,5 m€ le 24 janvier 2020. Le cours est ainsi passé de 3 € le 10 janvier 2020 (dernier jour de cotation avant le 13 janvier) à 5,6 € le 7 février 2020.



- **4** - Le cours a ensuite baissé suite à la pandémie liée au Covid-19 pour redescendre à 2,5 € le 23 mars. Le 20 mars, le groupe a publié un communiqué de presse sur les impacts estimés du Covid-19 (le groupe est globalement protégé des impacts de la pandémie ; avec un arrêt ou un report des opérations chirurgicales, et un redémarrage attendu sur T3 2020),
- **5** - Le cours se stabilise ensuite entre 3,3 € et 3,5 € entre mi-mars et mi-mai 2020,
- **6** - Le cours remonte suite à un communiqué indiquant que les discussions préliminaires avec des partenaires stratégiques étaient réactivées, pour atteindre 5 € à fin juin 2020,
- **7** - Le cours se rapproche ensuite de 6 € sur la première décade de juillet, avec l'annonce le 8 juillet du CA du 1er semestre 2020, du bon niveau d'activité en juin 2020, et du fait que les discussions stratégiques continuent,

Le cours de bourse la veille de l'annonce de l'Offre le 15 juillet 2020 était à 5,8 €.

Pour information, le cours de bourse évolue depuis le 15 juillet et jusqu'à l'établissement de notre rapport dans une fourchette comprise entre 6,9 € et 7 €.

Volatilité du cours de bourse du titre Medicrea

La volatilité d'un titre traduit le niveau d'incertitude sur sa rentabilité sur le marché boursier. Cet indicateur est utilisé comme référence dans la mesure du risque d'un actif financier.

Nous avons analysé la volatilité du cours de bourse sur 3 périodes : 6 mois, 12 mois, et 24 mois précédant l'annonce de l'Offre, et l'avons comparée à celles du SBF 120 et du STOXX Global Health Care USD sur la même période.

Analyse des volatilités			
	Medicrea	SBF 120	Stoxx Global Health Care USD
1 mois	49,3%	21,2%	15,5%
6 mois	82,0%	40,6%	31,9%
12 mois	70,9%	30,2%	23,6%
24 mois	62,2%	23,4%	19,0%

A titre d'information, le cours de bourse Medicrea a évolué dans une fourchette de 1,65 € à 6,12 € sur la période du 14 juillet 2018 au 14 juillet 2020.

La volatilité est très significative sur la période de 6 mois en lien avec le Covid-19 et l'impact de l'annonce des discussions avec un partenaire US à partir de mi-janvier 2020 dans les communiqués de presse.

Le niveau de la volatilité moyenne du cours de bourse de Medicrea est donc très supérieur, sur les périodes analysées, à la volatilité moyenne du SBF 120 et du STOXX GLOBAL HEALTH CARE USD.

Prime extériorisée par l'Offre

Le cours de bourse est inférieur au prix de l'Offre, sur les différentes périodes analysées.

Pour extérioriser un niveau de primes par rapport au prix de l'Offre de 7 euros, nous avons retenu les périodes suivantes, qui nous paraissent les plus pertinentes :

- Le cours spot du jour précédent l'annonce : prime d'environ 22%,
- Le cours moyen 1 mois : prime d'environ 33%,
- Le cours moyen 6 mois soit la période entre l'annonce de discussions préliminaires stratégiques du 13 janvier 2020 et la veille de l'annonce du 14 juillet 2020 : prime d'environ 65%. Le cours de Medicrea a fortement augmenté sur cette période, passant de 3,2 euros le 13 janvier 2020 à 5,8 euros le 14 juillet 2020.

Le prix de l'Offre de 7 euros extériorise une prime de 64,5% par rapport au cours moyen pondéré 6 mois.



4.3.2. Objectifs de cours des analystes

Présentation de la méthode des objectifs de cours

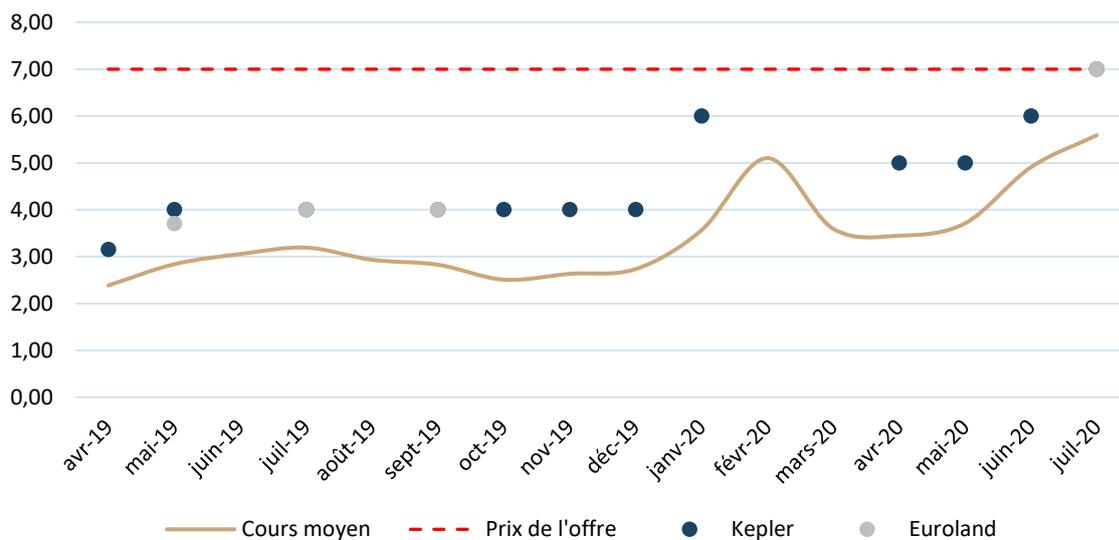
Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre Medicea fait l'objet d'un suivi régulier de la part de 2 analystes. Ce nombre est habituel pour des sociétés ayant la taille et le profil de Medicea. Nous avons vérifié la cohérence du prix de l'Offre avec ces recommandations.

Mise en œuvre de la méthode des objectifs de cours

Notre analyse a porté sur les recommandations qui ont été émises sur la période précédant l'annonce de l'Offre. Compte tenu de l'annonce le 13 janvier 2020 de l'annonce de discussions préliminaires avec des partenaires stratégiques américains, nous avons retenu la période comprise entre le 13 janvier et le 15 juillet (date de l'annonce de l'Offre).

Evolution des recommandations des analystes avant l'annonce de l'Offre



Ce graphique met en évidence plusieurs points :

- Avant l'annonce du 13 janvier 2020, les recommandations des analystes étaient proches de 4€, basées sur la mise en œuvre d'une méthode des DCF,
- Après l'annonce du 13 janvier 2020, les recommandations ont été ajustées sur 5€ puis 6€, par Kepler Cheuvreux, soit une évolution de +50%, pour tenir compte d'une prime stratégique, basées sur une évolution de la méthode de valorisation (introduction d'une méthode par les comparables EV / CA combinée avec la méthode des DCF),
- Les évolutions du cours sur le 1er semestre ont été plus liées à l'évolution des annonces sur l'avancement des discussions stratégiques (baisse des cours liée à la suspension des négociations du fait du Covid-19, puis augmentation à l'annonce de la reprise des discussions lors du déconfinement, autour d'un objectif de cours maintenu à 6€),



- Le 9 juillet 2020, avant l'annonce de l'Offre, les recommandations des analystes étaient de 6€ et 6,1€,
- Après l'annonce du 15 juillet 2020, les analystes semblent être en phase avec le prix de l'Offre. Ainsi, Kepler Cheuvreux recommande dans sa note du 15 juillet 2020 d'accepter l'Offre, et considère « que cette Offre est une bonne opportunité » pour les actionnaires de Medicrea, avec une prime de 22% sur le cours du jour précédant l'Offre (14 juillet 2020). De même, Euroland Corporate fait référence dans sa note du 15 juillet 2020 à une « belle opération qui témoigne à la fois de la pertinence des technologies développées par Medicrea depuis plusieurs années mais aussi de l'intérêt stratégique que procurent les solutions du groupe (notamment UNiD) sur le marché ».

Le prix de l'Offre extériorise donc une prime de 17% par rapport aux dernières recommandations des analystes avant l'annonce de l'offre le 15 juillet 2020, et de 75% par rapport aux recommandations avant la 1ère annonce en janvier 2020 de discussions préliminaires avec des partenaires stratégiques.

4.3.3. Transaction récente intervenue sur le capital de la société

Présentation de la méthode des transactions récentes sur le titre

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment, soit dans le cadre d'opérations portant sur le capital (augmentations de capital en numéraire, opérations de fusion, apports, ...), soit dans le cadre de transactions sur le titre.

Mise en œuvre de la méthode des transactions récentes sur le titre

Augmentations de capital

Les seules augmentations de capital de l'année 2019 sont intervenues dans le cadre de plans d'actions gratuites (5 000 en juillet 2019 et 691 000 en décembre 2019).

Les caractéristiques de l'augmentation de capital réalisée le 28 janvier 2020 sont présentées ci-après :

- Prix d'émission : 8,5 m€,
- Placement : placement privé réservé à certains investisseurs (suppression du DPS),
- Prix d'émission par action : 3,51 € (décote de 5% par rapport au cours de bourse),
- Nombre d'actions : 2 421 653 actions.

Cette augmentation de capital a été souscrite principalement par des actionnaires existants. Le prix d'émission, ayant été déterminé en conformité avec la réglementation, nous semble une référence pertinente pour la valorisation de la société, qui ne peut en tout cas pas être exclue dans le cadre de l'analyse. Les autres augmentations de capital intervenues sur le 1er semestre 2020 ne portent que sur des plans de stock-options (223 331 actions) et de BSA (341 616 actions).

Le prix de l'Offre de 7€ extériorise donc une prime de 100% par rapport au prix d'une émission intervenue récemment.

Transactions hors marché sur le titre Medicrea

Nous n'avons pas été informés de transactions significatives hors marché intervenues sur le titre Medicrea en 2019 et 2020.

Il est à noter que l'initiateur de l'Offre, la société Covidien Group, ne détenait pas de titres, directement et indirectement, précédemment à l'annonce de l'Offre.



4.3.4. Méthodes des flux de trésorerie actualisés (DCF)

Présentation de la méthode des DCF

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une société par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires (flux de trésorerie générés par la performance, le besoin en fonds de roulement et ses investissements) à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de la société, en tenant compte d'une valeur de sortie (valeur terminale) à l'horizon de ce plan.

Cette méthode est pertinente à plusieurs niveaux :

- Elle est adaptée aux sociétés Medtech ayant un historique de pertes récentes liées à ses efforts de recherche et développement, car elle extériorise la valeur attribuable aux perspectives de la société,
- Elle est pertinente dans le cadre d'une prise de contrôle, car elle suppose d'avoir accès à l'ensemble des informations permettant de la mettre en œuvre (stratégie, prévisions, ...).

Cette méthode est également mise en œuvre par les analystes qui suivent le titre Medicrea.

Mise en œuvre de la méthode des DCF

Preliminaires

Comme indiqué ci-dessus :

- la méthode des DCF a été mise en œuvre sans tenir compte des retraitements liés à la norme IFRS 16 sur les contrats de location simple, ni pour le calcul des flux, ni pour le calcul des paramètres actuariels ;
- la méthode des DCF a été effectuée sans tenir compte des synergies potentielles avec l'initiateur. Par cohérence, nous avons retenu les perspectives de développement telles qu'elles sont estimées par la société pour l'ensemble des gammes de produits, sans tenir compte des éventuels doublons susceptibles d'intervenir avec des marques concurrentes développées par Medtronic (ex : la gamme PASS Tulip).

De même,

- le business plan sur lequel nous avons construit notre analyse a été établi sur la base d'un budget lié à la période 2020-2023 « plan d'affaires », mis à jour lors de notre intervention, tenant compte des dernières prévisions et tendances connues, notamment au regard de la crise générée par la pandémie liée au Covid-19 et des perspectives de reprise résultant des informations les plus récentes. Ce plan d'affaires repose sur des hypothèses moins élevées que celles qui ont été utilisées pour les tests de dépréciation sur les comptes consolidés arrêtés au 31 décembre 2019, du fait notamment de la pandémie liée au Covid-19. Les prévisions ne tiennent pas compte d'une nouvelle pandémie ;
- Ce plan d'affaires 2020-2023 a été validé par le Conseil d'Administration de Medicrea en date du 28 août 2020.

Horizon explicite

Nous avons retenu un horizon explicite de 10 ans qui comprend :

- Une 1^{ère} période, qui court du 1er juillet 2020 au 31 décembre 2023, basée sur le plan d'affaires arrêté par le Conseil d'Administration de Medicrea en date du 28 août 2020. Compte tenu de la date d'évaluation, nous avons en effet retenu le budget 2020 pour 6 mois (2^{ème} semestre 2020),
- Une extrapolation sur 7 ans pour intégrer une période postérieure au retour à l'équilibre, prévu en 2023

Nous avons également rapproché le business plan des prévisions des analystes qui suivent la valeur Medicrea.



Chiffre d'affaires

Comme indiqué ci-dessus, le business plan a été établi sans tenir compte des synergies éventuelles avec l'initiateur, qui n'ont fait l'objet d'aucune communication par l'initiateur. Il est important de noter que l'impact des synergies est intégré implicitement dans la méthode des transactions comparables, et plus généralement dans la prime induite par le prix de l'Offre.

Pour information, le communiqué de presse établi conjointement entre Medtronic et Medicea indique « qu'il est attendu que la transaction n'ait pas un impact matériel sur le résultat par action ajusté de Medtronic pendant les 2 premières années fiscales, avant d'avoir un impact relatif en 2023 ».

Le business plan mis à jour à la date de notre intervention a été établi sur une base « stand-alone », en tenant compte des effets attendus de la pandémie liée au Covid-19, et des différentes contraintes auxquelles le groupe est confronté : niveau d'endettement élevé, rentabilité générée insuffisante / difficulté de générer un EBIT positif, combinée avec des frais financiers élevés, taille critique insuffisante pour se développer sur le marché américains (largeur de la gamme insuffisante, difficulté pour Medicea de vendre des implants en parallèle de la gamme UNiD, contraintes réglementaires importantes,...). Cf chapitre diagnostic.

Les besoins de financement élevés pour accélérer le développement (sur le plan du marketing, et des frais de développement, notamment de la plateforme UNiD, ...) font que les groupes comme Medicea sont souvent amenés à effectuer un rapprochement stratégique (cf supra, consolidation du secteur).

La société a retenu l'hypothèse d'une reprise suite à la pandémie liée au Covid-19 dès 2020 (CA de 28 m€ en 2020). Ainsi, le CA prévu pour l'année 2021 correspond au CA prévu dans le budget initial avant Covid-19 pour l'année 2020 soit 38 m€ (+ 34% par rapport au budget reforecast 2020). Le CA prévu pour l'année 2022 s'élève à 44 m€ (+15 %) et le niveau prévu pour l'année 2023 s'élève à 48 m€ (+10%).

La croissance du CA sur le 2nd semestre 2020 paraît prudente, elle est à mettre en regard des derniers éléments chiffrés disponibles notamment sur le mois de juin qui font apparaître une croissance de l'activité mensuelle de +3% par rapport à juin 2019.

La progression du CA en 2021 est plus établie notamment dans un environnement d'incertitudes liées à la pandémie, et notamment à la commercialisation d'un vaccin.

Les augmentations de chiffre d'affaires en 2022 et 2023 (respectivement +15% et +10%) sont prudentes sur les gammes hors UNiD, compte tenu du fait que le marché des implants (et notamment celui des vis) est « verrouillé » par des packages proposés par les majeurs sur plusieurs années. Ainsi, Medicea considère qu'il n'y a pas de corrélation entre le développement significatif de la gamme UNiD et les autres gammes de produits traditionnelles.

Pour la période extrapolée, et après nos échanges avec la Direction, une croissance du chiffre d'affaires de +15% a été retenue pour les années 2024 et 2025 et de +10% pour l'année 2026 (soit le taux de croissance du chiffre d'affaires de l'année 2023 dans le business plan de la Direction). Nous avons extrapolé les 4 années suivantes (2027 à 2030) avec une décroissance linéaire, afin de faire converger la croissance annuelle du chiffre d'affaires vers 3%, soit le taux retenu pour l'année normative.

Nous avons retenu un 2ème scénario (scénario alternatif), qui repose sur les hypothèses suivantes :

- compte tenu des incertitudes qui restent élevées liées au Covid-19, nous n'avons pas modifié les prévisions établies par la société pour les années 2020 à 2023
- l'extrapolation du chiffre d'affaires du scénario alternatif a été réalisée comme suit :
 - progression de +20% du CA pour les années 2024 à 2026 ;
 - décroissance linéaire à partir de l'année 2027 jusqu'au taux de croissance de +3% en période normative.



Ce scénario alternatif est considéré comme « agressif » par la Direction, au regard d'une situation « stand-alone ».

Il est à noter que les dernières prévisions issues du scénario management se situent dans le bas de la fourchette pour 2020 et dans le haut de la fourchette pour 2021 et 2022 :

Estimations de chiffre d'affaires - analystes			
en m€	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
	Estimation	Estimation	Estimation
Chiffre d'affaires	entre 28 m€ et 32 m€	entre 34 m€ et 39 m€	entre 39 m€ et 47 m€

EBITDA

L'analyse critique de l'évolution des performances est difficile en l'absence de recul sur la rentabilité par gamme, et dans le contexte où l'essentiel de la croissance est basé sur le développement significatif du CA de la gamme UNiD dont la rentabilité est plus élevée.

Nous avons conservé les EBITDA du business plan dans le scénario du management, soit des taux d'EBITDA respectivement de 10% pour le 2^{ème} semestre 2020, 7% pour 2021, 12% pour 2022 et 16% pour 2023. Pour la période extrapolée, nous avons augmenté les taux d'EBITDA des années 2024-2026 de +2,5% par an. Le taux de l'année 2026 qui s'élève à 23,5% a été maintenu pour les autres années de la période extrapolée, ainsi que pour l'année normative. Il est à noter que l'EBITDA s'entend avant retraitement liés aux contrats de locations simples IFRS 16, par cohérence avec les calculs de l'endettement financier net (cf supra).

Dans le scénario alternatif nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- taux d'EBITDA pour la période 2020 à 2023: nous avons retenu le taux d'EBITDA du scénario management ;
- taux d'EBITDA 2024 à 2027 : nous avons augmenté les taux d'EBITDA de +2,5% par an (26% en 2027);
- nous avons augmenté le taux d'EBITDA pour la période 2028 à 2030 à 28%.

Il est à noter que les dernières prévisions des analystes communiquées précédemment à l'annonce le 15 juillet conduisaient à des estimations de taux d'EBITDA plus faibles en 2020 et 2021, et plus élevées en 2022, dans un contexte où il reste difficile à ce jour pour le marché d'avoir une vision « claire » sur les impacts liés au Covid-19 sur le futur, le recul restant à ce jour limité. :

Estimations de taux d'EBITDA - analystes			
en m€	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
	Estimation	Estimation	Estimation
taux d'EBITDA	entre 1,7% et 8,4%	entre 10,5% et 15,1%	entre 16% et 24%

Besoin en fonds de roulement

Nous avons retenu pour le scénario management et le scénario alternatif les hypothèses du taux de BFR du business plan, pour les années 2020 à 2023.

Pour l'extrapolation du business plan du management, après discussion avec la Direction de la société, nous avons retenu une hypothèse de croissance linéaire du taux de BFR jusqu'au niveau normatif de 25% en 2023.

Pour l'approche alternative, nous avons maintenu le taux de BFR de l'année 2023 (23,4%) sur toute la période extrapolée et à 25% pour l'année normative.

Il est à noter que les analystes estimaient le % de BFR entre 23,5% et 27%.



Investissements

Nous avons également retenu les hypothèses d'investissements de la société pour les années 2020 à 2023.

Comme indiqué ci-dessus, les investissements sont stables sur l'horizon des prévisions à environ 10% du CA. Il convient de rappeler que les investissements sont constitués à hauteur de 50% de frais de développement activés et à hauteur de 30% de kits, dont le niveau n'est pas affecté par le développement commercial de la gamme UNiD.

Les analystes qui suivent le titre Medicrea ont prévu des investissements pour la période 2021 -2022, s'élevant à 10% du CA en moyenne dans un cas et 15% dans l'autre cas.

Pour les années extrapolées, nous avons majoré le niveau d'investissements à partir de l'année 2024 avec une croissance linéaire, jusqu'à 7,5 m€ en valeur normative, soit 8% du chiffre d'affaires.

Le niveau des dotations aux amortissements de la période extrapolée converge vers 7,5 m€ en période normative.

Impôt sur les sociétés théorique

Nous avons retenu l'hypothèse de niveau d'impôts utilisé par la société pour les années du business plan qui correspond aux impôts prévisionnels liés à la filiale belge. Pour les années extrapolées, nous avons calculé un niveau d'impôts théorique sur la base du résultat opérationnel courant extrapolé. Le taux retenu de 22% correspond à la pondération entre le taux US et le taux des autres zones.

Comme indiqué supra, l'utilisation des déficits fiscaux reportables a été prise en compte au niveau du calcul de l'endettement financier net ajusté et non au niveau des flux prévisionnels.

Taux d'actualisation

Les flux de l'horizon explicite ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital (WACC en anglais), déterminé en fonction des caractéristiques de Medicrea.

L'activité étant majoritairement réalisée aux Etats-Unis, nous avons calculé le taux d'actualisation en retenant des paramètres du marché US (taux sans risque, prime de risque marché)

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 11% :



CMPC	WACC (données 6 mois)
Taux sans risque ¹	0,9%
Prime de risque de marché ²	5,6%
Bêta désendetté³	0,84
D/E ⁴	29,4%
Bêta réendetté ⁵	1,02
Prime de risque spécifique ⁸	6,2%
Coût des fonds propres	12,8%
Coût de la dette⁶	9,0%
Taux d'imposition ⁷	25,0%
Coût de la dette après impôt	6,8%
D/(D+E)	22,7%
E/(D+E)	77,3%
CMPC calculé	11,4%
CMPC retenu (arrondi)	11,0%

Paramètres :

¹ US Treasury - 10 Y - moyenne 1 mois

² Damodaran S&P 500

³ médiane bêtas 1 an

⁴ Sur la base de la structure financière actuelle de la société

⁵ réendetté en utilisant la formule de Hamada

⁶ coût de l'endettement de la société

⁷ QP taux d'IS dans les pays dont l'activité est rentable

⁸ Prime de taille calculée avec la méthode d'Ibbotson

Il est à noter que ce taux est cohérent :

- d'une part par rapport au taux utilisé pour les tests de dépréciation au 31 décembre 2019 (11%, identique à 2018),
- d'autre part au taux recommandé par le cabinet Kepler Cheuvreux qui suit Medicea : le cabinet d'analyse a en effet ajusté sa recommandation de WACC début juillet, avant l'annonce de l'Offre, de 12,2% à 11%. Cette diminution a été effectuée pour plusieurs raisons (perspectives de développement aux USA des gammes UNiD et Tulip, perspectives de rapprochement, ...).

Il est important de noter que ce taux est impacté à la baisse par le contexte actuel du rapprochement, considéré par le marché comme très probable. Un taux d'actualisation tenant compte de la situation financière de la société en « stand-alone » (cf supra : situation financière, contraintes de taille critique insuffisante, de financements, ...) conduirait certainement à un taux plus élevé. De même, ce taux n'intègre pas (pas plus que dans les prévisions) l'impact éventuel d'une nouvelle pandémie. Ces éléments ont un impact positif sur la valeur.

Valeur terminale

La valeur terminale a été calculée en retenant l'hypothèse suivante :

- flux normatifs en cohérence avec les flux de l'année 2030 (la dernière année de l'extrapolation), soit un CA de 89 m€ pour le scénario management (plan d'affaires 2020-2023 arrêté par le Conseil d'Administration ; hypothèses liées à la période extrapolée et à la valeur terminale discutées avec la Direction), et de 118 m€ pour le scénario alternatif et un taux d'EBITDA de 23,5% pour le scénario management et de 28% pour le scénario alternatif. Il est à noter que les prévisions des analystes sur le taux EBITDA à long terme portent sur un taux de 30%.
- actualisation du flux normatif en utilisant la méthode de Gordon Shapiro, en utilisant les 2 paramètres suivants :
 - taux d'actualisation identique à celui retenu pour l'horizon explicite, soit 11%,
 - taux de croissance à l'infini : nous avons retenu un taux de 3% pour les scénarii management et alternatifs.



Il est à noter que :

- le taux de croissance à l'infini retenu pour les tests de dépréciation au 31 décembre 2019 s'est élevé à 2% (idem 2018),
- le taux recommandé par l'un des analystes qui suit la valeur a été ajusté à la hausse début juillet à 3% avant l'annonce de l'Offre (contre 2% précédemment), pour les raisons évoquées ci-dessus (principalement annonce d'un rapprochement stratégique). L'analyste n'a tenu compte ni dans le WACC ni dans le taux de croissance à l'infini des effets du Covid-19, en considérant implicitement des perspectives de développement plus importantes et un risque inhérent plus faible, lié à un rapprochement stratégique.

Endettement financier net

Comme indiqué ci-dessus, nous avons déterminé l'endettement financier net au 30 juin 2020. Le détail du calcul a été présenté au chapitre 4.1.3 ci-dessus. Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, le niveau d'EFN au 30 juin 2020 a été retraité des retards de dettes d'exploitation, déjà intégrés dans les flux du 2nd semestre 2020 (0,5 m€)

La synthèse de la mise en œuvre de la méthode des DCF est présentée ci-après :

Méthode des DCF		
en k€	Scenario management	Scenario alternatif
Valeur d'entreprise	57 858	106 545
Endettement financier net ajusté	-18 719	-18 719
Valeur des capitaux propres (100%)	39 139	87 826
Nombre d'actions dilués (milliers)	23 396	23 396
Valeur des capitaux propres par action (€)	1,7	3,8
Prime en % par rapport au prix de l'Offre de 7 €	318%	86%

Pour information, la valeur unitaire des flux de trésorerie actualisés, établie dans le cadre des tests de dépréciation réalisés au 31 décembre 2019, s'élève à 2,1 €.

La synthèse des tests de sensibilité portant sur les paramètres actuariels (les agrégats opérationnels ayant donné lieu à la mise en œuvre d'un 2ème scénario) est présentée ci-après :

- scénario management :

		WACC				
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
TCI	2,0%	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0
	2,5%	2,0	1,8	1,5	1,3	1,1
	3,0%	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3
	3,5%	2,4	2,1	1,8	1,6	1,4

- scénario alternatif :

		WACC				
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
TCI	2,0%	4,0	3,5	3,2	2,9	2,6
	2,5%	4,3	3,9	3,5	3,1	2,8
	3,0%	4,7	4,2	3,8	3,4	3,0
	3,5%	5,2	4,6	4,1	3,6	3,3



La méthode des DCF met ainsi en évidence des primes significatives par rapport au prix de l'Offre de 7€, dans le contexte où les hypothèses sous-jacentes sont déjà volontaristes, notamment pour le scénario alternatif.

La valeur basse du scénario est le reflet de la situation actuelle de la société en « stand-alone », avec les contraintes et les risques présentés au chapitre 3 ci-dessus (contraintes de financement fortes, taille critique insuffisante, point mort élevé, business model et consommations de flux qui rendent difficile la réalisation d'un EBIT positif, ...), auxquels les actionnaires actuels sont exposés.

Le scénario alternatif repose sur des hypothèses volontaristes à la fois pour les différents agrégats des prévisions, et pour les paramètres actuariels, ce qui sous-entend un rapprochement stratégique, hypothèse habituellement non retenue pour le calcul d'une valeur intrinsèque par les DCF. En ce sens, il a un impact positif sur la valeur.

La prime importante, notamment avec le scénario « management » traduit le fait que le groupe Medtronic n'achète pas principalement les flux futurs de Medtronic, mais un portfolio de technologie / produit (et notamment la gamme de tiges sur mesure UNiD et l'approche UNiD-ASI) qu'il intégrera dans son offre commerciale pour augmenter ses parts de marché.

4.3.5. Comparables boursiers

Présentation de la méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

La difficulté, qui est également souvent une limite, est liée à la comparabilité entre la société évaluée et les sociétés identifiées dans l'échantillon.

Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Echantillon des comparables

L'analyse des sociétés identifiées comme comparables a conduit à distinguer 3 catégories de segments de sociétés comparables, en fonction de leur positionnement principal.

Niveau 1 - Les « Implants standards »

Cette première catégorie concerne des sociétés qui développent, fabriquent et commercialisent des implants pour la colonne vertébrale et des accessoires standards (vis, tiges, ...) proches des gammes traditionnelles actuellement développées par Medtronic (dont la principale est PASS) et peu innovantes.

Les sociétés qui constituent cette première catégorie sont les suivantes :

- Seaspine Holding : groupe américain coté sur le NASDAQ, spécialisé dans la conception, le développement et la commercialisation de solutions chirurgicales pour le traitement des troubles de la colonne vertébrale aux États-Unis et à l'international. Son portefeuille d'implants rachidiens comprend des produits pour la décompression, l'alignement et la stabilisation de la colonne vertébrale qui sont utilisés pour faciliter la fusion dans les procédures de déformations vertébrales dégénératives, mini-invasives et complexes dans les régions lombaire, thoracique et cervicale de la colonne vertébrale ;
- Alphatec Holding : groupe américain coté sur le NASDAQ qui conçoit et développe des solutions pour le traitement des pathologies de la colonne vertébrale. Parmi ces solutions, on note la



plateforme SafeOp Neural Informatix qui a vocation à réduire le risque de lésions nerveuses ou le Système d'accès LLICO, un système d'accès thoraco-lombaire postérieur mini-invasif ;

RTI Surgical : groupe américain coté sur le NASDAQ spécialisé dans la conception, le développement et la fabrication d'implants orthopédiques et chirurgicaux métalliques et synthétiques qui ont vocation à soigner les troubles de la colonne vertébrale ;

- Safe Orthopaedics : groupe français coté sur Euronext Paris spécialisé dans le développement, la production et la commercialisation de produits de chirurgie rachidienne. Le groupe propose des implants médicaux et des instruments médicaux à usage unique et distribue les produits sous la marque SteriSpine ;
- Orthofix Medical : groupe coté sur le NASDAQ spécialisé dans les segments suivants : les implants rachidiens, les produits biologiques, les extrémités orthofixées et les thérapies de croissance osseuse qui propose des services de soutien et des dispositifs de stimulation de la croissance osseuse qui améliorent la fusion osseuse ;
- Xtant Medical Holding : groupe américain coté sur le NYSE qui conçoit et développe des produits orthobiologiques et des systèmes de fixation d'implants rachidiens pour faciliter la fusion vertébrale dans les procédures complexes de la colonne vertébrale, des déformations et des pathologies dégénératives ;
- Orthopediatrics : groupe américain coté sur le NASDAQ, spécialisé dans la conception, le développement et la commercialisation d'implants et de dispositifs destinés aux enfants souffrant de troubles orthopédiques ;
- Si-Bone : groupe américain coté sur le NASDAQ spécialisé dans le développement de dispositifs implantables utilisés dans le traitement chirurgical de l'anatomie sacro pelvienne.

Comparables boursiers - échantillon "implants standards"										
Société	Pays	Capi. boursière	VE	CA 2020e	CA 2021e	CA 2022e	VE/CA 20	VE/CA 21	VE/CA 22	
SeaSpine Holdings Corp.	USA	238	219	113	151	165	x 1,9	x 1,5	x 1,3	
Alphatec Holdings Inc.	USA	274	278	83	114	131	x 3,3	x 2,4	x 2,1	
RTI Surgical Inc.	USA	222	431	144	106	117	x 3,0	x 4,1	x 3,7	
Safe Orthopaedics SAS	FRA	3	9	6	10	14	x 1,4	x 0,8	x 0,6	
Orthofix Medical, Inc.	USA	518	552	299	377	385	x 1,8	x 1,5	x 1,4	
Xtant Medical Holdings Inc.	USA	10	71	52	56	NA	x 1,4	x 1,3	NA	
Orthopediatrics.Corp	USA	724	683	60	87	105	x 11,4	x 7,8	x 6,5	
Si-Bone Inc	USA	397	346	56	80	99	x 6,2	x 4,3	x 3,5	
Moyenne							x 3,8	x 3,0	x 2,7	
Médiane							x 2,5	x 2,0	x 2,1	

Source : *infront analytics*

La capitalisation boursière dans le tableau ci-avant a été calculée au 14 juillet 2020.

Les multiples médians de CA constatés s'élèvent à x2,5 pour 2020 et x 2,0 pour 2021.

Niveau 2 - « Innovants »

Cette catégorie regroupe les sociétés qui développent et commercialisent des produits innovants dans le secteur des implants du rachis.

Les sociétés qui constituent cette seconde catégorie sont les suivantes :



- NuVasive : groupe américain coté sur le NASDAQ spécialisé dans le développement de produits chirurgicaux dont les perturbations sont minimales et de solutions intégrées aux procédures pour les chirurgies de la colonne vertébrale (placage cervical, fixation postérieure, etc.) ;
- Globus Medical : groupe américain coté sur le NYSE dont l'activité est axée sur la guérison des patients atteints de troubles musculo-squelettiques ;
- EOS Imaging : groupe français coté sur l'Euronext Paris spécialisé dans le développement et la commercialisation de solutions d'imagerie pour le diagnostic, le traitement et le suivi des pathologies musculosquelettiques courantes ;
- Medacta : groupe suisse coté sur le SIX Swiss Exchange qui propose des modèles cinématiques personnalisés et des outils de planification en trois dimensions pour une utilisation dans les procédures de la hanche, du genou, de l'épaule et de la colonne vertébrale.

Comparables boursiers - échantillon "innovants"									
Société	Pays	Capi. boursière	VE	CA 2020e	CA 2021e	CA 2022e	VE/CA 20	VE/CA 21	VE/CA 22
NuVasive Inc.	USA	2 524	2 821	834	1 033	1 111	x 3,4	x 2,7	x 2,5
Globus Medical Inc.	USA	3 945	3 668	574	730	792	x 6,4	x 5,0	x 4,6
EOS Imaging SA	FRA	37	55	26	41	59	x 2,1	x 1,3	x 0,9
Medacta Group SA	CH	1 450	1 555	294	357	398	x 5,3	x 4,4	x 3,9
Moyenne							x 4,3	x 3,4	x 3,0
Médiane							x 4,3	x 3,5	x 3,2

Source : *infront analytics*

La capitalisation boursière dans le tableau ci-avant a été calculée au 14 juillet 2020.

Les multiples médians de CA constatés s'élèvent à x 4,3 le CA 2020 et x 3,5 le CA 2021.

Niveau 3 - « Consolidateurs »

Cette troisième catégorie se compose de groupes généralement plus importants, présents dans différents secteurs d'activité, dont les implants du rachis, présentant des profils de rentabilité nettement supérieurs à celui de Medicea.

Les sociétés qui constituent cette troisième catégorie sont les suivantes :

- Integra LifeSciences : groupe américain coté sur le NASDAQ qui opère sur trois segments : Codman Specialty Surgical, Orthopedics et Tissue Technologies. Le premier segment comprend des soins neurologiques tandis que les deux autres segments comprennent des offres telles que les implants de fixation osseuse et articulaire dans les membres supérieurs et inférieurs, les greffes osseuses et la réparation nerveuse et tendineuse ;
- Stryker : groupe américain coté sur le NYSE qui opère à travers les segments suivants : orthopédie, MedSurg et neurotechnologie et colonne vertébrale. Le premier segment fournit des systèmes d'implants reconstructifs et traumatologiques et le segment de la colonne vertébrale concerne les implants rachidiens et les produits neurovasculaires ;
- Zimmer Biomet : groupe américain coté sur le NYSE qui est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation des produits de reconstruction orthopédique, des produits d'extrémités et de traumatologie, et des produits pour la colonne vertébrale. Ses produits et solutions aident à traiter les patients souffrant de troubles ou de blessures aux os ;



- Johnson & Johnson : groupe américain coté sur le NYSE qui se consacre à la recherche et au développement, à la fabrication et à la vente de produits dans le domaine des soins de santé. Le groupe opère dans les segments suivants : Consommation, Pharmacie et Dispositifs médicaux. Ce dernier propose des produits utilisés dans les domaines de l'orthopédie, de la chirurgie, etc ;
- Medtronic : groupe américain coté sur le NYSE qui se consacre au développement, à la fabrication, à la distribution et à la vente de thérapies et de services médicaux. Le groupe opère à travers les segments suivants : cardiaque et vasculaire et technologies mini-invasives et thérapies réparatrices.

Comparables boursiers - échantillon "consolideurs"									
Société	Pays	Capi. boursière	VE	CA 2020e	CA 2021e	CA 2022e	VE/CA 20	VE/CA 21	VE/CA 22
Integra LifeSciences Holdings Corp.	USA	3 486	4 413	1 129	1 289	1 327	x 3,9	x 3,4	x 3,3
Stryker Corporation	USA	60 198	65 798	11 594	13 702	14 655	x 5,7	x 4,8	x 4,5
Zimmer Biomet Holdings Inc.	USA	22 552	29 085	5 328	6 801	7 146	x 5,5	x 4,3	x 4,1
Johnson & Johnson // Depuy Synthes	USA	341 609	348 255	68 811	74 651	78 851	x 5,1	x 4,7	x 4,4
Medtronic Plc		111 520	123 733	23 503	27 017	28 872	x 5,3	x 4,6	x 4,3
Moyenne							x 5,1	x 4,3	x 4,1
Médiane							x 5,3	x 4,6	x 4,3

Source : *infront analytics*

La capitalisation boursière dans le tableau ci-avant a été calculée au 14 juillet 2020.

Les multiples médians observés pour ce niveau de comparables sont compris entre x 5,3 le CA 2020 et x4,6 le CA 2021.

La prise en compte de l'échantillon des consolideurs représente une hypothèse haute dans cette approche de valorisation.

Nous nous sommes rapprochés du directeur de la R&D de Medicea pour conforter la pertinence de cette distinction de l'échantillon de sociétés comparables en trois catégories. La structure actuelle de la société Medicea la rattache à la catégorie des « implants standards ». Cependant, l'analyse du business plan met en évidence le fait que le développement est principalement lié à des produits innovants (tels que la gamme UNiD).

Ainsi, nous avons retenu comme hypothèse centrale le multiple induit de la catégorie « innovations », et nous avons retenu pour les tests de sensibilité : en fourchette basse les multiples moyens de la catégorie « implants standards » et comme fourchette haute le multiple moyen de la catégorie « consolideurs ». Cette fourchette haute doit être prise à titre d'information, car les sociétés ne sont pas comparables à Medicea, notamment en termes de taille.

Agrégats utilisés

La société Medicea ayant à ce jour un historique d'EBIT déficitaires, cet indicateur, fréquemment utilisé dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode, n'a pas été retenu.

Par ailleurs, et pour les différentes raisons expliquées dans le chapitre 3 du présent rapport, le niveau d'EBITDA n'est pas considéré comme représentatif de la valeur de l'entreprise résultant de ses perspectives futures. De plus, nous n'avons pas identifié de multiples d'EBITDA, car de nombreuses sociétés comparables ont un EBITDA négatif, non significatif ou non renseigné dans les bases de données.

La prise en compte d'un agrégat lié au CA, fréquente dans le cadre de Medtech, n'est pertinente que dans la mesure où la capacité de générer une rentabilité future est « acquise » (rappel : concernant Medicea, prévisions de pertes d'exploitation jusqu'en 2023 ; le retour à l'équilibre d'exploitation a été décalé, notamment à cause



de la pandémie liée au Covid-19). L'existence d'une offre attractive au regard du cours de bourse antérieur à son annonce nous amène à considérer que ce principe est acquis par hypothèse.

Nous avons retenu le chiffre d'affaires des années 2020, 2021 et 2022, tel qu'estimé dans le scenario management (cf approche DCF, identique au scénario alternatif pour les années 2020, 2021 et 2022), dans le contexte où le CA 2020 est impacté par la pandémie du Covid-19 et le groupe considère que la reprise interviendra dès 2021.

Il est à noter que le CA moyen est proche du CA 2021.

Il est à noter que les multiples des prévisions pour l'année 2020 sont à prendre avec précautions (de nombreux groupes ont arrêté leurs prévisions liées à la pandémie du Covid-19 ; il n'y a pas eu d'ajustement notable des multiples de CA, notamment à la baisse, comme cela a pu être constaté lors de crises significatives précédentes).

L'application d'un multiple de CA sans faire référence à la rentabilité actuelle, si ce n'est au regard de l'endettement financier net ajusté (cet agrégat tient compte des impacts actuels liés au Covid-19) n'est pas défavorable aux actionnaires minoritaires. Elle conduit à intégrer des synergies, dans le contexte où l'analyse stratégique conduit fréquemment les sociétés ayant le profil de Medicrea à se tourner vers un rapprochement avec un acteur majeur, compte tenu des difficultés à assurer un développement stand-alone, pour différentes raisons (besoins en financement, effet de taille, ...).

La synthèse est présentée dans le tableau ci-après :

Sociétés innovantes : valeur centrale				
en k€	2020	2021	2022	Moyenne
Chiffre d'affaires	28 320	38 000	43 558	36 626
Multiple	x 4,34	x 3,55	x 3,23	x 3,62
Valeur d'entreprise	122 861	134 744	140 507	132 704
Endettement financier net	(19 243)	(19 243)	(19 243)	(19 243)
Valeur de capitaux propres	103 617	115 501	121 264	113 461
Nombre d'actions (M)	23 396	23 396	23 396	23 396
Valeur unitaire des titres (€)	4,4	4,9	5,2	4,8
<i>Prime / Décote par rapport au prix de l'Offre de 7€</i>	<i>58%</i>	<i>42%</i>	<i>35%</i>	<i>44%</i>
Implants standards : fourchette basse				
en k€	2020	2021	2022	Moyenne
Chiffre d'affaires	28 320	38 000	43 558	36 626
Multiple	x 2,47	x 1,96	x 2,13	x 2,16
Valeur d'entreprise	70 024	74 366	92 787	79 059
Endettement financier net ajusté	(19 243)	(19 243)	(19 243)	(19 243)
Valeur de capitaux propres	50 781	55 122	73 543	59 815
Nombre d'actions (M)	23 396	23 396	23 396	23 396
Valeur unitaire des titres (€)	2,2	2,4	3,1	2,6
<i>Prime / Décote par rapport au prix de l'Offre de 7€</i>	<i>223%</i>	<i>197%</i>	<i>123%</i>	<i>174%</i>
Consolidateurs : fourchette haute / à titre indicatif				
en k€	2020	2021	2022	Moyenne
Chiffre d'affaires	28 320	38 000	43 558	36 626
Multiple	x 5,26	x 4,58	x 4,29	x 4,64
Valeur d'entreprise	149 095	174 031	186 668	169 931
Endettement financier net ajusté	(19 243)	(19 243)	(19 243)	(19 243)
Valeur de capitaux propres	129 852	154 788	167 425	150 688
Nombre d'actions (M)	23 396	23 396	23 396	23 396
Valeur unitaire des titres (€)	5,6	6,6	7,2	6,4
<i>Prime / Décote par rapport au prix de l'Offre de 7€</i>	<i>26%</i>	<i>6%</i>	<i>-2%</i>	<i>9%</i>



Il est à noter que le prix de l'Offre correspond à un multiple de x 5,0 le CA, qui est supérieur à la fourchette haute présentée ci-dessus. Ce multiple correspond au multiple de valorisation de Medtronic, dont la capitalisation boursière début septembre était proche de 140 mds\$, soit près de 1 000 fois supérieure à celle de Medicea.

Pour information, la valeur centrale d'entreprise représente un multiple induit de 4,8 x le CA 2021 et 4,2 x le CA 2022.

4.2.6. Transactions comparables

Présentation de la méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur de l'entreprise évaluée.

La limite de cette méthode est liée à de nombreux facteurs, et notamment :

- la difficulté d'identifier des entreprises comparables, plus importante que pour la méthode des comparables boursiers,
- la volatilité souvent élevée des multiples, notamment dans le secteur des Medtechs,
- les différences de niveaux de valorisation en fonction de la nationalité des acheteurs (il est fréquent que les multiples soient plus élevés aux US qu'en Europe, dans le secteur des Medtechs),
- les biais induits par le fait que les bases de données ne comportent généralement pas l'ensemble des informations permettant de rationaliser des niveaux élevés ou bas des multiples, et que les transactions déclarées portent fréquemment sur les « belles opérations ». Ainsi, à titre d'exemple ; le multiple retenu peut être très variable à société identique en fonction : du contexte de l'opération, de la prime stratégique (synergies, ...), des perspectives de croissance (le multiple appliqué sera plus élevé selon que la croissance attendue est de 10%, 50% ou 100%), la manière dont l'acheteur est lui-même évalué (opération relative pour l'acquéreur, au-delà du multiple lui-même, ...).

Pour information, l'initiateur a indiqué dans le communiqué de presse du 15 juillet 2020 qu'il n'est pas attendu que la transaction ait un impact matériel sur le résultat par action ajusté de Medtronic pendant les 2 premières années fiscales, avant d'avoir un impact relatif au cours de l'année fiscale 2023. Il est attendu que la transaction remplisse les critères financiers à long terme de Medtronic pour ses acquisitions.

Il est également à noter que Kepler Cheuvreux valorisait uniquement Medicea par la méthode des DCF jusqu'en janvier 2020, et a introduit la méthode des comparables, mais pondérée avec la méthode des DCF à compter de l'annonce sur des réflexions préliminaires avec des partenaires stratégiques en janvier 2020. Cf supra.

Notre analyse a porté :

- d'une part sur les transactions récentes intervenues au sein du groupe Medicea,
- d'autre part, sur des transactions comparables externes portant sur des opérations réalisées depuis octobre 2017, portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%), et intégrant de ce fait une prime de contrôle. Pour information, la prise en compte des opérations plus anciennes (depuis 2013) conduirait à des résultats très proches.

Mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

Transactions récentes au sein du groupe Medicea

Les transactions récentes portent sur la création de sociétés Joint-Venture avec des partenaires-distributeurs en Belgique et Australie en 2018. L'activité de ces sociétés portant principalement sur la distribution de produits du groupe, **nous n'avons pas retenu dans nos analyses de valorisation les références à ces 2 transactions.**



Transactions comparables externes

L'échantillon retenu comprend 7 transactions dans le domaine d'activité de la conception, la production et la distribution d'implants rachidiens ou assimilés ayant eu lieu au cours des trois dernières années.

Par cohérence, et pour les raisons indiquées dans le chapitre sur la méthode des comparables boursiers, la méthode a été appliquée aux agrégats de chiffre d'affaires, agrégat qui n'est pas défavorable aux minoritaires.

Les transactions retenues sont les suivantes :

- En février 2020, Alphatec Holdings, société cotée américaine spécialisée dans les dispositifs rachidiens, a annoncé l'acquisition d'EOS Imaging pour une valeur d'entreprise de 122,0 M\$. EOS Imaging est une société cotée française spécialisée dans les solutions innovantes en imagerie et logiciels pour le diagnostic, le traitement et le suivi des pathologies ostéoarticulaires et de la chirurgie orthopédique. L'opération valorisait EOS Imaging à 5,09 x son chiffre d'affaires des douze mois précédant l'opération. Bien que dans les mois suivants cette annonce, Alphatec ait annulé l'opération dans un contexte de crise sanitaire, nous avons maintenu la transaction annoncée dans notre échantillon puisque celle-ci reflétait les accords convenus entre Alphatec et EOS Imaging au moment de l'annonce.
- En novembre 2019, Stryker, société cotée américaine du secteur des technologies médicales, a annoncé l'acquisition de Wright Medical pour une valeur d'entreprise de 5 214,8 m\$. Wright Medical est une société américaine spécialisée dans la fabrication et la distribution d'implants et de prothèses orthopédiques. La transaction valorisait Wright Medical Group à 5,73 x son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération.
- En novembre 2018, RTI Surgical, société cotée américaine spécialisée dans la fabrication d'implants chirurgicaux a annoncé l'acquisition de Paradigm Spine pour une valeur d'entreprise de 299,1 m\$. Paradigm Spine est une société américaine spécialisée dans le développement et la commercialisation de solutions de traitements des pathologies de la colonne vertébrale. La transaction valorisait Paradigm Spine à 7,48 x son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération.
- En août 2018, Stryker, présentée ci-dessus, a annoncé l'acquisition de K2M pour une valeur d'entreprise de 1 340 m\$. K2M est une société américaine spécialisée dans la conception, le développement et la commercialisation de dispositifs médicaux et de solutions rachidiennes mini-invasives pour le traitement des pathologies de la colonne vertébrale. La transaction valorisait K2M à 4,93 x son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération.
- En mars 2018, Orthofix Medical, société américaine de dispositifs thérapeutiques, a annoncé l'acquisition de Spinal Kinetics pour une valeur d'entreprise de 105,0 m\$. Spinal Kinetics est une entreprise américaine spécialisée dans la conception et le développement de systèmes de préservation de mouvement sans fusion pour le traitement des maladies dégénératives de la colonne cervicale et des lombaires. La transaction valorisait Spinal Kinetics à 7,0 x son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération.
- En octobre 2017, TPG Capital, un fonds d'investissement américain a annoncé l'acquisition d'Exactech pour une valeur d'entreprise de 758,4 m\$. Exactech est une société américaine spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'implants orthopédiques et d'instrumentation chirurgicale pour les extrémités et les grosses articulations. La transaction valorisait Exactech à 2,87 x son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération.
- En octobre 2017, Stryker, présentée ci-dessus, a annoncé l'acquisition de Vexim pour une valeur d'entreprise de 157 m€. Vexim est une société française spécialisée dans la conception et la commercialisation de solutions mini-invasives pour le traitement des pathologies traumatiques du



rachis. La transaction valorisait Vexim à 7,73 x son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération.

L'échantillon de transactions comparables retenu ainsi que les principales caractéristiques associées sont présentées ci-dessous :

Transactions comparables retenues												
Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays	Devise	VE (m devise)	EBITDA LTM	EBITDA NTM	CA LTM	CA NTM	x VE/CA LTM	x VE/CA NTM	
févr-20	Alphatec	EOS Imaging	France	USD	122,0	nc	nc	24,0	nc	x 5,09	x 4,60	
nov-19	Stryker	Wright Medical Group	USA	USD	5 214,8	116,6	179,7	910,4	964,0	x 5,73	x 5,41	
nov-18	RTI	Paradigm Spine	USA	USD	299,1	nc	nc	40,0	nc	x 7,48	x 6,76	
août-18	Stryker	K2M	USA	EUR	1 340,0	nc	17,3	271,9	302,2	x 4,93	x 4,43	
mars-18	Orthofix Medical	Spinal Kinetics	USA	USD	105,0	nc	nc	15,0	nc	x 7,00	x 6,33	
oct-17	TPG	Exactech	USA	USD	758,4	43,0	49,0	264,5	283,3	x 2,87	x 2,68	
oct-17	Stryker	Vexim	France	EUR	157,0	nc	1,5	20,3	24,2	x 7,73	x 6,49	
Moyenne										x 5,83	x 5,24	
Médiane										x 5,73	x 5,41	

Source : Capital IQ

Dans la mesure où les multiples ont été déterminés par rapport aux mois glissants, nous avons retenu le CA des 12 mois glissants avant juin 2020 et les 12 mois avant juin 2021.

Pour déterminer les multiples NTM qui manquent dans les bases de données (car la comparabilité du NTM n'est pas satisfaisante avec seulement 4 transactions NTM contre 7 transactions LTM), il a été déterminé l'écart entre les multiples LTM et NTM des 4 transactions pour lesquelles les deux multiples étaient communiqués. Il en ressort une décote de 10% (écart type de 4,7%). Après recalcul le multiple NTM ressort à x5,24 contre x4,75 avant régression.

Transactions comparables			
en k€	juin-20	juin-21	Moyenne
Chiffre d'affaires	29 880	34 098	31 989
Multiple	x 5,83	x 5,24	x 5,52
Valeur d'entreprise	174 242	178 827	176 534
Endettement financier net ajusté	(19 243)	(19 243)	(19 243)
Valeur de titres	154 999	159 583	157 291
Nombre d'actions (k)	23 396	23 396	23 396
Valeur unitaire des titres (€)	6,6	6,8	6,7

4.4. Méthode retenue à titre indicatif

Nous avons retenu à titre indicatif une approche de l'actif net comptable réévalué.

4.4.1. Approche d'actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à ajuster l'actif net comptable consolidé des plus-values nettes comptables latentes identifiées sur des actifs, des passifs ou des éléments hors bilan.

Ces méthodes souvent utilisées pour valoriser des sociétés dites patrimoniales (sociétés financières, sociétés foncières, ...).

Dans le secteur des Medtech, cette méthode est fréquemment utilisée pour valoriser des sociétés qui gèrent des portefeuilles de brevets importants. La situation de Medicrea est différente, dans la mesure où le business model de Medicrea ne repose pas sur des licences et / ou des cessions de technologies. Par ailleurs, la société ne dispose pas de flux de trésorerie détaillés par projets de développements, et la valeur des flux générés par les technologies en développement ou mises sur le marché est traduite par la méthode des flux de trésorerie actualisés, mise en œuvre ci-après.



Dans le cas présent, nous avons retenu une approche d'actif net réévalué, pour vérifier que les autres méthodes ne conduisaient pas à une valeur inférieure (valeur plancher). La pratique des évaluateurs consiste ainsi à rationaliser les écarts, dans les situations où les méthodes utilisées à titre principal conduisent à des valeurs inférieures à l'approche d'actif net réévalué.

Cette approche permet d'extérioriser une valeur d'actif susceptible de présenter un intérêt stratégique ou financier pour un repreneur.

L'analyse et les entretiens que nous avons eus avec la Direction ne nous ont pas conduit à identifier des actifs hors exploitation. Par ailleurs, la société n'est pas propriétaire de constructions, et après échange avec la Direction, nous n'avons pas identifié de baux susceptibles de présenter une plus-value latente significative (ex : bail emphytéotique, ...).

L'analyse nous a conduit à identifier 2 « actifs » présentant des plus-values latentes significatives :

- Les projets de développement activés,
- Les déficits fiscaux reportables.

Projets de développement

Nous avons approché par simplification une plus-value liée aux projets de développement en retenant une méthode par les coûts.

Le groupe active les frais de développement, conformément aux normes comptables IFRS.

Cette méthode ne permet d'activer que les frais de développement répondant à certains critères. Par ailleurs, les durées d'amortissement retenues par la société (5 ans) sont courtes au regard des périodes pendant lesquelles des avantages sont attendus, et le mode d'amortissement linéaire n'est généralement pas celui qui soit le plus en phase sur le plan économique, avec le mode de consommation des avantages.

Ainsi, nous avons approché la valeur réévaluée des projets de développement à hauteur de la valeur brute comptable, ajustée d'un coefficient tenant compte des frais de développement non activés. Ce coefficient a été estimé après échange avec la société à 20%.

Actifs d'impôts différés liés aux déficits fiscaux non activés

Par prudence, et dans le contexte des recommandations de l'ESMA de juillet 2019, la société a annulé en 2019 l'ensemble des actifs d'impôts différés sur déficits fiscaux reportables sur ses comptes consolidés, ce qui a généré un ajustement de 1,6 m€.

D'un point de vue économique, l'utilisation des déficits fiscaux reportables fait partie généralement des avantages attendus dans le cas d'une reprise par un acteur significatif du secteur au titre des synergies identifiées.

Cette approche étant mise en œuvre à titre purement indicatif et de cohérence, nous avons repris l'ensemble des impôts différés actifs sur déficits fiscaux reportables estimés au 30 juin 2020, soit 19,7 m€. Dans la pratique, une décote significative serait appliquée, pour tenir compte de différents facteurs (actualisation, perspectives d'utilisation « stand-alone », ...).

La synthèse de la valeur approchée à titre indicatif est présentée ci-après :



Actif net comptable réévalué	
en k€	30.06.2020
Capitaux propres hors IFRS 16 au 30/06/2020	4 213
Retraitement des projets de développement	16 138
Plus-value sur les constructions	0
Plus-value sur les baux immobiliers	0
Plus-value sur actif hors exploitation	0
ID / DFR	19 672
ID / autres différences temporaires	1 500
Sous total réévaluation	37 310
Approche de capitaux propres réévalués	41 523
Nombre d'actions (K)	23 396
Actif net réévalué par action	1,77
Prime par rapport au prix de l'offre de 7 €	294%

Les méthodes mises en œuvre à titre principal présentées ci-dessus ne conduisent pas à des valeurs inférieures à l'approche d'actif net réévaluée présentée à titre indicatif ci-avant. Cette approche met en évidence une décote significative par rapport au prix de l'Offre.



5. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par les établissements présentateurs

Bank of America et Société Générale, ci-après « les établissements présentateurs » agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation de l'Offre figurant à la section 3 du projet de la note d'information.

Nous avons analysé ces éléments, et nous sommes rapprochés des représentants des établissements présentateurs en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

5.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes d'accord avec les établissements présentateurs sur les méthodes retenues à titre principal : analyse du cours de bourse historique, DCF, référence aux objectifs de cours de bourse (à titre illustratif), comparables boursiers, transactions comparables et prix d'émission d'une augmentation de capital récente.

Nous sommes d'accord avec les établissements présentateurs de retenir des agrégats avant IFRS 16, ce qui correspond à la pratique actuelle des évaluateurs. Nous avons conservé l'impact du retraitement des contrats de crédit-bail, contrairement aux établissements présentateurs, mais l'impact peut être considéré comme non significatif.

Les établissements présentateurs ont écarté les méthodes de l'actif net comptable, l'actif net réévalué, les objectifs de cours de bourse (méthode retenue seulement à titre illustratif comme indiqué ci-dessus) et l'actualisation des dividendes. Nous avons effectué une approche de réévaluation de l'actif net, pour vérifier que les autres méthodes conduisaient à des valeurs supérieures.

5.2. Nombre d'actions retenues

Nous sommes d'accord avec le nombre retenu par l'établissement présentateur, qui s'élève à 23 396 002 actions (écart d'une action, non significatif).

5.3. Approche par les cours de bourse

Les établissements présentateurs ont mis en œuvre une approche de cours de bourse historique non affectés sur la base du cours avant l'annonce de discussions préliminaires avec des partenaires stratégiques américains du 13 janvier 2020, et ont présenté à titre illustratif les derniers cours avant l'annonce de l'Offre, et le cours spot et les moyennes pondérées 1 mois et 3 mois.

Nous avons retenu comme cours de référence le cours du jour qui précède la signature de l'Offre ferme, le cours moyen pondéré un mois, et le cours moyen pondéré d'une période de 6 mois, intégrant l'annonce de discussions préliminaires, qui nous conduisent à des cours plus élevés.

Les établissements présentateurs ont retenu une fourchette de valeur par action comprise entre 2,7€ et 3,2€, alors que nos travaux ont conduit à une fourchette de 4,3€ et 5,8€.



5.4. Transactions pertinentes opérées sur le capital de Medicrea au cours des 12 derniers mois

Les établissements présentateurs ont retenu dans leur analyse le prix d'émission de l'augmentation de capital réalisée en janvier 2020 (3,51€ intégrant une décote de 5% par rapport au cours de bourse des 10 jours précédant l'augmentation de capital).

La prise en compte de cette transaction est justifiée. Il convient cependant de rappeler que cette opération est intervenue après l'annonce du 13 janvier 2020 annoncée ci-dessus, et a été réalisée en grande partie par des actionnaires existants.

5.5. Approche par les multiples de comparables boursiers

5.5.1. Agrégats

Nous sommes d'accord avec la prise en compte d'un seul agrégat lié au chiffre d'affaires.

Les établissements présentateurs ont retenu un seul agrégat : le CA lié à 2021. Pour mettre en évidence la dynamique de croissance, nous avons retenu 3 exercices : 2020, 2021 et 2022. En pratique, il y a peu d'écarts, car la moyenne des 3 années est proche du multiple moyen.

5.5.2. Echantillon et multiples

Les établissements présentateurs ont retenu un seul échantillon de comparables boursiers.

Après échange avec la direction de la société, nous avons distingué 3 échantillons, en distinguant les catégories « implants traditionnels », « sociétés innovantes », et « consolideurs », dans le contexte où Medicrea évolue de la 1^{ère} catégorie (traditionnelle) vers la 2^{nde} catégorie (innovante), et où l'échantillon « consolideurs » a été retenu à titre indicatif et représente la fourchette haute.

L'échantillon présente ainsi quelques différences avec celui que nous avons retenu.

Les établissements présentateurs ont retenu un multiple de x3,09 de chiffre d'affaire. Notre analyse nous a conduit à retenir un multiple central de x3,6 et une fourchette comprise entre x2,2 et x4,6, la fourchette haute étant donnée à titre indicatif.

5.5.3. Passage de la VE à la VCP (endettement financier ajusté)

Les établissements présentateurs ont retenu un endettement net au 30 juin 2020 de 26 m€.

L'écart avec le montant de l'endettement financier net que nous avons retenu, soit 19,2 m€, est lié à la non prise en compte par les établissements présentateurs d'une estimation des impôts différés actifs sur déficits reportables pour 6,5 m€.

5.5.4. Prix par action

Les établissements présentateurs arrivent à une valeur centrale par action de 3,9 €, alors que nous arrivons à une valeur centrale par action de 4,8 €.



5.6. Approche par les multiples de transactions comparables

5.6.1. Agrégats

Nous sommes d'accord avec la prise en compte d'un seul agrégat lié au chiffre d'affaires. Les établissements présentateurs ont retenu 2 agrégats du chiffre d'affaires : le CA lié aux 12 derniers mois et celui lié aux 12 prochains mois, à compter de la date d'opération, soit 30 et 34 m€. Nous avons retenu la même approche.

5.6.2. Echantillon et multiples

L'échantillon présente ainsi quelques différences avec celui que nous avons retenu.

Les établissements présentateurs ont retenu un multiple de 6,01 x le CA des 12 derniers mois (LTM), et de 5,21 x les 12 mois suivants (NTM). Notre analyse nous a conduit à retenir des multiples proches, soit 5,83 x pour LTM et 5,24 x pour NTM.

Cf. commentaires supra sur les limites de cette méthode, notamment dans le contexte de la pandémie liée au Covid-19.

5.6.3. Passage de la VE à la CVP (endettement financier ajusté)

Cf supra comparables boursiers.

5.6.4. Prix par action

Les établissements présentateurs arrivent à une valeur par action comprise entre 6,49 € et 6,57 €. Notre analyse nous a conduit à des valeurs par action proches, comprises entre 6,6 € et 6,8 €.

5.7. Approche par les DCF

5.7.1. Hypothèses actuarielles

Les établissements présentateurs ont retenu un CMPC de 9,5 % et un taux de croissance à l'infini (TCI) de 3%. Nous avons retenu un CMPC de 11%, et un TCI de 3%. Les taux de 11% et 3% sont similaires aux recommandations des analystes.

Les établissements présentateurs ont retenu comme nous le même taux d'actualisation pour l'horizon explicite et le calcul de la valeur terminale. Le taux de 11% nous semble un taux « raisonnable » compte tenu des incertitudes et les risques spécifiques liés à la société, tels que décrits dans le chapitre 3 ci-dessus (situation financière tendue, ...).

5.7.2. Scenarii

Les établissements présentateurs ont retenu le business plan de la société de 2021 à 2023, ont effectué une extrapolation sur une période de 6 ans, et ont pris en compte une valeur terminale. L'extrapolation a reposé principalement d'après notre compréhension sur des cibles d'agrégats définis à partir de certains comparables, sans tenir compte de la capacité de la société de les réaliser en « stand alone » (cf. analyse SWOT : contraintes de financement, de point mort, de développement de la gamme traditionnelle, taille critique insuffisante malgré la progression affichée, contraintes liées à un up-grade, ...). Nous avons compris que cette extrapolation n'a pas été discutée avec le management de Medicea.



Comme indiqué ci-dessus, nous avons retenus 2 scénarii : un scénario « management » et un « scénario alternatif » qui reposent sur des hypothèses différentes :

- le scénario du management tient compte des hypothèses considérées comme « réalisables » par le management, tant pour le plan d'affaires que pour l'extrapolation et la valeur terminale,
- le scénario alternatif tient compte d'hypothèses de croissance plus « volontaristes » sur la période d'extrapolation, en retenant l'hypothèse théorique que la société pourra financer le développement de sa croissance.

Nous avons retenu des hypothèses proches concernant le % de BFR/CA (volontariste au regard du % actuel), et le % investissements / CA.

5.7.3. Passage de la VE à la CVP (endettement financier ajusté)

Les établissements présentateurs ont retenu un endettement net au 30 juin 2020 de 25 m€ ajusté d'une estimation des impôts différés actifs sur déficits reportables de 9 m€. L'écart avec le montant que nous avons calculé (18,7 m€) est principalement lié à une estimation plus faible des impôts différés actifs sur déficits reportables (estimés dans un contexte « stand alone » à 6,5 m€).

5.7.4. Prix par action

Les établissements présentateurs arrivent à une valeur par action de 3,65 €, alors que nous arrivons à une valeur par action de 1,7 € pour le scénario management, et de 3,8 € pour le scénarii alternatif.

Le scénario « management » est le reflet de valeur intrinsèque de la société, reposant sur des hypothèses considérées comme réalisables par la Direction.

Le scénario alternatif conduit à une valeur proche de la valeur estimée par les établissements présentateurs, dans la mesure où il intègre des hypothèses globalement volontaristes (agrégats opérationnels et paramètres actuariels), et où il suppose que la société aura la capacité de financer ce développement (il intègre donc implicitement un rapprochement stratégique, ce qui n'est habituellement pas l'hypothèse retenue pour le calcul d'une valeur intrinsèque).

Il nous paraît important de mettre en évidence la différence entre ces 2 scénarii dans notre analyse.

Comme indiqué ci-dessus, la prime importante, notamment avec le scénario « management » traduit le fait que le groupe Medtronic n'achète pas principalement les flux futurs de Medicea, mais un portefeuille de technologies / produits (et notamment la gamme UNiD et les tiges sur mesure) qu'il intégrera dans son offre commerciale pour augmenter ses parts de marché.



6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, 2° du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à l'examen des accords signés avec l'initiateur (« accords connexes entre les parties ») pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

- L'offre d'acquisition (« Tender Offer Agreement ») signée en date du 15 juillet 2020,
- Les accords de liquidité en date du 9 septembre 2020,
- Les engagements d'apports en date du 15 juillet 2020,
- L'accord de prestations de conseil avec la société IDS CO et Denys Sournac en date du 15 juillet 2020 et modifié le 10 septembre 2020 par avenant.

6.1. Offre d'acquisition (« Tender Offer Agreement ») en date du 15 juillet 2020

L'offre d'acquisition signée le 15 juillet 2020 entre Covidien Group et Medicea International détaille les termes et conditions de l'offre d'acquisition (obligations des parties, coopération entre les parties, ...).

Les principaux éléments de cette Offre sont décrits dans le projet de note d'information, et repris partiellement au chapitre 2 du présent rapport.

L'offre d'acquisition fait référence au paragraphe 2.2.4 à un accord de liquidité en faveur des titulaires des actions gratuites et des stock-options, et fait référence au paragraphe 3.1.7 à la signature d'un accord portant sur des prestations de services de conseil, entre la société IDS CO et l'initiateur.

Ces 2 accords sont repris ci-après dans un chapitre spécifique.

Les dispositions autres que celles liées aux deux accords traités ci-après n'appellent pas de commentaires de notre part. Elles ne portent pas sur des éléments relatifs au prix des actions de Medicea International, ni plus généralement sur des dispositions susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre.

L'Offre d'acquisition ne fait référence à aucun accord prévoyant des indemnités pour les salariés et les mandataires sociaux si leur emploi prend fin en raison de l'offre publique, autre que l'indemnité de non-concurrence mentionnée dans l'accord de prestation de services présenté ci-après.

L'ensemble des administrateurs, y compris le Président, se sont engagés à démissionner de leur mandat en cas de succès de l'Offre.

6.2. Accords de liquidité du 9 septembre 2020

Des accords de liquidité ont été signés en date du 09 septembre 2020.

Ces accords de liquidité couvrent les plans de stock-options (plans 1 à 6) mis en place entre septembre 2017 et décembre 2018, soit 1 096 669 actions susceptibles d'être émises en raison de l'exercice d'un nombre identique d'options « dans la monnaie », qui expirent entre janvier 2023 et janvier 2026. Les accords de liquidité portent également sur deux plans d'actions gratuites attribuées le 20 décembre 2018, soit 691 000 actions gratuites acquises mais faisant l'objet d'un engagement de conservation jusqu'au 20 décembre 2020 et 90 000 actions gratuites non acquises (acquisition des droits au 20 décembre 2020).



En contrepartie d'un engagement de non-apport à l'Offre, l'Initiateur a proposé aux titulaires des actions gratuites et des options un contrat de liquidité.

Les plans de stock-options prévoient une clause de lock-up de 4 ans après l'acquisition des droits, sauf si le Conseil d'Administration renonce à cette obligation de conservation. Le Conseil d'administration de Medicea du 28 août 2020 a décidé de renoncer à cette clause de conservation de 4 ans applicable aux stock-options, afin d'obtenir une liquidité. Par conséquent, les bénéficiaires peuvent exercer leurs droits et apporter à l'Offre les actions attribuées dans le cadre de ces plans.

L'ensemble des actions gratuites font l'objet d'un engagement de conservation jusqu'au 20 décembre 2020.

La liquidité accordée par Covidien Group aux bénéficiaires de ces plans consiste à leur garantir un rachat au prix de l'Offre selon les modalités suivantes :

- Covidien Group a reçu des bénéficiaires une option d'achat et leur a accordé une option de vente sur les actions issues de l'ensemble de ces plans ;
- Les bénéficiaires des actions gratuites s'engagent irrévocablement à céder à l'initiateur à sa demande, sous réserve d'une suite positive à l'Offre telle que décrite au par. 2.6 du projet de note d'information, toutes les actions gratuites devenues disponibles, à tout moment à compter de la fin de la période d'acquisition ou de conservation des actions, soit le 20 décembre 2020, et dans tous les cas avant le 31 janvier 2021 (« période de liquidité »). L'initiateur s'engage irrévocablement à acheter, à la demande des bénéficiaires, toutes les actions gratuites à tout moment au cours d'une période de 15 jours ouvrables suivant la fin de la période de liquidité, sous réserve que l'option d'achat n'ait pas été exercée ;
- Les bénéficiaires des options s'engagent irrévocablement à exercer toutes leurs options lorsqu'elles seront exerçables (c'est-à-dire en cas de changement de contrôle de la société), et à céder à l'initiateur à sa demande, les actions sous-jacentes aux options, sous réserve d'une suite positive à l'Offre telle que décrite au par. 2.6 du projet de note d'information, à tout moment au cours d'une période de 12 jours ouvrables suivant la date de la suite positive de l'Offre, et dans tous les cas avant le 31 janvier 2021 (« période de liquidité »). L'initiateur s'engage irrévocablement à acheter à la demande des bénéficiaires, toutes les actions reçues par les bénéficiaires au titre des options, à tout moment au cours d'une période de 3 jours ouvrables suivant la fin de la période de liquidité, sous réserve que l'option d'achat n'ait pas été exercée.

Dans ce cas, la cession / l'achat se feront au prix de l'Offre, ou au prix de la surenchère, le cas échéant. Le contrat de liquidité ne contient aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix.

L'analyse de l'accord de liquidité n'appelle pas de commentaires de notre part. Nous n'avons pas identifié de dispositions susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre.

6.3. Engagements d'apport signés avec certains actionnaires et les titulaires des BSA (tender commitment agreement)

Un engagement d'apport a été signé entre d'une part les titulaires de BSA (warrants) et certains actionnaires, et d'autre part Covidien Group en date du 15 juillet 2020, par lequel les premiers s'engagent à apporter au prix de l'Offre les actions détenues, ou qui seront exercées après la levée de la clause de lock-up par le Conseil d'Administration de Medicea (cf supra).



Nous avons noté que l'ensemble des BSA ont été exercés préalablement à l'Offre, à l'exception des 1 000 000 BSA détenus par Perceptive Credit Holdongs II LP (« Perspective »). Ainsi, une augmentation de capital portant sur 1 350 520 actions, et un prix d'émission global de 4,2 M€ est intervenue entre le 30 juin et le 31 août.

Comme indiqué ci-dessus, Perceptive est le seul titulaire de BSA à la date de signature de notre rapport.

Ainsi, le total des engagements d'apports porte sur 10 513 950 actions, soit 47,3% du capital sur une base non diluée.

La revue de ces engagements d'apports n'appelle pas de commentaires de notre part.

6.4. Accord de prestations de conseil entre Covidien Group, la société IDS CO et Denys Sournac (article 3.1.7 de l'offre d'acquisition)

L'offre d'acquisition signée le 15 juillet 2020 prévoit la signature d'une convention de prestations de services, dont le projet est indiqué en annexe 7 à l'Offre. Nous avons obtenu la version signée par les 2 parties le 15 juillet, ainsi que l'avenant en date du 10 septembre.

Cette convention a été signée entre Covidien Group « l'Initiateur », Denys Sournac et la société IDS CO (SNC dont le gérant est Denys Sournac, Président du Conseil d'Administration de Medicea) « le Consultant ». IDS CO est actionnaire à hauteur d'environ 60% dans la société Orchard International, qui détient environ 9% de Medicea.

Cette convention a été signée avec l'Initiateur et non Medicea, car le périmètre des prestations détaillé ci-dessous dépasse le seul cadre de Medicea.

Cette convention ne prendra effet qu'en cas de succès de l'offre publique, si le seuil est atteint, et remplacera l'accord existant entre Medicea et la société Orchard International.

Il est à noter que Monsieur Denys Sournac s'est engagé à démissionner de sa fonction de Président en cas de succès de l'Offre. Il n'est pas prévu dans l'Offre et les accords qu'il reste salarié ou administrateur de Medicea ou qu'il devienne salarié ou administrateur de Medtronic.

Le contrat stipule que l'initiateur souhaite sécuriser après la clôture de l'Offre l'implication de Denys Sournac via des prestations de conseil pour le groupe Medtronic, et fait référence de manière explicite à l'expérience et aux connaissances techniques et du marché de Denys Sournac.

La convention s'articule principalement autour de 2 éléments :

- La réalisation de prestations de services,
- Une clause de non-concurrence.

Réalisation de prestations de services entre l'initiateur et le consultant :

Les principales caractéristiques de cette convention sont présentées ci-après :

- entité qui va régler les prestations : l'initiateur,
- périmètre des prestations : prestations de conseils en relation avec l'activité de production et de distribution de technologies et d'équipements médicaux. En particulier des prestations de conseils en lien avec :
 - le développement et la commercialisation de la technologie UNiD,
 - l'intégration de cibles identifiées par Medtronic,
 - d'une manière générale les activités exercées par Medtronic et Medicea,



- honoraires annuels : 300 K€ (25 K€ par mois) charges incluses, hors TVA et frais de déplacements,
- durée de la convention : les parties ont convenu de retenir une durée de 3 ans à compter du succès de l'Offre,
- volume d'activité : les prestations correspondent à une implication « en substance à un plein temps » du consultant, sans pour autant définir une exclusivité, pour la 1^{ère} année. Pour les 2 années suivantes, la convention prévoit plus de flexibilité, en fonction des besoins de Medtronic,
- renouvellement : aucun renouvellement n'est prévu. La convention prendra fin sans préavis à l'issue de la période de 3 ans. Il est prévu que l'initiateur pourra décider à tout moment de mettre fin à la convention de prestations de conseil, étant précisé que dans une telle hypothèse, les sommes seraient dues, sauf en cas de non respect des obligations par le consultant. Le versement des sommes à devoir au consultant seraient acquises,
- Droit auquel est soumise la convention : droit du Minnesota (USA).

Notre analyse de la partie de la convention liée à la réalisation des prestations de conseils conduit aux commentaires suivants :

- cette convention s'inscrit bien dans le cadre d'une contrepartie spécifique,
- la relation contractuelle s'inscrit dans un cadre de prestations et non pas d'un mandat ou d'un contrat de travail,
- le périmètre de réalisation des prestations de conseils est plus large que celui du mandat actuel, avec une composante stratégique forte (développement de gammes innovantes, intégration de Medtronic,...),
- la rémunération hors jetons de présence est identique à la rémunération actuelle (rémunération actuelle : 308 K€ charges incluses, dont 8 K€ de jetons de présence), aucune augmentation n'est prévue sur les 3 ans, dans le contexte où il est prévu plus de flexibilité à compter de la 2^{ème} année (cf supra), dans le contexte où il existe une clause de non concurrence (cf supra),
- Aucune attribution d'actions gratuites n'est prévue en cas de succès de l'Offre (le Président est actuellement bénéficiaire d'actions gratuites), et aucuns bonus n'est prévu.
- Notre appréciation est effectuée au regard de la situation existante à la date de notre rapport, qui tient compte d'une contrepartie sur 3 ans. Nous avons compris que la possibilité pour Medtronic de mettre fin au contrat avait été mise en place à sa demande, pour prévenir de tout différend qui rendrait la réalisation des prestations inopérante. Dans ce contexte, il nous paraît cohérent qu'en cas d'exercice de cette option, la rémunération reste acquise.

Nous considérons que les conditions financières liées à la mission de prestations de conseils ne remettent pas en cause les conditions financières de l'Offre.

- **Clause de non-concurrence et de non-sollicitation :**

Les principales caractéristiques de cette clause sont présentées ci-après :

- Entité qui va régler l'indemnité de non-concurrence et non-sollicitation (« clause de non-concurrence ») à IDS CO: l'initiateur et non Medtronic,
- Périmètre de la clause de non-concurrence et de non-sollicitation :
 - Clause de non-concurrence :
 - Interdiction de fournir des services de quelque nature que ce soit à tout tiers en relation avec les produits et services qui seraient en concurrence avec les produits et services développés, distribués ou vendus par la division « Restorative Therapies Group » de Medtronic (RTG),
 - Clause de non-sollicitation vis-à-vis des salariés, fournisseurs, licenciés, autres relations d'affaires liés à l'activité RTG,
 - Période de non-concurrence : 3 ans à compter de la prise d'effet de la convention ci-dessus,



- Indemnité : 366,67 K€ par an sur 3 ans dès la prise d'effet de la convention ci-dessus, soit 1,1 M€ en global,
- Droit auquel est soumise la clause de non-concurrence : droit du Minnesota (USA), comme la convention dans son ensemble.

Les éléments contextuels ayant conduit à l'établissement de la clause de non-concurrence, après échanges avec les parties et leurs conseils sont présentés ci-après :

- Le périmètre de non-concurrence visé par la clause est beaucoup plus large que le simple périmètre Medicea, comme indiqué ci-dessus,
 - Les enjeux sont considérés comme élevés par l'initiateur, qui souhaite se prévenir contre un risque que le consultant développe des activités professionnelles en direct ou avec les 6 principaux concurrents américains. Nous avons compris que le risque est apprécié principalement au regard du marché américain, qui est le principal marché dans ce secteur, en particulier dans le contexte où le cadre contractuel est une convention de prestations et non plus un mandat ou un contrat de salarié, et où il existe plus de flexibilité à compter de la 2^{ème} année (a)
 - Les contraintes imposées par cette clause sont considérées comme élevées par le consultant au regard de la durée du contrat de 3 ans et des « pertes d'opportunité ». Les « pertes d'opportunité » lui interdisant de développer des relations professionnelles pour valoriser le savoir-faire acquis sur le plan stratégique et lié au développement des gammes innovantes, s'apprécie au regard de références de rémunérations / honoraires américaines (a),
 - La convention est soumise au droit du Minnesota (USA) (contraintes juridiques spécifiques).
- (a) Consensus des parties sur « l'impact jugé élevé de la vision stratégique et de l'expertise du Président actuel sur l'évolution du marché vers le digital, l'intelligence artificielle et les implants personnalisés ».

Notre analyse de la convention de prestation conduit aux commentaires suivants :

- La clause de non-concurrence résulte d'une négociation, basée sur les appréciations des enjeux et contraintes estimées par chaque partie, qui se situent dans un contexte américain,
- La clause de non-concurrence nous semble avoir **dans son principe** une contrepartie spécifique et distincte au regard de l'Offre,
- **L'étalement** de l'indemnité correspond aux bonnes pratiques, notamment françaises, la durée de 3 ans étant considérée comme dans la fourchette haute des pratiques, nous n'avons pas de commentaires sur le paiement d'une fraction de l'indemnité dès la 1^{ère} année, notamment dans le cadre d'une convention de prestation,
- Nous avons analysé **le quantum** de l'indemnité au regard d'une part des enjeux et contraintes du point de vue de chaque partie (cf analyse supra), et d'autre part au regard des pratiques professionnelles.

La synthèse de notre analyse sur le quantum de l'indemnité est présentée ci-après, en tenant compte d'une part des pratiques américaines, et d'autre part des pratiques françaises :

- **Au regard des pratiques américaines :**

Les enjeux et contraintes étant appréciés au niveau américain par les 2 parties sur les plans économiques, financiers et juridiques, il nous semble cohérent d'apprécier la justification économique et financière de la clause au regard des pratiques américaines.

Nous avons demandé aux conseils des parties des références en matière de clauses de non-concurrence et de rémunérations de sociétés comparables (rémunérations de sociétés américaines, rémunération du Président de d'une société acquise par l'initiateur, ...).



Nous avons effectué des analyses complémentaires à partir de données publiques sur les pratiques en matière de clauses de non-concurrence aux Etats-Unis, et nous avons cherché à les conforter auprès de membres de l'association internationale dont nous faisons partie, ainsi que de clients.

Il résulte de nos travaux les points suivants :

- Le multiple (montant de la clause de non-concurrence globale rapporté à la rémunération annuelle globale hors rémunérations en actions) des indemnités de non-concurrence applicable aux dirigeants peut varier en fonction de nombreux critères liés d'une part au caractère contraignant de la clause (critères permettant d'apprécier le caractère contraignant : durée, périmètre géographique ou sectorielle...), situation (en cours de vie active du Président), ou dans le cadre d'une cession, autres éléments du « package » de rémunérations (actions gratuites, stock-options,...),
- Il ressort de manière convergente que les clauses de non-concurrence sont généralement exprimées en multiple de la rémunération globale annuelle, même si dans leurs constructions, les indemnités peuvent être basées sur l'estimation des enjeux financiers pour les 2 parties,
- Les multiples habituels résultant d'un article établi par un cabinet d'avocats spécialisés américains, sont compris dans une fourchette de 3X à 5X,
- Les multiples qui nous ont été communiqués par des membres de l'association internationale dont nous faisons partie sont proches : : entre 2 et 3 dans des situations « normales », et entre 3 et 5 dans le cadre d'enjeux et contraintes élevés, et/ou dans le cadre de projets de cessions,
- Les éléments de bench-marking communiqués par les parties et leurs conseils conduisaient à des niveaux de rémunérations élevées, que nous avons considérées comme n'étant pas comparables à la situation présente. Nous avons retenu un échantillon de 12 sociétés comparables du secteur, par cohérence avec l'échantillon retenu pour l'estimation de la valeur de Medicea (cf supra : 10 sociétés sont américaines et 2 sont françaises). Notre analyse nous a conduit à une fourchette de rémunération globale annuelle (source : données publiques), hors charges sociales et rémunérations en actions, comprise entre 300 K€ et 600 K€, qui reflète principalement la situation des pratiques américaines. Il est à noter que les rémunérations fixes sont supérieures aux honoraires annuels hors charges définis dans la convention de prestations,
- Le multiple induit, calculé sur la base d'une rémunération globale annuelle médiane s'élève à 1,3x, soit inférieur aux fourchettes basses présentées ci-dessus.
- Il convient de rappeler, comme indiqué ci-dessus, que le consultant ne bénéficie pas de bonus, d'indemnités professionnelles, ni de rémunérations en actions, et que les enjeux et contraintes sont considérés comme élevés par les parties (cf supra) : durée, ...
- ***Au regard des pratiques françaises :***

Quand bien même la justification économique et financière de la clause de non-concurrence s'apprécie dans le contexte spécifique rappelé ci-dessus au regard des pratiques américaines, nous avons cherché à apprécier la cohérence de l'indemnité de non-concurrence au regard des pratiques observées en France.

- Au regard du multiple induit :
 - Medicea est cotée sur Euronext Growth et a adopté le code Middlenext, qui ne prévoit pas de recommandations spécifiques sur les clauses de non-concurrence, mais uniquement sur les indemnités de départs,
 - L'ADEP-MEDEF recommande de plafonner les indemnités de non-concurrence à 2 fois la rémunération annuelle globale (fixe et variable),
 - L'analyse des offres publiques des dernières années a mis en évidence, sur la base des informations communiquées, des éléments de rémunérations différents selon le cas, applicables aux Présidents de la cible : indemnités de non-concurrence, de départs, attributions d'actions gratuites, primes exceptionnelles, ... Lorsque des indemnités de non-concurrence sont extériorisées, le multiple est généralement plafonné à 2X, mais avec des



multiples qui peuvent s'élever à 3X, combinées à des indemnités de départs (hors indemnités exceptionnelles). Exemple : offre Caméléon Software.

Dans le cas présent, le multiple de l'indemnité de non-concurrence, rapportée à la rémunération globale annuelle prévue au contrat s'élève à 3,7X.

Pour information, l'indemnité de non-concurrence de 0,7 m€ hors charges représente 5% de la quote-part globale du prix de cession revenant au Président (directement et indirectement).

Par ailleurs, l'indemnité de non-concurrence n'a pas été prise en compte dans notre évaluation (cf chapitre ci-dessus).

Nous avons échangé à plusieurs reprises sur ce point spécifique avec le Président du Comité ad hoc qui nous a confirmé que l'analyse du Comité conduisait à considérer cette clause de concurrence comme ayant une contrepartie spécifique distincte du prix de l'Offre.

Nous avons également échangé sur ce point avec le réviseur indépendant qui intervient sur le dossier.

En conclusion, il ressort de ce qui précède que le multiple induit de l'indemnité de non-concurrence est dans la fourchette basse des pratiques observées aux Etats-Unis et supérieure aux pratiques observées en France. Dans une logique de « package de rémunération global » (le consultant ne bénéficie pas par ailleurs d'actions gratuites, d'indemnités exceptionnelles, la rémunération actuelle est inchangée et inférieure aux niveaux américains,...), nous considérons que la clause de non-concurrence correspond à une contrepartie distincte, et ne constitue pas un avantage dans le cadre de l'Offre.

Nous avons cependant recommandé au Comité ad hoc de prévoir une délibération spécifique sur la clause de non-concurrence dans l'avis motivé qui sera présenté au Conseil d'Administration, et que celui-ci se prononce également spécifiquement sur cet accord, le Président ne prenant pas part au vote.



7 Remarques reçues d'actionnaires minoritaires

Nous n'avons pas reçu à ce jour de commentaires de minoritaires, directement ou indirectement.



8 Synthèse des échanges avec le Comité ad hoc

Nous avons eu plusieurs échanges avec le Président du Comité ad hoc pendant la réalisation de la mission, notamment sur la convention de prestation de services mentionnée dans les accords connexes au chapitre 6.

Nous avons eu connaissance du projet d'avis motivé sur l'Offre qui sera transmis au Conseil d'Administration. L'avis définitif sera établi après prise de connaissance de notre rapport définitif.

Nous avons compris que le Comité ad hoc a l'intention d'émettre un avis favorable sur l'Offre (conditions financières, prix de l'Offre et accords connexes), et notamment sur la clause de non-concurrence, comme indiqué ci-dessus.



9 Revue des autres offres reçues par Medicrea

9.1. Autres offres reçues depuis janvier 2020

Le communiqué de presse du 13 janvier 2020 annonçait des discussions préliminaires avec des partenaires stratégiques internationaux.

En pratique, la direction de Medicrea nous a indiqué qu'elle avait reçu une seule proposition ferme de Medtronic.

Nous n'avons pas eu connaissance d'autres propositions, après échange avec la direction de Medicrea et avec le Président du Comité ad hoc.

9.2. Autres offres reçues dans les 2 années précédentes

Propositions reçues en S1 2019

Nous avons eu communication de deux propositions reçues en mai et juin 2019.

La première proposition a été rejetée après négociation par Medicrea, pour différentes raisons. Pour information, le prix était inférieur au prix de la présente Offre.

La seconde proposition a été également rejetée après négociation par Medicrea pour différentes raisons, et notamment la complexité de l'opération, et la liquidité insuffisante apportée aux actionnaires (offre basée sur un échange de titres). Le prix proposé était également inférieur au prix de la présente Offre.

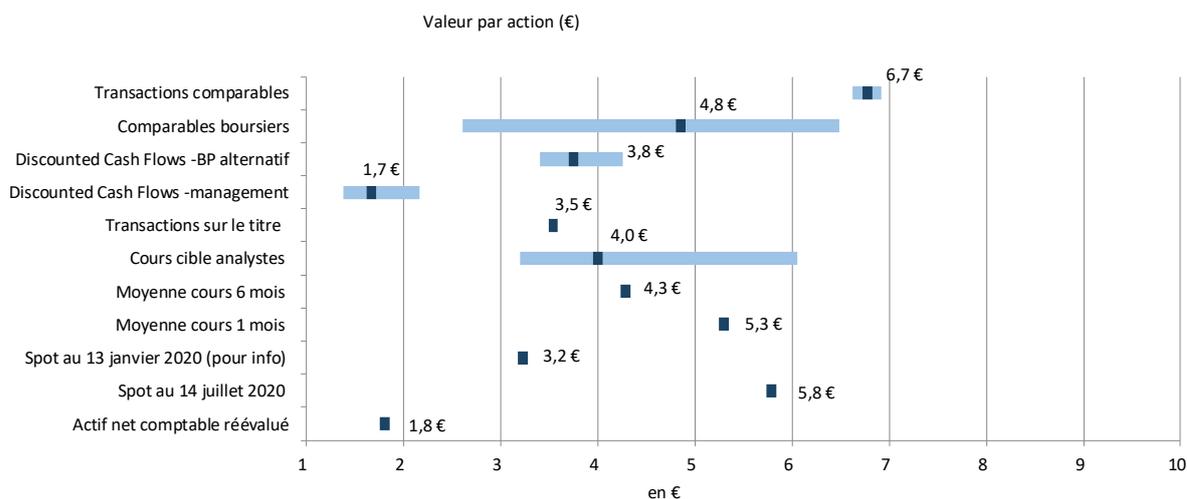
En conclusion, la revue des documents qui nous ont été transmis n'appelle pas de commentaires de notre part. Les conditions financières proposées (avant impact du Covid-19) étaient inférieures au prix de l'Offre actuelle.



10 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

Synthèse de nos travaux d'évaluation

Le prix de l'Offre fait ressortir, à l'issue de nos travaux, les primes et décotes suivantes, par rapport aux valeurs résultants de nos évaluations selon les méthodes que nous avons jugées pertinentes :



Ces valeurs correspondent à des primes ou des décotes présentées ci-après :

Prime (+) / Décote (-) résultant du prix de l'offre de 7 euros			
	min.	moy.	max.
Transactions comparables	6%	4%	3%
Comparables boursiers	174%	44%	9%
Discounted Cash Flows -BP alternatif	108%	86%	66%
Discounted Cash Flows -management	429%	318%	231%
Transactions sur le titre		99%	
Cours cible analystes	122%	75%	17%
Moyenne cours 6 mois		64%	
Moyenne cours 1 mois		33%	
Spot au 13 janvier 2020 (pour info)		119%	
Spot au 14 juillet 2020		22%	
Actif net comptable réévalué		294%	

L'approche multicritères fait ressortir les principales remarques suivantes :

- Au regard du cours de bourse et des objectifs des cours :
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 22% par rapport au dernier cours avant l'annonce de l'Offre (soit environ 5,8€), qui lui-même était proche des recommandations des analystes (environ 6€),
 - La recommandation des analystes précédemment l'annonce de l'Offre (soit 6€), intégrait une prime liée au rapprochement stratégique s'élevant à 2€. Cette recommandation n'intègre pas la décote liée au Covid-19 constatée pendant la période de confinement liée à la pandémie, les analystes considérant que l'intérêt stratégique du rapprochement l'emporte implicitement sur les risques liés à la pandémie et la situation financière tendue du groupe,



- Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 131% par rapport au cours du jour précédant l'annonce le 13 janvier 2020 de discussions préliminaires avec des partenaires stratégiques. En effet, le marché et les analystes qui suivent la valeur Medicrea ont intégré depuis cette date une prime stratégique. Cet écart reflète l'écart entre une valeur proche de la valeur intrinsèque et une valeur stratégique, telle qu'estimées par le marché.
- Au regard de la méthode des DCF, méthode considérée comme pertinente dans le cas de sociétés ayant le profil de Medicrea et représentative de la valeur intrinsèque de la société :
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime très significative (+318%) par rapport à la valeur induite par la méthode des DCF mise en œuvre à partir du scénario du management. Cette valeur basse traduit les difficultés des sociétés ayant le profil de Medicrea à accélérer le développement et le retour à l'équilibre en « stand alone », notamment compte tenu d'une situation financière tendue,
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 86% par rapport à la valeur induite par la méthode des DCF mise en œuvre à partir d'un scénario « alternatif » (hypothèse d'accélération du développement après 2023). Cette méthode alternative intègre implicitement l'effet positif d'une synergie en supposant que la société pourra financer sa croissance. Comme indiqué dans le rapport supra, la Direction considère que ce scénario n'est pas réalisable en « stand alone », les hypothèses tant opérationnelles qu'actuarielles étant considérées, selon elle, comme très volontaristes.
- Au regard de la méthode des comparables boursiers :
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime par rapport à la valeur centrale de 44%, dans le contexte où les marchés se sont redressés de manière significative après le déconfinement, malgré les incertitudes qui restent élevées liées à la pandémie,
 - Par ailleurs, les multiples ont été calculés par rapport à des prévisions de CA, pour lesquelles il existe une incertitude sur la prise en compte de la pandémie (abandons de prévisions, non mise à jour des prévisions, ...),
 - La taille élevée de la fourchette de sensibilités est liée à la prise en compte de deux niveaux d'échantillons considérés comme moins comparables que celui retenu pour la valeur centrale, mais permettant d'approcher les impacts sur la valeur à titre indicatif.
- Au regard des transactions comparables :
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 3% et 6%. La prime est plus faible que pour les autres méthodes ; l'écart est notamment très significatif par rapport à la valeur intrinsèque résultant de la méthode des DCF, car la méthode des transactions comparables intègre implicitement une partie des synergies estimées par les acquéreurs, avec des contextes d'acquisition conduisant, pour les secteurs d'activité dans lesquels évolue Medicrea, à une dispersion élevée des multiples selon les transactions,
 - Il est à noter que :
 - D'une part, les transactions comparables ont été réalisées avant crise du Covid-19. Nous n'avons pas le recul permettant de connaître dans la durée les impacts sur les multiples,
 - D'autre part, compte tenu des contextes qui peuvent être différents d'une transaction à l'autre, la méthode des comparables est souvent utilisée en évaluation de manière combinée à une autre méthode (par exemple la méthode des DCF).
- Au regard du prix de souscription à l'augmentation de capital de 8,5 m€ réalisée en janvier 2020 :
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 100%, dans le contexte où l'augmentation de capital a été souscrite principalement par des actionnaires existants (mais pas par les dirigeants du groupe).

Par ailleurs, le prix de l'Offre est très supérieur aux prix proposés dans le cadre de deux propositions d'offres reçues en 2019.



Conformément à la recommandation 2006-15, nous avons examiné comment ont été traitées les synergies au regard du prix de l'Offre.

Dans le cas présent, Medtronic n'a pas communiqué sur des synergies et l'établissement présentateur n'a pas intégré de synergies dans son approche de valorisation. Il ne rentrait pas dans notre mission de chercher à identifier des synergies.

Pour information, l'Initiateur a indiqué dans le communiqué de presse du 15 juillet 2020 « que l'acquisition de Medicea ne serait pas relative sur son résultat avant 2023, et que l'acquisition remplirait à long terme les critères financiers de Medtronic pour ses acquisitions ».

Nous avons compris des échanges avec l'Initiateur et ses établissements conseils que l'analyse des synergies suppose un diagnostic plus approfondi avant de prendre des décisions stratégiques (gamme, plateforme, adaptation de l'organisation pour permettre un upgrade plus rapide, ...). La note 1.2. 7 du projet de note d'information indique que l'Initiateur anticipe une synergie de revenus, mais pas de synergies significatives des coûts, dans la mesure où Medicea conservera un certain degré d'autonomie dans ses activités.

Nous considérons que la prime extériorisée par rapport au cours précédent l'annonce de l'Offre intègre une prime stratégique dans le cadre de la mise en œuvre de la majorité des différentes méthodes utilisées.



Attestation sur le caractère équitable du prix de l'offre publique d'achat volontaire

En ce qui concerne le prix de l'Offre

Le prix de l'Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'un accès immédiat à la liquidité, et intègre une prime stratégique par rapport aux différentes méthodes mises en œuvre, dans un contexte où la méthode des transactions comparables conduisant aux valeurs les plus élevées porte sur des transactions ayant été réalisées avant la crise sanitaire du Covid-19, avec une situation financière de Medicrea très tendue, et dans un contexte économique marqué par des incertitudes fortes liées à la pandémie, notamment sur le marché américain.

Le prix de l'Offre de 7 €, qui valorise la société (valeur d'entreprise) à x4,8 le CA 2021, et x6,5 le CA 2020, nous semble équitable. Pour information, le multiple induit de valorisation exprimée en % du CA est proche du multiple de valorisation actuel de Medtronic.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, telle que présentés dans le projet de note d'information, n'a pas fait apparaître de dispositions financières de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable du prix de l'Offre, d'un point de vue financier.

La clause de non-concurrence évoquée au chapitre 6.4 supra, signée avec l'Initiateur et qui sera versée par lui, nous paraît avoir une contrepartie distincte, dont la cohérence du quantum tel qu'il résulte de la négociation entre les parties s'apprécie au regard d'une approche de « package de rémunération global » se situant dans une fourchette qui nous paraît cohérente entre les pratiques observées aux Etats-Unis, et celles observées en France. Nous avons recommandé au Comité ad hoc et au Conseil d'Administration d'émettre un avis spécifique sur cette convention, au regard des développements de la partie 6.4.

En conclusion, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre publique d'achat volontaire de 7€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Medicrea.

Le 10 septembre 2020

Christophe Velut