

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS ET BSAAR DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR
STRYKER FRANCE MM HOLDINGS SAS

stryker[®]

PROJET DE NOTE EN RÉPONSE PRÉPARÉ PAR VEXIM



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 25 octobre 2017 conformément aux dispositions de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF. Il a été préparé conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

L'offre et le projet de note d'information sont soumis à l'examen de l'AMF.

NOTE IMPORTANTE

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport de la société Associés en Finance, 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 Vexim (www.vexim.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais auprès de :

Vexim SA

Hills Plaza – Bât. B – 1er étage
8, rue de Vidailhan
31130 Balma – France

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 Vexim 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 simplifiée.

1.	RAPPEL DES TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE ET RAISONS DE L'OFFRE	4
2.1	CONTEXTE DE L'OFFRE	4
2.2	ACTIONS DETENUES PAR L'INITIATEUR.....	4
2.3	PRINCIPALES DISPOSITIONS DE L'OFFRE	4
2.3.1	DISPOSITIONS DE L'OFFRE	4
2.3.2	SEUIL DE VALIDITE.....	5
2.3.3	TITRES OU DROITS DONNANT ACCES AU CAPITAL SOCIAL DE VEXIM	5
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VEXIM.....	7
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VEXIM	8
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	8
6.	CLAUSES D'ACCORD SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	8
7.	ELEMENTS CONCERNANT VEXIM SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	9
7.1	STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL SUITE A L'ACQUISITION DE BLOCS DE TITRES.....	9
7.2	DISPOSITIONS DES STATUTS LIMITANT L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET LES TRANSFERTS D' ACTIONS	9
7.3	CLAUDE DES ACCORDS FAISANT REFERENCE AUX CONDITIONS PREFERENTIELLES DE VENTE OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET QUI CONCERNE AU MOINS 0,5 % DU CAPITAL SOCIAL OU DES DROITS DE VOTE DE VEXIM (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE).....	9
7.4	DETENTION DIRECTE OU INDIRECTE D' ACTIONS DU CAPITAL SOCIAL DE VEXIM AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D' OPERATION IMPLIQUANT DES TITRES	9
7.5	LISTE DES DETENTEURS DE TOUS TITRES CONFERANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DESDITS DROITS DE CONTROLE.....	10
7.6	MECANISME DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D' ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	10
7.7	ACCORDS ENTRE LES ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	10
7.8	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET LE REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION AINSI QUE LA MODIFICATION DES STATUTS DE VEXIM.....	10
7.9	POUVOIRS DU CONSEIL D' ADMINISTRATION, NOTAMMENT CONCERNANT L' EMISSION ET LE RACHAT D' ACTIONS	12
7.10	ACCORDS QUI SERONT MODIFIES OU RESILIES EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE VEXIM, 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.....	13
7.11	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.....	14
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	14
9.	DISPOSITIONS PRATIQUES AU TITRE DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	14
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	14
	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ASSOCIÉS EN FINANCE.....	15

1. RAPPEL DES TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

Conformément au Titre III du Livre II, et plus particulièrement les articles 233-1 2° et suivants, 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF, la société Stryker France MM Holdings SAS, société par actions simplifiée à associé unique dont le siège social est situé 120 avenue Charles de Gaulle, 95522 Neuilly-sur-Seine Cedex, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 533 240 255 (l'« **Initiateur** »), et qui est détenue indirectement à 100% par Stryker Corporation, une société constituée en vertu du droit de l'État du Michigan, dont le siège social est sis 2825 Airview Boulevard, Kalamazoo, Michigan, 49002 (États-Unis) et qui est cotée sur le New York Stock Exchange (NYSE) (« **Stryker Corporation** »), s'est engagée de manière irrévocable envers l'AMF à offrir à tous les actionnaires et titulaires de BSAAR (tel que ce terme est défini ci-après) de Vexim, une société anonyme française au capital social de 812.417,40 euros, dont le siège social est sis Hills Plaza – Bât. B – 1er étage, 8, rue de Vidailhan, 31130 Balma, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Toulouse en France sous le numéro 488 629 783 (« **Vexim** » ou la « **Société** ») d'acquérir (i) toutes les actions de la Société admises aux négociations sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0011072602, mnémonique « VEXIM », au prix de 20 euros par action Vexim, et (ii) tous les bons de souscription et/ou d'acquisition d'action remboursables de la Société admis aux négociations sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0012353530, mnémonique « VEXIM BS » (les « **BSAAR** »), au prix de 3,91 euros par BSAAR Vexim (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 24 octobre 2017, auprès de divers actionnaires de la Société dans le cadre d'une transaction portant sur des blocs de titres négociés hors marché, de (i) 4.115.151 actions, représentant 50,65 % du capital social et 50,26 % des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée, et de (ii) 170.745 BSAAR, donnant droit à souscrire 113.830 actions Vexim (l'« **Acquisition de blocs de titres** »).

Le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») indique que l'Offre vise :

- la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur :
 - o qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, un nombre de 4.009.023 actions (dont 10.515 actions auto-détenues par la Société), représentant 49,35 % du capital et 49,74 % des droits de vote théoriques de la Société ;
 - o qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à raison (i) de l'exercice de BSAARs (soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, un nombre maximal de 193.389 actions), (ii) de l'exercice de BSAs (tel que ce terme est défini à la section 2.3.3.) (soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, un nombre maximal de 255.524 actions), ou (iii) de l'exercice de BSPCEs (tel que ce terme est défini à la section 2.3.3.) (soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, un nombre maximal de 471.530 actions) ;

soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, un nombre maximal d'actions visées par l'Offre égal à 4.929.466 ; et

- la totalité des BSAARs en circulation non détenus par l'Initiateur, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, un nombre de 290.084 BSAARs.

Le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement des seuils de 50 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société par l'Initiateur suite à l'Acquisition de blocs de titres intervenue le 24 octobre 2017.

L'Offre est établie sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée conformément à l'article 233-1 et articles suivants du Règlement général de l'AMF.

2. CONTEXTE ET RAISONS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

La Société et ses principaux actionnaires ont été approchés par Stryker Corporation au cours de l'année 2017 en vue de l'acquisition de la Société par Stryker Corporation. A la suite de ces discussions et dans la mesure où certains de ses dirigeants et actionnaires de contrôle étaient concernés, la société Associés en Finance (représentée par M. Philippe Leroy et Mme Catherine Meyer) a été nommée en qualité d'expert indépendant par décision du Directeur Général de la Société confirmée par le Conseil d'Administration de la Société. À ce titre, Associés en Finance a la responsabilité de préparer un rapport concernant les conditions financières de l'Offre, suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, conformément à l'article 261-1 I 1°, 2° et 5° et II du Règlement général de l'AMF.

Le 24 octobre 2017, l'Initiateur a conclu (i) deux contrats d'acquisition d'actions et de BSAAR avec respectivement, (x) Bpifrance Participations, divers fonds représentés par Truffle Capital et BV4 FPCI représenté par Kreaxi, et (y) M. Vincent Gardès et M. José da Gloria (ensemble, les « **Vendeurs** ») (chacun un « **Contrat d'acquisition de titres** » et ensemble les « **Contrats d'acquisition de titres** »), (ii) ainsi qu'un accord relatif à l'offre publique d'achat avec la Société (l'« **Accord relatif à l'offre publique d'achat** »).

Le 24 octobre 2017, l'Initiateur et la Société ont annoncé la réalisation de l'Acquisition de blocs de titres.

Conformément aux Contrats d'acquisition de titres, l'Initiateur a acquis auprès des Vendeurs le 24 octobre 2017 (i) 4.115.151 actions de la Société dans le cadre de l'Acquisition de blocs de titres, représentant, à la connaissance de l'Initiateur, 50,65 % du capital social et 50,26 % des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée, et (ii) 170.745 BSAAR, donnant droit à souscrire 113.830 actions Vexim représentant 37,05 % des BSAAR en circulation.

Conformément au Contrat d'acquisition de titres conclu avec M. Vincent Gardès et M. José da Gloria, ceux-ci se sont par ailleurs engagés à apporter à l'Offre la totalité des titres qu'ils détiennent encore sur des comptes « plan d'épargne en actions », soit 2.787 actions de la Société.

Dans le cadre des Contrats d'acquisition de titres, l'Initiateur s'est engagé proposer un prix par action et par BSAAR dans le cadre de l'Offre identique à celui payé aux Vendeurs et à ne pas augmenter ce prix par action et/ou par BSAAR pendant l'Offre.

2.2 Actions détenues par l'Initiateur

Le Projet de Note d'Information indique qu'à la suite de l'Acquisition de blocs de titres, l'Initiateur détient 4.115.151 actions de la Société, représentant 50,65 % du capital social et 50,26 % des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée.

L'Initiateur détient également 170.745 BSAAR, donnant droit à la souscription d'environ 113.830 actions Vexim supplémentaires représentant 37,05 % des BSAAR en circulation.

2.3 Principales dispositions de l'Offre

2.3.1 Dispositions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 25 octobre 2017. L'AMF publiera un avis de dépôt relatif à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org).

BNP Paribas, agissant en qualité d'établissement bancaire présentateur de l'Offre, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Le Projet de Note d'Information indique que l'Offre est faite sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée en application des articles 233-1, 2° du Règlement général de l'AMF.

Le Projet de Note d'Information indique également que l'Initiateur prend l'engagement irrévocable d'acquérir pendant une période de 15 jours de négociation auprès des actionnaires de Vexim (i) toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre, au prix de 20 euros par action et (ii) tous les BSAAR de la Société visés par l'Offre qui lui seront présentés dans le cadre de l'Offre, au prix de 3,91 euros par BSAAR.

Le Projet de Note d'Information indique que l'Initiateur se réserve le droit, à compter de la date de dépôt du Projet de Note d'Information jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir les actions de la Société sur le marché, dans les limites de l'article 231-38 IV et 231-39, II du Règlement général de l'AMF.

2.3.2 Seuil de validité

Sans objet.

2.3.3 Titres ou droits donnant accès au capital social de Vexim

À l'exception des BSAAR, dont 170.745 sont détenus par l'Initiateur à la date des présentes, il existe 463.862 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (les « **BSPCE** ») et 245.948 bons de souscription d'actions (les « **BSA** ») donnant accès au capital social de la Société en circulation, représentant un maximum de 727.054 actions à émettre par la Société, tel que décrit ci-dessous :

2.3.3.1 *BSPCE*

À la date du présent Projet de Note en Réponse, il existe 463.862 BSPCE en circulation, en vertu des plans décrits ci-dessous :

	Date de l'Assemblée générale	Date de réunion du Conseil d'administration	Prix de souscription par action (€)	Date d'échéance	Nombre de BSPCE autorisés pour émission	Nombre de BSPCE en circulation	Nombre d'actions correspondant
BCE 2007	30/11/2007	14/11/2008	9,245 €	27/02/2018	1.061	852	8520
BCE 2012-3	19/03/2012	14/09/2012	7,563 €	14/09/2022	13.010	12.010	12.010
BCE 2013-7	19/03/2012	25/01/2013	12,999 €	25/01/2023	16.000	16.000	16.000
BCE 2015-2	21/05/2014	21/01/2015	10,920 €	21/05/2025	20.000	20.000	20.000
BCE 2015-3	21/05/2014	21/01/2015	10,920 €	21/01/2025	10.000	10.000	10.000
BCE 2015-4	21/05/2014	21/01/2015	10,920 €	21/01/2025	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-1	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	63.000	35.000	35.000
BCE 2016-5	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-6	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	20.000	20.000	20.000
BCE 2016-7	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-8	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-9	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-10	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-12	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	50.000	50.000	50.000
BCE 2016-13	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	50.000	50.000	50.000
BCE 2016-15	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-16	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	5.000	5.000	5.000
BCE 2016-17	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	5.000	5.000	5.000
BCE 2016-18	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	5.000	5.000	5.000
BCE 2016-19	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	15.000	15.000	15.000
BCE 2016-20	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-21	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-22	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2016-23	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	10.000	10.000	10.000

BCE 2016-24	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	10.000	10.000	10.000
BCE 2017-2	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-3	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-4	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-5	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-6	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-7	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-8	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-9	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	5.000	5.000	5.000
BCE 2017-10	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-11	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	5.000	5.000	5.000
BCE 2017-12	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-13	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BCE 2017-14	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	5.000	5.000	5.000
BCE 2017-15	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	10.000	10.000	10.000
BCE 2017-16	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	10.000	10.000	10.000
BCE 2017-17	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	10.000	10.000	10.000
BCE 2017-19	24/05/2017	13/09/2017	14,210 €	13/09/2027	5.000	5.000	5.000
BCE 2017-20	24/05/2017	13/09/2017	14,210 €	13/09/2027	5.000	5.000	5.000
BCE 2017-21	24/05/2017	13/09/2017	14,210 €	13/09/2027	5.000	5.000	5.000
BCE 2017-22	24/05/2017	13/09/2017	14,210 €	13/09/2027	5.000	5.000	5.000
BCE 2017-23	24/05/2017	13/09/2017	14,210 €	13/09/2027	5.000	5.000	5.000
BCE 2017-24	24/05/2017	13/09/2017	14,210 €	13/09/2027	5.000	5.000	5.000
TOTAL						463.862	471.530

Le Conseil d'Administration de la Société a pris la décision, lors de sa réunion du 24 octobre 2017 d'anticiper la période d'exercice de tous les BSPCE qui n'étaient pas déjà exerçables, conformément aux dispositions des plans BSPCE correspondants, aux fins de permettre aux détenteurs desdits BSPCE de les exercer et d'apporter leurs actions sous-jacentes à l'Offre.

2.3.3.2 BSA

À la date du présent Projet de Note en Réponse, il existe 245.948 BSA en circulation, en vertu des plans décrits ci-dessous :

	Date de l'Assemblée générale	Date de réunion du Conseil d'administration	Prix de souscription par action (€)	Date d'échéance	Nombre de BSA autorisés pour émission	Nombre de BSA en circulation	Nombre d'actions correspondant
BSA 9	13/05/2009	/	9,245 €	13/05/2019	532	532	5320
BSA 2009-14	16/03/2010	/	9,245 €	16/03/2020	532	532	5320
BSA 2012-1	19/03/2012	14/09/2012	7,563 €	14/09/2022	5.320	5.320	5.320
BSA 2013-2	19/03/2012	25/01/2013	12,999 €	25/01/2023	65.850	65.850	65.850
BSA 2013-6	19/03/2012	22/03/2013	12,014 €	22/03/2023	6.000	3.000	3.000
BSA 2014-2	18/06/2013	25/06/2014	10,560 €	25/06/2024	20.000	10.000	10.000
BSA 2015-1	21/05/2014	21/01/2015	10,920 €	21/01/2025	10.000	10.000	10.000
BSA 2015-3	21/05/2014	21/01/2015	10,920 €	21/01/2025	10.000	3.744	3.744
BSA 2015-5	21/05/2014	21/01/2015	10,920 €	21/01/2025	10.640	10.640	10.640
BSA 2015-6	19/05/2015	10/09/2015	10,800 €	10/09/2025	40.000	40.000	40.000
BSA 2016-1	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	20.000	20.000	20.000
BSA 2016-2	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	10.000	10.000	10.000
BSA 2016-3	19/05/2015	20/01/2016	9,330 €	20/01/2026	10.000	10.000	10.000
BSA 2016-4	19/05/2015	11/05/2016	9,160 €	11/05/2026	5.000	5.000	5.000

BSA 2016-5	24/05/2016	14/09/2016	9,590 €	14/09/2026	20.000	20.000	20.000
BSA 2017-1	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	15.000	15.000	15.000
BSA 2017-2	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	10.000	10.000	10.000
BSA 2017-3	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BSA 2017-4	24/05/2016	11/01/2017	9,840 €	11/01/2027	2.500	2.500	2.500
BSA 2017-6	24/05/2016	19/04/2017	11,730 €	31/12/2017	1.330	1.330	1.330
TOTAL						245.948	255.524

Le Conseil d'Administration de la Société a pris la décision, lors de sa réunion du 24 octobre 2017 d'anticiper la période d'exercice de tous les BSA qui n'étaient pas déjà exerçables, conformément aux dispositions des plans BSA correspondants, aux fins de permettre aux détenteurs desdits BSA de les exercer et d'apporter leurs actions sous-jacentes à l'Offre.

Les BSPCE et les BSA peuvent donner accès à 727.054 actions de la Société s'ils sont tous exercés.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VEXIM

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 24 octobre 2017 afin d'examiner sur le projet d'Offre.

Tous les membres du Conseil d'administration, à l'exception de M. Douglas Beall, absent et excusé, étaient présents par conférence téléphonique.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 24 octobre 2017 est reproduit ci-après :

« En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil souligne que :

- *Stryker Corporation (société mère de Stryker France MM Holdings SAS) offrira à la Société, grâce à ses divisions Spine et Interventional Spine, un lancement sécurisé et optimisé de ses produits sur le marché des Etats-Unis avec un accès à une base élargie de clients dans le domaine de la traumatologie du dos et une structure commerciale et marketing adaptée ;*
- *Stryker Corporation (société mère de Stryker France MM Holdings SAS) permettra aussi à la société d'accéder à des ressources supplémentaires lui permettant de continuer son développement de nouveaux produits dans les domaines du traitement des fractures vertébrales hautes énergies et les fractures vertébrales d'origine tumorale ;*
- *Stryker France MM Holdings SAS a l'intention de maintenir le centre des opérations de Vexim à Balma pendant une période d'au moins 12 mois à compter de la signature de l'Accord relatif à l'offre publique d'achat.*

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil relève que :

- *L'entrée dans le groupe Stryker Corporation est susceptible de créer pour les employés de la Société de nouvelles opportunités de mobilité interne, tant en termes de domaines d'activités que géographique ;*
- *Stryker France MM Holdings SAS n'a pas l'intention de réduire le nombre total de salariés à temps plein de la Société en France, à l'exception des cas de démissions ou de départs volontaires, pendant au moins 12 mois après la signature de l'Accord relatif à l'offre publique d'achat.*

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, le Conseil prend acte que le rapport de l'Expert Indépendant conclut que le prix de 20 euros par action et de 3,91 euros par BSAAR de la Société est équitable du point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société et pour les porteurs de BSAAR dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Le Conseil a ensuite en particulier relevé que :

- *l'Offre, entièrement libellée en numéraire, confère aux actionnaires et porteurs de BSAAR de la Société l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs titres à un prix attractif. En effet, le prix d'Offre de 20 euros par action extériorise une prime de 27,8% par rapport au cours du 16 octobre 2017*

et une prime de 58,7% sur la moyenne des cours pondérés des volumes sur les douze derniers mois précédant cette même date. Pour les BSAAR, le prix d'Offre de 3,91 euros par BSAAR extériorise une prime de 287,1% par rapport à la valorisation intrinsèque des BSAAR de 1,01 euros calculée par l'Expert Indépendant sur la base du cours de clôture au 16 octobre 2017;¹

- *l'Expert Indépendant relève à cet égard que « au titre de la présente Offre, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi d'une prime significative par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre, et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance. » ;*
- *l'Expert Indépendant relève par ailleurs que « le prix de d'Offre de 3,91 € par BSAAR extériorise des primes très significatives par rapport à la valorisation intrinsèque de ces BSAAR et offre aux détenteurs de BSAAR une liquidité immédiate sur un titre très peu liquide. » ;*
- *l'Offre permet aux actionnaires et porteurs de BSAAR de la Société qui le souhaiteraient de vendre aux mêmes conditions que celles des vendeurs du bloc de contrôle représentant 50,65% du capital et 50,26% des droits de vote théoriques de la Société ; et*
- *le prix d'Offre de 3,91 euros par BSAAR a été retenu par transparence sur la base des parités et du prix d'exercice pour un BSAAR.*

À la lumière des considérations qui précèdent et des discussions auxquelles elles ont donné lieu, prenant acte de l'ensemble des travaux qui lui ont été présentés notamment ceux de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité et sans réserve que le projet d'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires et porteurs de BSAAR, et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions et aux porteurs de BSAAR d'apporter leurs BSAAR de la Société à l'Offre. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VEXIM

A la date du présent Projet de Note en Réponse, plusieurs membres du Conseil d'administration qui étaient actionnaires ont déjà vendu leurs actions à l'Initiateur conformément aux Contrats d'acquisition d'actions.

Lors de la séance du Conseil d'administration en date du 24 octobre 2017, les membres du Conseil d'administration qui détiennent des BSPCE ou des BSA ont indiqué avoir l'intention d'exercer leurs BSPCE et BSA et d'apporter à l'Offre la totalité des actions en résultant.

M. Vincent Gardès qui détient encore 2.605 actions visées par l'Offre s'est engagé dans le cadre du Contrat d'acquisition de titres à les apporter à l'Offre.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Conformément à l'Accord relatif à l'offre publique d'achat, la Société s'est engagée à présenter les actions auto-détenues à l'Offre, si l'Initiateur en fait la demande, étant précisé que la Société pourra conserver les actions auto-détenues nécessaires à la satisfaction de ses obligations en cas d'exercice de BSAAR, BSA ou BSPCE de la Société avant la clôture de l'Offre.

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

La Société n'a pas connaissance d'un quelconque accord et qu'elle n'est pas partie à un quelconque accord relatif à l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir des répercussions significatives sur l'évaluation ou le résultat de l'Offre, autres que ceux visés à la section 2.1 ci-dessus.

¹ Les éléments chiffrés décrits ci-dessus ont été mis à jour à la date la plus proche possible du dépôt de l'Offre dans le Projet de Note d'Information ainsi que dans le rapport final de l'Expert Indépendant : « l'Offre, entièrement libellée en numéraire, confère aux actionnaires et porteurs de BSAAR de la Société l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs titres à un prix attractif. En effet, le prix d'Offre de 20 euros par action extériorise une prime de 29,4% par rapport au cours du 23 octobre 2017 et une prime de 57,8% sur la moyenne des cours pondérés des volumes sur les douze derniers mois précédant cette même date. Pour les BSAAR, le prix d'Offre de 3,91 euros par BSAAR extériorise une prime de 339,3% par rapport à la valorisation intrinsèque des BSAAR de 0,89 euros calculée par l'Expert Indépendant sur la base du cours de clôture au 23 octobre 2017 ».

7. ELEMENTS CONCERNANT VEXIM SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital suite à l'Acquisition de blocs de titres

Le tableau suivant présente, à la connaissance de la Société et à la date des présentes, le capital et les droits de vote théoriques de la Société suite à la réalisation de l'Acquisition de blocs de titres.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote*
Initiateur	4.115.151	50,65 %	4.115.151	50,26 %
Public	4.009.023	49,35 %	4.072.804	49,74 %
<i>Dont actions auto-détenues</i>	<i>10.515</i>	<i>0,13 %</i>	<i>0**</i>	<i>0%**</i>
Total	8.124.174	100,00 %	8.187.955	100,00 %

* Conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

** Droits de vote théoriques – droits de vote attachés aux actions auto-détenues suspendus.

Outre l'Acquisition de blocs de titres susmentionnée, ni l'Initiateur ni une quelconque société appartenant au groupe de l'Initiateur ne détenait des actions ou des BSAAR, directement ou indirectement, avant l'Acquisition de blocs de titres.

Dans le cadre de l'Acquisition de blocs de titres, l'Initiateur a acquis tous les BSAAR détenus par les Vendeurs, soit un total de 170.745 BSAAR.

7.2 Dispositions des statuts limitant l'exercice des droits de vote et les transferts d'actions

Les statuts de la Société ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

7.3 Clause des accords faisant référence aux conditions préférentielles de vente ou d'acquisition d'actions et qui concerne au moins 0,5 % du capital social ou des droits de vote de Vexim (article L. 233-11 du Code de commerce)

Néant.

7.4 Détention directe ou indirecte d'actions du capital social de Vexim ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération impliquant des titres

À la connaissance de la Société, à la date des présentes, le capital social de Vexim est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 7.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} janvier 2017, la Société a été informée du franchissement de seuil suivant :

- le 13 avril 2017, le concert, composé des sociétés Truffle Capital, Bpifrance Participations et Kreaxi et de MM. Vincent Lefauconnier, Vincent Gardès et Jacques Essinger, a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en baisse, le 21 septembre 2016, le seuil de 50% du capital de la Société et détenir de concert, à la date en question, 3 806 946 actions Vexim représentant 6 295 240 droits de vote, soit 49,97% du capital et 64,22% des droits de vote de la Société.

En outre, suite à l'Acquisition des blocs de titres, les seuils légaux suivants ont été franchis le 24 octobre 2017:

- l'Initiateur a franchi à la hausse les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- le concert, composé des sociétés Truffle Capital, Bpifrance Participations et Kreaxi et de MM. Vincent Lefauconnier, Vincent Gardès et Jacques Essinger a franchi à la baisse les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % et 1/3 du capital et de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50% des droits de vote de la Société ;
- Truffle Capital a franchi à la baisse les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital et de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % et 1/3 des droits de vote de la Société ;
- Bpifrance Participations a franchi à la baisse les seuils légaux de 5 % et 10 % du capital et des droits de vote de la Société ; et
- Kreaxi a franchi à la baisse les seuils légaux de 5 % du capital et des droits de vote de la Société.

7.5 Liste des détenteurs de tous titres conférant des droits de contrôle spéciaux et description des droits de contrôle

L'article 14 des statuts de la Société stipule qu' « [...] un droit de vote double [...] est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire ».

Le droit de vote double attaché à une action donnée est perdu en cas de conversion au porteur ou de transfert en propriété de cette action.

7.6 Mécanisme de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.7 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

A la connaissance de la Société, le pacte signé entre les fonds gérés par Truffle Capital, la société Banexi Ventures Partners (aujourd'hui Kreaxi), la société BPI France Participations et Messieurs Gardès, Lefauconnier et Essinger en date du 16 janvier 2014 est le seul accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote. Dans le cadre de l'Acquisition de blocs de titres intervenue le 24 octobre 2017, Truffle Capital, la société Kreaxi et la société BPI France Participations ont cédé l'ensemble des actions et BSAAR de la Société qu'ils détenaient et, à la connaissance de la Société, ne sont en conséquence plus parties au pacte d'actionnaires mentionné ci-dessus. Le pacte d'actionnaires prendra fin de plein droit à l'occasion de l'apport à l'Offre par M. Vincent Gardès des actions qu'il détient sur un compte « plan d'épargne en actions », comme prévu à la section 2.1

7.8 Règles applicables à la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi que la modification des statuts de Vexim

Les dispositions statutaires ci-après s'appliquent à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration (articles 15 et 16 des statuts de la Société) :

« Article 15– Conseil d'administration »

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de cinq (5) membres au minimum et qui ne peut dépasser dix-huit (18) membres au plus sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Article 16 – Nomination et révocation des administrateurs

I. Nomination/ Révocation des administrateurs

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale ordinaire. La durée de leurs fonctions est de quatre (4) années. Elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Tout administrateur sortant est rééligible sous réserve de satisfaire aux conditions du présent article.

Les administrateurs peuvent être révoqués et remplacés à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les personnes physiques âgées de plus de quatre-vingt-cinq (85) ans ne peuvent être administrateurs ; lorsqu'elles dépassent cet âge en cours de mandat, elles sont réputées démissionnaires d'office lors de la plus prochaine assemblée générale. Toute nomination intervenue en violation des dispositions précédentes est nulle, à l'exception de celles auxquelles il peut être procédé à titre provisoire.

Tout administrateur personne physique devra, tant lors de sa nomination que pendant toute la durée de son mandat, se conformer aux dispositions légales en matière de cumul de mandats qu'une même personne physique peut détenir au sein de sociétés anonymes ayant leur siège en France métropolitaine, sauf les exceptions prévues par la loi.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

II. Administrateur personne morale

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce dernier cas, lors de sa nomination, la personne morale est tenue de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civile et pénale que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Le représentant permanent d'une personne morale administrateur est soumis aux conditions d'âge qui concernent les administrateurs personnes physiques.

Le mandat du représentant permanent désigné par la personne morale nommée administrateur lui est donné pour la durée du mandat de cette dernière.

Si la personne morale révoque le mandat de son représentant permanent, elle est tenue de notifier sans délai à la Société, par lettre recommandée, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès ou de démission du représentant permanent.

La désignation du représentant permanent ainsi que la cessation de son mandat sont soumises aux mêmes formalités de publicité que s'il était administrateur en son nom propre.

III. Vacance, décès, démission

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

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

Les nominations provisoires effectuées par le conseil sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables. »

7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, notamment concernant l'émission et le rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Au-delà des pouvoirs généraux que lui confèrent la loi et les statuts, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations suivantes, accordées l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de la Société en date du 24 mai 2017:

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation/délégation	Durée et expiration	Montant nominal maximal en euros
24/05/2017	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de l'achat par la Société ses propres actions conformément à l'article L. 225-209 du Code de commerce	18 mois (23/11/2018)	Le nombre des actions auto-détenues ne doit pas dépasser 10% du nombre total d'actions composant le capital social de la Société
24/05/2017	Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration à l'effet de décider soit l'émission avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, soit l'incorporation au capital de bénéfices, réserves ou primes	26 mois (23/07/2018)	Montant nominal des augmentations de capital : 200.000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16.000.000 €
24/05/2017	Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de bénéficiaires	18 mois (23/11/2018)	Montant nominal des augmentations de capital : 200.000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16.000.000 €
24/05/2017	Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration, à l'effet de décider l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, par placement privé et dans la limite de 20% du capital social par an	26 mois (23/07/2019)	Montant nominal des augmentations de capital : 200.000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16.000.000 €

24/05/2017	Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration, à l'effet de décider l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription sans indication de bénéficiaire et offre au public	26 mois (23/07/2019)	Montant nominal des augmentations de capital : 200.000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16.000.000 €
24/05/2017	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres émis, dans le cadre des dispositions de l'article L.225-135-1 du Code de commerce, en cas de mise en œuvre des délégations de compétence visées aux résolutions précédentes, avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription, selon le cas	Dans les 30 jours de la clôture de la souscription de l'émission initiale concernée	15% du nombre de titres de l'émission initiale
24/05/2017	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social de la Société par voie d'annulation d'actions dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres actions	18 mois (23/11/2018)	10% du capital social par période de 24 mois
24/05/2017	Sous condition suspensive de l'admission des actions de la Société aux négociations sur un marché réglementé, délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société	26 mois (23/07/2019)	Montant nominal des augmentations de capital : 200.000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16.000.000

A la date des présentes, aucune des délégations autorisées par l'Assemblée Générale Mixte du 24 mai 2017 n'a été mise en œuvre.

7.10 Accords qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle de Vexim, 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, l'Offre ne conduira à aucun changement au regard des accords conclus par Vexim qui pourrait affecter de manière substantielle les intérêts de la Société.

7.11 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

Dans le cadre d'un changement du contrôle de la Société, tel que celui résultant de l'Acquisition des blocs, la Société s'est engagée à verser une indemnité pour certains cas de départ ou cessation de leur emploi avant le 31 janvier 2019 à (i) Monsieur Vincent Gardès au titre de son mandat social et (ii) à Monsieur José da Gloria au titre de son contrat de travail.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le rapport qui a été établi par l'Expert Indépendant, Associés en Finance en date du 23 octobre 2017 est reproduit en annexe du présent Projet de Note en Réponse.

9. DISPOSITIONS PRATIQUES AU TITRE DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Le Projet de Note en Réponse rédigé par Vexim est disponible sur les sites Internet de Vexim (www.vexim.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais auprès de :

Vexim SA

Hills Plaza – Bât. B – 1er étage
8, rue de Vidailhan
31130 Balma – France

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 Vexim 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.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Vincent Gardès, Directeur Général de Vexim

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse sont soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

ANNEXE

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT – ASSOCIES EN FINANCE

**Expertise indépendante d'Associés en Finance se prononçant sur
le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique
d'Achat Simplifiée initiée par Stryker sur l'ensemble des actions
Vexim**

23 octobre 2017



SOMMAIRE

I. Missions et moyens	4
II. Vexim : présentation, analyse et stratégie	7
II.A. Actionnariat	8
II.B. Les activités de Vexim	9
II.B.1. SpineJack®	11
II.B.2. Masterflow™	13
II.B.3. Masterflow Plus	14
II.B.4. Ciments osseux	14
II.B.5. Autres produits	15
II.C. Fondamentaux de l'environnement opérationnel	15
II.C.1. Le marché de la fracture vertébrale	15
II.C.2. L'environnement concurrentiel	18
II.C.3. Forces et faiblesses de Vexim	21
II.D. Analyse financière de Vexim	22
II.D.1. Compte de résultat	22
II.D.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie	24
III. Examen des conditions de l'Offre et évaluation de Vexim	26
III.A. Examen des conditions de l'Offre	26
III.B. Examen du cours de bourse	27
III.C. Les méthodes de valorisation écartées	29
III.D. Les méthodes de valorisation retenues	30
III.D.1. Méthode des comparables boursiers (à titre illustratif)	31
III.D.2. Méthode des transactions comparables (à titre illustratif)	33
III.D.3. Objectifs de cours sur Vexim (à titre indicatif)	34
III.D.4. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)	34
III.E. Transactions intervenues sur le capital de Vexim	39
IV. Evaluation des Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Remboursables (BSAAR) Vexim	40
IV.A. Méthodologie de valorisation et paramètres utilisés	42
IV.B. Conclusion sur la valorisation des BSAAR Vexim	43
V. Analyse des travaux de la banque présentatrice	45
V.A. Méthodologies d'évaluation	45
V.B. Détail des valorisations	45
V.B.1. Méthodes présentées à titre illustratif et indicatif	45

V.B.2. Méthodes présentées à titre principal.....	47
V.B.3. Valorisation des BSAAR Vexim.....	48
V.C. Résultats comparés.....	49
VI. Conclusion d'Associés en Finance.....	50
VII. Présentation de l'expert.....	52
VIII. Annexe 1 : présentation des sociétés de l'échantillon	56
IX. Annexe 2 : détail des transactions intervenues dans le secteur	58
X. Annexe 3 : Présentation détaillée du modèle Trival®.....	60
X.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres	60
X.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	62

I. Missions et moyens

Contexte

Vexim SA (ci-après « **Vexim** » ou la « **Société** ») conçoit et commercialise des solutions mini-invasives pour le traitement de pathologies traumatiques du rachis. La Société a été introduite à la Bourse de Paris au début du mois de mai 2012, au prix de 9,5 € par action. Avant cette introduction, le capital était détenu exclusivement par le Management, Truffle Capital et Banexi Ventures Partners (désormais Kreaxi).

L'accroissement de la population mondiale, l'allongement de la durée de vie des individus et leurs modes de vie sont autant de facteurs qui pourraient accroître les pathologies et traumatismes vertébraux à l'avenir. A ce titre, Vexim en tant que concepteur de dispositifs mini-invasifs et innovants pour le traitement de ces maux, bénéficie d'axes de développement importants, sur les principaux marchés européens, mais également à l'international, notamment aux Etats-Unis.

Sa position aux Etats-Unis reste toutefois conditionnée à l'obtention d'une autorisation de commercialisation 510 (k) de son principal produit, le SpineJack®, un dossier ayant été déposé en ce sens auprès des autorités de santé américaines. Ce développement américain est un enjeu majeur pour la Société, qui nécessitera notamment des moyens humains et financiers importants. En cas d'autorisation de la part de la FDA, la commercialisation du SpineJack devrait débuter courant 2018.

Dans ce contexte, Vexim et Stryker Corporation (ci-après « **Stryker** » ou « **l'Initiateur** »), ont initié des discussions au début de l'année 2017 quant à un rapprochement possible de leurs activités. Stryker est une société américaine figurant parmi les leaders mondiaux sur le marché des dispositifs médicaux innovants, notamment pour l'orthopédie, la chirurgie et les pathologies vertébrales. Les discussions menées par les deux groupes se sont concentrées sur un rachat de la Société par Stryker, dont les conditions financières ont été revues à la hausse au profit des actionnaires de Vexim au fur et à mesure de l'avancée des discussions, pour aboutir au prix prévu dans le cadre de la présente Offre Publique (ci-après « **l'Offre** »). Stryker souhaite faire l'acquisition de Vexim afin de renforcer son activité en Europe et rapprocher de celles de Vexim ses activités *Neurotechnology and Spine* en croissance rapide. Cette opération permettra à Vexim de s'appuyer sur le savoir-faire et les ressources de Stryker pour commercialiser la technologie SpineJack® sur le continent américain.

Ainsi, après discussions avec la Société, et ses trois principaux actionnaires que sont Truffle Capital, BPI France Participations et Kreaxi, Stryker a matérialisé ses intentions vis-à-vis de Vexim en adressant le 12 octobre 2017, une lettre d'offre signifiant qu'elle souhaitait acquérir l'ensemble des titres (actions et BSAAR) détenus jusqu'alors par ces trois actionnaires et une partie du management de Vexim aux prix de 20,0 € par action et par transparence, 3,91 € par BSAAR. La lettre d'offre a été acceptée par le Conseil d'Administration de la Société le 17 octobre 2017. L'initiateur, les principaux actionnaires et les dirigeants ont matérialisé leur intention à travers la signature de *Share Purchase Agreement* (ci-après les « **Contrats d'Acquisition de titres** »).

Ainsi, le 24 octobre 2017, Stryker va se porter acquéreur par voie de cession de blocs hors marché (ci-après « **le Bloc** ») de :

- 3 656 491 actions Vexim détenues par Truffle Capital (2 148 335), BPI France Participations (941 503), et Kreaxi (566 653).
- 170 475 BSAAR détenus par Truffle Capital (78 580), et BPI France Participations (92 165).
- 458 660 actions sous-jacentes aux BSPCE détenus par Vincent Gardès (339 160) et José Da Gloria, Directeur Financier de la Société (119 500)

Après acquisition du Bloc, Stryker détiendra 50,65% du capital non dilué et 50,3% des droits de vote de la Société. Par conséquent Stryker dépassera le seuil de 50% du capital ou des droits de vote, conduisant au dépôt d'une offre publique obligatoire sur le solde du capital de Vexim.

Le Conseil d'Administration de la Société du 24 octobre 2017 a approuvé la signature d'un *Tender Offer Agreement* (ci-après « **TOA** ») spécifiant les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « **l'Offre** ») que déposera Stryker sur les titres Vexim non détenus à la suite de l'acquisition du Bloc.

Ainsi, dans la foulée de l'achat du Bloc, Stryker déposera une Offre, proposant aux actionnaires minoritaires de la Société l'acquisition de leurs titres à des conditions identiques à celles proposées dans le cadre de l'achat du Bloc, c'est-à-dire à un prix de 20,0 € par action et de 3,91 € par BSAAR. L'Offre vise donc :

- Toutes les actions déjà émises et non détenues par l'Initiateur, soit 4 009 023 actions ;
- Toutes les actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre en raison de l'exercice anticipé de BSA ou BSPCE, soit un nombre maximal de 727 054 titres ;
- Tous les BSAAR émis et non détenus par l'Initiateur, soit 290 084 BSAAR.

A l'issue de l'Offre, Stryker a l'intention de demander dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de la présente Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Vexim non apportées à l'Offre (à l'exception, le cas échéant des actions auto-détenues par Vexim) si les actions non apportées à l'Offre détenues par les actionnaires minoritaires et les actions susceptibles d'être émises à la suite de l'exercice des BSAAR non apportés à l'Offre ne représentent pas plus de 5% de la somme des actions Vexim existantes et des actions susceptibles d'être émises du fait de l'exercice des BSAAR. Cette procédure de retrait obligatoire entraînera de fait la radiation des actions et BSAAR Vexim de la cote.

Mission d'Associés en Finance

Dans ce contexte, la Société a nommé le 29 juin 2017 Associés en Finance en tant qu'expert indépendant, afin d'attester de l'équité des termes et conditions de l'Offre.

L'intervention de l'expert indépendant s'inscrit dans le cadre de l'application de l'article 261-1 du Règlement général (ci-après « **le RG** ») de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** ») qui prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique, lorsque celle-ci est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration, du conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires. Dans le cas présent, l'intervention d'Associés en Finance s'inscrit dans le cadre de l'article 261-1-I alinéas 1, 2 et 5 du RG¹. Associés en Finance intervient également au titre de l'article 261-1-II relatif au recours à un expert indépendant dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Indépendance

Associés en Finance et ses salariés :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont procédé à aucune évaluation de la Société au cours des dix-huit derniers mois, susceptible d'affecter son indépendance ;

¹ L'alinéa 1 concerne le cas où la « la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » ; l'alinéa 2 concerne le cas où « les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance », l'alinéa 5 fait référence au cas où « l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

-
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
 - Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées, susceptible d'affecter leur indépendance ;
 - Ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées pour les mois à venir, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de la présente Mission ;
 - N'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter leur indépendance. Les dernières offres publiques pour lesquelles Associés en Finance était expert indépendant et dont BNP Paribas était établissement coprésentateur sont l'offre publique mixte de Tikehau sur Salvepar en janvier 2017 (aux côtés de Crédit Agricole), l'OPAS suivie d'un retrait obligatoire de GML sur Fimalac (aux côtés de Société Générale et Crédit Agricole), et l'OPAS de Bolloré SA sur Blue Solutions en juillet 2017 (aux côtés de Natixis).

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette Mission et confirme ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation de nos travaux ont soit été fournies par Vexim et ses conseils, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de Vexim, et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Vexim ou ses filiales pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de Vexim quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par la Société le 29 juin 2017, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 29 juin 2017 au 24 octobre 2017.

II. Vexim : présentation, analyse et stratégie

Vexim est une société française spécialisée dans la conception et la commercialisation de solutions mini-invasives² pour le traitement de pathologies traumatiques du rachis.

Au début des années 2000, Teknimed, un des leaders mondiaux dans le domaine des substituts osseux et des ciments chirurgicaux, s'est lancé dans le développement d'un projet, conduit par le chirurgien Christian Renaud, d'implant intervertébral mécanique. En 2006, la société Vexim est créée, issue de la scission de la division R&D de Teknimed avec la participation du fonds d'investissement Truffle Capital puis, en septembre, de Banexi Ventures Partners (devenu Kreaxi en 2017).

Vexim a poursuivi les travaux de Teknimed et a développé des solutions médicales destinées à traiter ces traumatismes. En mai 2008, la version initiale du dispositif médical Spinejack® obtient le marquage CE³. Le Spinejack® est un implant qui a vocation à redonner à une vertèbre sa forme d'origine et à restaurer l'anatomie de la colonne vertébrale. Il constitue le produit majeur de Vexim. Cette version n'a pas été commercialisée mais a fait l'objet d'études cliniques et observationnelles.

La Société a ensuite élaboré une version améliorée du SpineJack® marquée CE en août 2009. Après avoir signé une dizaine de contrats de distribution en Europe, en Amérique du Sud, en Inde et en Afrique du Sud, l'implant est commercialisé à partir de septembre 2010. Ce lancement a ensuite été complété par le lancement du ciment osseux Cohésion®. L'injection du ciment rentre dans le processus de traitement et sert à stabiliser et consolider le corps vertébral.

En 2012, la Société Vexim est introduite sur le marché Alternext de la Bourse de Paris, en levant à cette occasion 11 M€.

Afin de poursuivre la croissance de ses activités en Europe, Vexim a développé son propre réseau de distribution en créant 4 filiales détenues à 100% : Vexim GmbH en Allemagne, Vexim Italia Srl en Italie, Vexim Spine sl en Espagne et Vexim UK Ltd au Royaume-Uni. Par ailleurs, Vexim a également cherché à étendre ses activités sur le marché américain et y a ouvert une filiale, Vexim Inc, en 2014.

Vexim a également étoffé son offre en lançant deux nouveaux produits : un biomatériau de fixation osseuse, nommé Interface™, en 2013 et un système d'injection de ciment intitulé Masterflow™ en 2014. Ce dernier est commercialisé aux Etats-Unis depuis l'obtention de l'autorisation auprès de la *Food and Drug Administration* (ci-après « **FDA** ») en 2014 et est marqué CE depuis 2015.

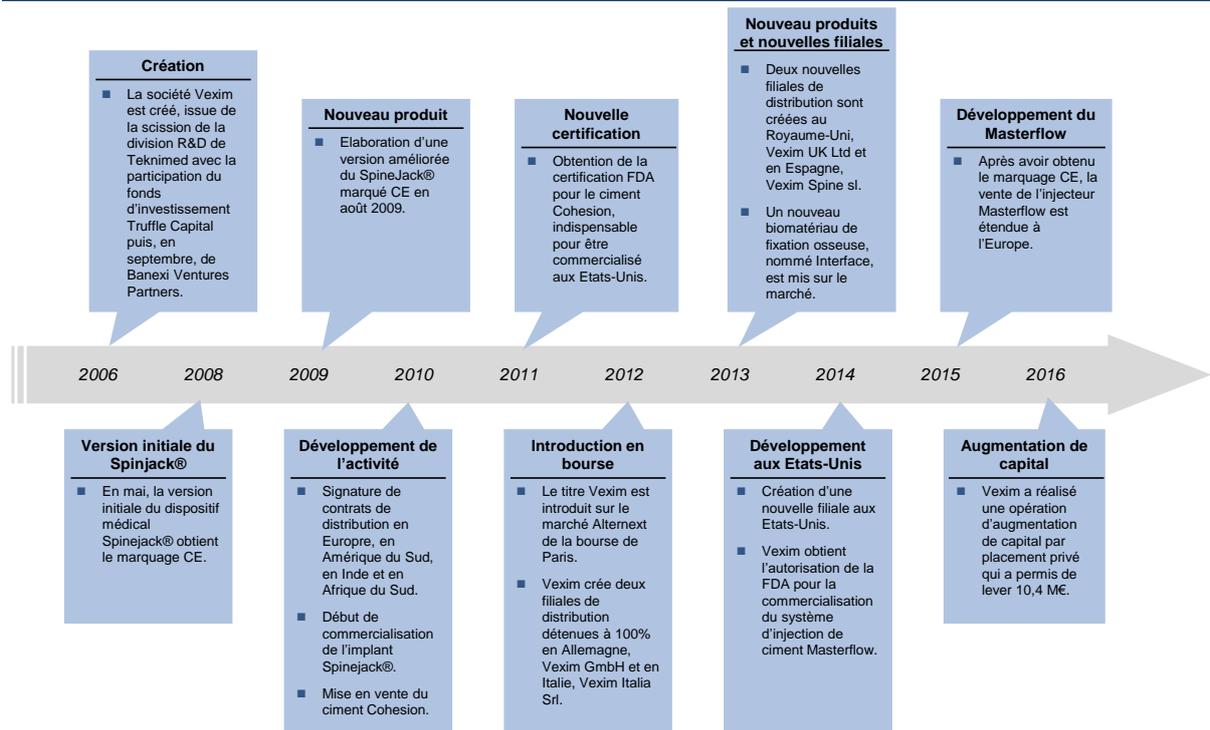
Enfin, en 2016, la Société a réalisé une augmentation de capital par placement privé de 10,4 M€. Grâce à cette opération, Vexim entendait accélérer son développement à l'international et financer le processus réglementaire du SpineJack® aux Etats-Unis qui comporte notamment une étude clinique.

La Société détient actuellement un portefeuille de plus de 80 brevets déposés dans les différents pays où ses produits sont commercialisés et emploie 66 salariés.

² : Opération et suites opératoires plus légères et possibilité de traiter les patients en ambulatoire.

³ : Le marquage CE confère au produit concerné le droit de circulation sur l'ensemble du territoire de l'Union Européenne.

Figure 1
Historique de Vexim depuis sa création en 2006

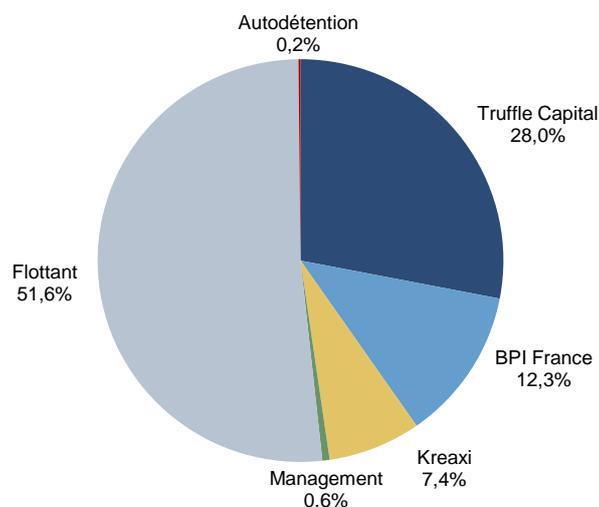


Source : Vexim

II.A. Actionnariat

La majeure partie du capital de Vexim est flottant (51,6%). Les deux actionnaires historiques de Vexim, Truffle Capital et Kreaxi détiennent respectivement 28,0% et 7,4% du capital (cf. Figure 2). BPI France est entré au capital de Vexim en 2014 et détient désormais 12,3% du capital. Truffle Capital et BPI France ont souscrit à l'augmentation de capital réalisée début 2016 et ainsi augmenté leurs participations respectives. Par ailleurs, Kreaxi, Truffle Capital et BPI France ont annoncé agir de concert lors de cette opération.

Figure 2
Actionnariat de Vexim au 30 septembre 2017



Source : Vexim

II.B. Les activités de Vexim

En 2016, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 18,5 M€, six fois plus important que celui réalisé en 2012 extériorisant une hausse des ventes de +61,5% par an en moyenne depuis lors. Vexim a pour activité la conception, le développement et la commercialisation de solutions médicales de traitements de la traumatologie du dos. La Société propose à ses clients une gamme de produits complémentaires permettant la résolution intégrale de ces fractures. Les solutions Vexim s'adressent à l'ensemble de la traumatologie du dos mais plus spécifiquement aux fractures vertébrales par compression (ci-après « **FVC** ») à basse et haute énergie.

Les produits Vexim sont disponibles à ce jour dans 24 pays. L'Europe représente le cœur du marché de la Société. Grâce à ses 4 filiales de distribution, en Italie, en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, en charge de la commercialisation des produits, Vexim réalise 91% de son chiffre d'affaires en Europe. La France reste très largement le premier marché de la Société (49%), devant l'Allemagne (19%) et l'Italie (12%).

A l'international, les produits Vexim sont présents sur tous les continents. La Société a notamment décidé, depuis 2014, de s'implanter aux Etats Unis avec la création d'une cinquième filiale, où elle a réalisé ses premières ventes fin 2014. Le SpineJack® devrait y être introduit en 2018, sous réserve d'obtention d'autorisation réglementaire auprès de la FDA, une demande étant en cours.

Dans les prochaines années, la Société entend encore s'étendre à l'échelle mondiale notamment en Russie, en Corée du Sud et au Brésil. En 2016, Vexim a également signé un contrat de distribution avec Creatori Health en Afrique du Sud et a enregistré le SpineJack® et le Masterflow™ en Australie.

Enfin, les produits de la Société ne sont pas encore disponibles en Chine et au Japon, deux importants marchés potentiels, mais Vexim s'est récemment vu délivrer deux brevets dans ces pays, qui renforcent la protection intellectuelle du SpineJack® et seront indispensables en vue d'une commercialisation future.

Figure 3
Présence internationale des entités du groupe Vexim et principaux marchés



Source : « Document de référence 2016 », Vexim

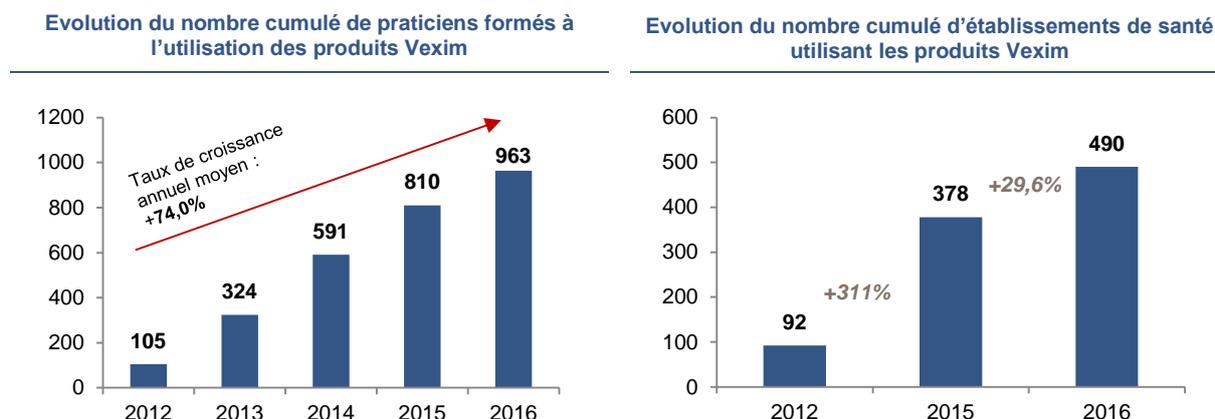
Depuis 2010, la Société a fait le choix d'une distribution duale de ses produits. Les filiales de la Société assurent une vente directe dans les pays où elles sont implantées. Mais, pour développer ses ventes à l'international, Vexim a également établi des accords de distribution exclusifs avec une quinzaine de partenaires. Le poids des distributeurs dans l'activité reste minoritaire (14% des ventes en 2016, et 11% en 2015).

Les clients de la Société sont des établissements de santé (cliniques et hôpitaux) qui agissent sur prescription des spécialistes de l'orthopédie de la colonne vertébrale (chirurgiens, radiologues...). Vexim met à disposition de ces établissements des stocks de matériels en dépôt. Le nombre d'établissements utilisant les produits Vexim a été multiplié par 5 depuis 2012 atteignant aujourd'hui le nombre de 490. Les dix principaux clients de la Société représentent 21% du chiffre d'affaires réalisé en 2016 (22% en 2015).

Pour accroître l'adoption des solutions mini-invasives de la Société par les communautés de praticiens concernés, Vexim leur propose une formation théorique, assurée par des chirurgiens formateurs. Depuis 2012, 963 praticiens ont été formés à l'utilisation des solutions Vexim, soit un taux de croissance annuel moyen de +74%.

Par ailleurs, afin de permettre une amélioration du diagnostic des fractures vertébrales et une orientation de ces cas vers les praticiens formés à la technique du SpineJack®, la Société propose également une formation aux médecins généralistes.

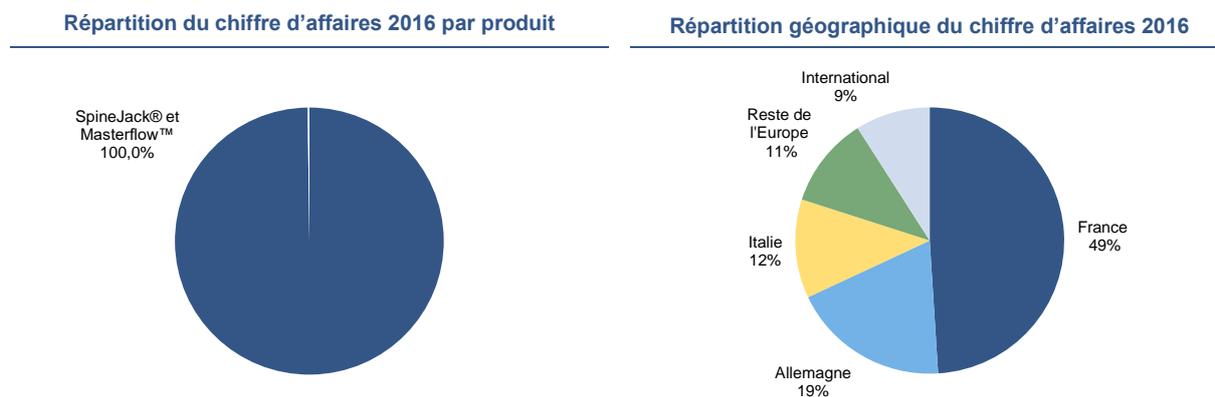
Figure 4
Utilisation des produits Vexim



Source : « Document de référence 2016 », Vexim

Vexim propose quatre principaux produits à ses clients : l'implant SpineJack®, l'injecteur de ciment Masterflow™ et deux types de ciment : l'Interface™ et le Cohésion®. Le SpineJack® représente presque l'intégralité du chiffre d'affaires réalisé par la Société en 2016.

Figure 5
Répartition du chiffre d'affaires de Vexim



Source : « Document de référence 2016 », Vexim

Au sein du marché de la traumatologie du dos, il existe des fractures de faible intensité (53% du marché), de moyenne intensité (5%) et de forte intensité (42%). Actuellement, grâce à l'utilisation du SpineJack® et du Masterflow™, Vexim couvre une large partie de ce marché, hormis certains cas de trauma à haute intensité.

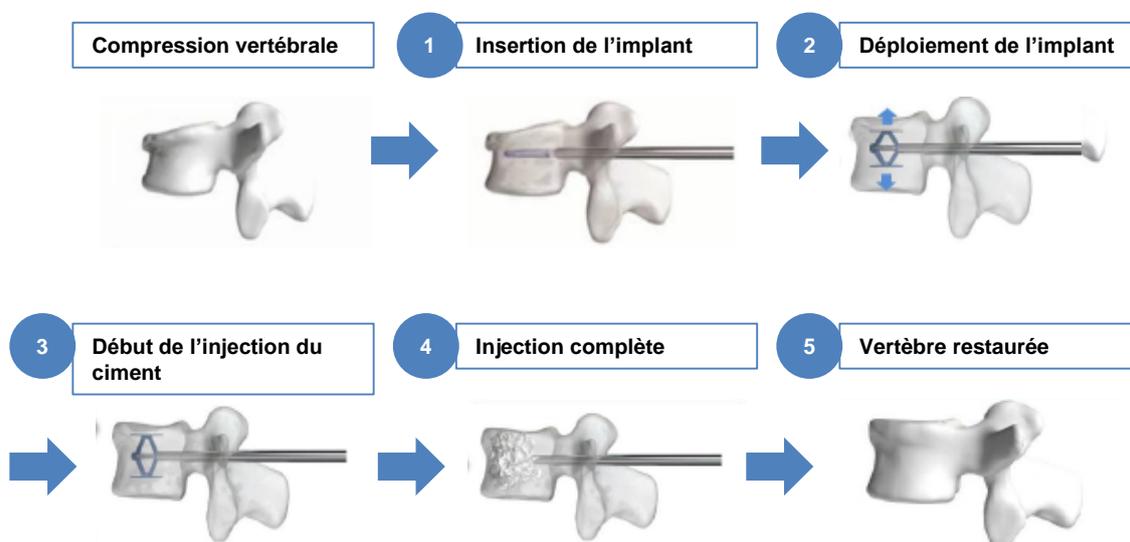
Vexim a mis place un programme de recherche et développement qui vise à élargir cette gamme de produits. Les principaux axes de la recherche concernent le développement d'autres concepts pour être capable de traiter d'autres pathologies du rachis et la formulation de nouveaux ciments osseux biocompatibles.

II.B.1. SpineJack®

Le SpineJack® est un implant capable de redonner à une vertèbre fracturée sa forme d'origine et de restaurer l'anatomie de la colonne vertébrale. Il fonctionne comme un système de cric : grâce à une géométrie spécifiquement développée, l'implant permet le redressement d'un corps vertébral

affaïssé suite à une fracture et le maintien de ce redressement jusqu'à l'injection d'un matériau de substitution qui immobilisera définitivement la vertèbre (cf. Figure 6). Cette procédure neutralise la douleur du patient et lui permet de retrouver toutes ses capacités fonctionnelles. Elle dure 30 minutes environ.

Figure 6
Procédure d'implantation



Source : « Document de référence 2016 », Vexim

Après avoir développé une version initiale du SpineJack® qui a principalement servi à effectuer des tests, un implant de deuxième génération a été élaboré, est marqué CE depuis 2009 et est commercialisé depuis 2010. Cette révision a permis d'améliorer le maintien de la restauration par blocage du dispositif après expansion. Ce produit a encore vocation à évoluer afin d'augmenter son efficacité. A ce titre, la Société a lancé un programme d'évaluation des techniques et des technologies SpineJack®. Ce dernier devrait déboucher sur le développement d'un nouveau produit à l'horizon 2018, le PedicleJack®.

Actuellement, l'ensemble de la gamme SpineJack® permet de traiter 95% des cas de fractures vertébrales par compression. Il existe 3 implants en titane de 3 diamètres différents :

- Les implants de 4,2 mm de diamètre utilisés pour le traitement de certaines vertèbres thoraciques ou pour les vertèbres de patients de petite taille ;
- Les implants de 5 mm de diamètre utilisés pour la plupart des vertèbres thoraciques et lombaires ;
- Les implants de 5,8 mm de diamètre utilisés pour certaines vertèbres lombaires ou pour les vertèbres de patients en surpoids ;

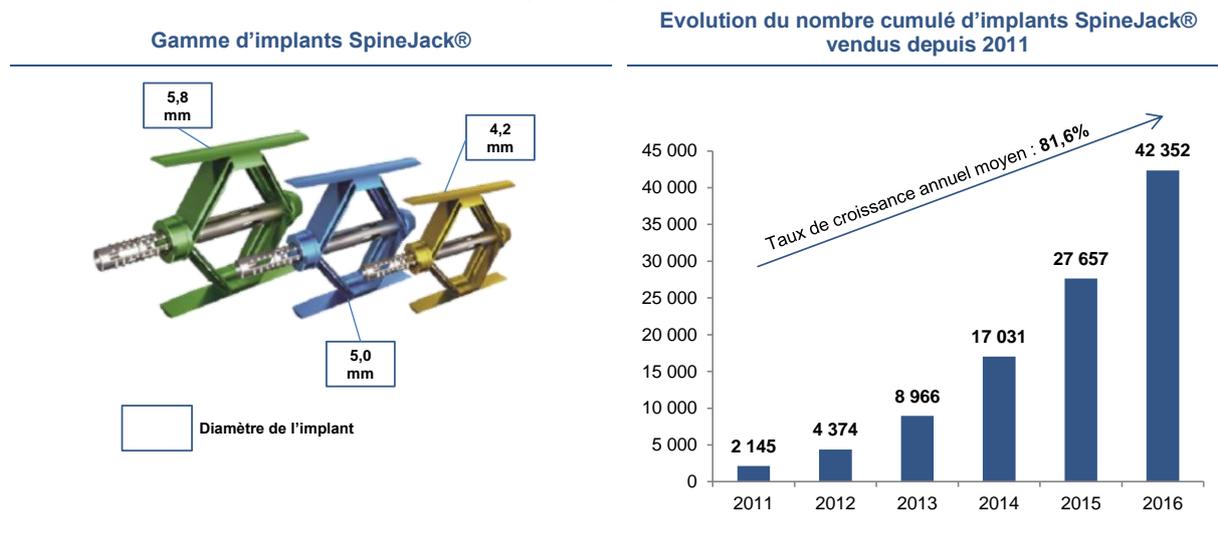
Depuis 2011, 42 352 implants SpineJack® ont été vendus à travers le monde. En 2016, plus de 6 900 patients ont été traités à l'aide de ce dispositif et plus de 20 000 depuis le lancement. Cet implant est stérile et à usage unique. Par ailleurs, le SpineJack® est remboursé dans tous les pays dans lesquels il est commercialisé. Le montant de remboursement dépend pour sa part de la réglementation de chaque pays. Le dispositif SpineJack® est facturé en moyenne 2 600 €⁴ par chirurgie (2500 € en moyenne en France, 1900 € en Allemagne), sachant qu'une chirurgie nécessite en moyenne deux implants et implique l'usage de ciments et autres compléments opératoires. Vexim a validé l'utilisation de la technologie SpineJack® avec quatre ciments. Ceux-ci sont interchangeables et le choix du ciment revient au praticien.

⁴ CM-CIC Initiating Coverage, 20 janvier 2017.

Cette technologie bénéficie d'une protection par brevets dans le monde entier jusqu'en 2029.

Une étude analytique de long terme menée par Vexim sur des patients traités avec l'implant a montré que cette technique permet une nette réduction de la douleur, une amélioration significative des capacités fonctionnelles et un très faible taux de fractures adjacentes (2,2% contre plus de 10% pour les technologies concurrentes).

Figure 7
Implant SpineJack®



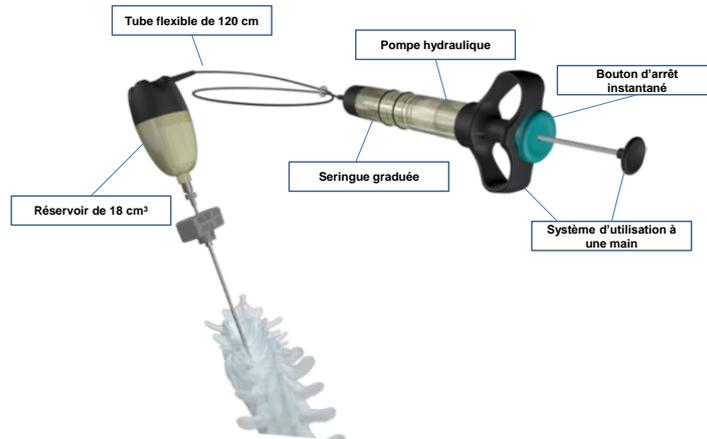
Source : « Document de référence », Vexim

II.B.2. Masterflow™

Commercialisé depuis 2014, le Masterflow™ est un dispositif d'injection et de mélange de ciment osseux complémentaire à l'implant SpineJack®. En effet, il peut très bien être utilisé dans la procédure d'implantation pour injecter le ciment après avoir inséré l'implant (cf. Figure 6). Le Masterflow™ a notamment la capacité d'injecter du ciment à haute viscosité à travers une canule de très faible diamètre. Le découplage du système de commande d'injection et du réservoir de ciment permet à l'utilisateur de manipuler à distance du champ de rayonnement radiologique. Enfin, le dispositif comporte également un bouton d'arrêt instantané pour contrôler l'injection de ciment avec précision.

Vexim a développé le Masterflow™ sous forme d'une licence exclusive mondiale en janvier 2013 et sa technologie est protégée par des brevets internationaux.

Figure 8
Composition du Masterflow™



Source : « Document de référence 2016 », Vexim

II.B.3. Masterflow Plus

En 2017, la Société a lancé un nouveau dispositif Masterflow Plus (uniquement disponible en Allemagne jusqu'à alors). Ce produit permet d'offrir une alternative aux établissements de santé pour traiter des fractures vertébrales par compression dans le cas spécifique de l'ostéoporose⁵.

Cette nouvelle méthode combine à la fois un dispositif Jack®, servant d'implant, et le système d'injection Masterflow™. L'avantage étant qu'une fois retiré, l'implant Jack® peut être possiblement réutilisé à un autre étage vertébral. Ce système permet donc le traitement de fractures à multiples niveaux.

II.B.4. Ciments osseux

Vexim a aussi développé deux ciments osseux dénommés Cohésion® et Interface™, respectivement commercialisés depuis 2010 et 2013. Les ciments osseux sont des matériaux de substitution permettant de stabiliser et consolider la vertèbre fracturée. Les ciments sont utilisés en complément du SpineJack®. Ils peuvent, aussi être utilisés avec d'autres technologies et ne nécessitent pas un système d'injection complexe.

Le ciment orthopédique Cohésion® est une pâte homogène obtenue à partir d'un mélange entre un liquide et une poudre. La poudre est composée de billes de polymères de Polyméthylmétacrylate (PMMA), d'un initiateur nécessaire pour débiter la phase de polymérisation, le di-benzoyl peroxyde (BPO), et d'un radio-opacifiant permettant notamment de visualiser le ciment sur les radiographies. Le liquide est composé de monomère (MMA) et d'un activateur, le di-méthyl-para-toluidine (DmpT).

Le ciment Cohésion® possède des caractéristiques qui lui permettent d'être adapté à la stabilisation des fractures vertébrales même complexes et fragmentées. Il présente une viscosité importante, qui limite le risque de fuite en dehors du corps vertébral et une forte radio-opacité, qui permet au praticien de bien visualiser et donc de contrôler l'injection. Enfin, la phase de préparation a été réduite afin d'optimiser le temps opératoire alors que la phase d'injection a été allongée pour donner le temps au praticien d'injecter le ciment et stabiliser la fracture.

Le ciment Interface™ constitue une alternative biologique aux ciments orthopédiques dans la prise en charge des fractures vertébrales d'origine traumatique, chez des patients avec une bonne

⁵ L'ostéoporose est une maladie fragilisant les os et diminuant ainsi leur résistance.

qualité osseuse. Les propriétés bioactives de ce ciment permettent à Vexim de renforcer sa position sur le segment des fractures traumatiques et auprès des jeunes patients. Interface™ présente les mêmes propriétés physiques que le ciment Cohésion® : haute viscosité, temps de travail optimal avant durcissement et forte opacité.

II.B.5. Autres produits

Depuis 2013, la Société a également mis en vente des kits de biopsie (aiguilles, stylet et seringue d'aspiration de plusieurs tailles), nécessaires pour les interventions et qui sont vendus en complément des produits de sa gamme.

II.C. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

II.C.1. Le marché de la fracture vertébrale

D'après *Transparency Market Research*, 80% des personnes en Europe auront à souffrir de maux de dos au cours de leur vie. Certaines causes sont assez courantes (stress, port de charges lourdes...), mais d'autres sont encore méconnues comme les fractures vertébrales. Vexim indique que toutes les 22 secondes survient une fracture vertébrale dans le monde.

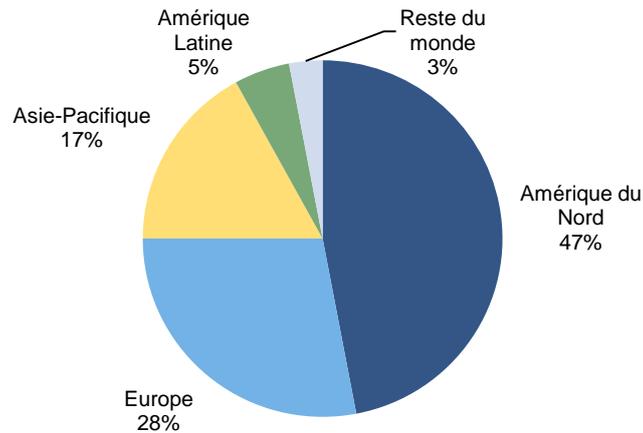
Une fracture vertébrale à compression se produit lorsque l'un des os du rachis se casse ou s'affaisse. Silencieuses, les FVC peuvent provoquer une courbure physiologique de la colonne vertébrale et engendrer une douleur chronique, une mobilité réduite, des problèmes respiratoires et également des troubles du sommeil. Il existe trois causes principales à la fracture vertébrale :

- L'ostéoporose (60%) : selon la Société, 50% des femmes et 25% des hommes souffriront d'une fracture ostéoporotique au cours de leur vie ;
- Les traumatismes violents (35%) : la fracture survient lors d'une chute, d'un accident de voiture, d'un choc lors de la pratique d'une activité sportive ou tout autre évènement entraînant une surcharge sur le corps vertébral jusqu'à la rupture de ce dernier ;
- Les cancers (5%) : les métastases et les tumeurs peuvent provoquer des lésions de la colonne vertébrale.

Chaque année, plus de 1,4 M de FVC sont répertoriés en Europe et plus de 900 000 aux Etats-Unis résultant de l'ostéoporose et de traumatismes. Le marché mondial de la fracture vertébrale était estimé à plus de 900 M€ en 2015, dont 528 M€ pour le marché américain, 184 M€ pour le marché européen et 190 M€ pour le reste du monde⁶.

⁶ Source : *Transparency Markey Research*.

Figure 9
Répartition du marché par zone géographique en 2014



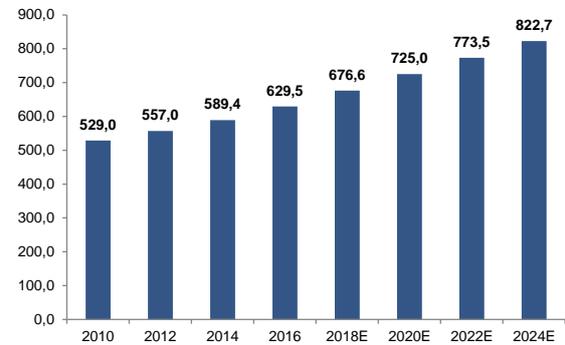
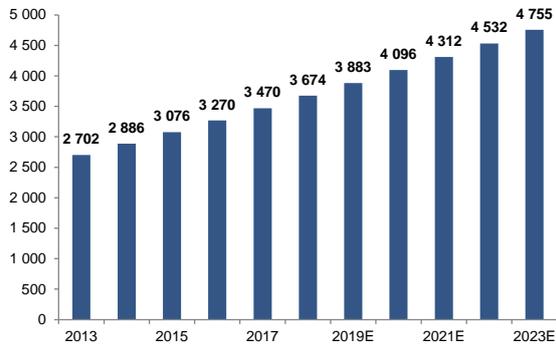
Source : Transparency Market Research

Perspectives de marché

Selon *Transparency Markey Research*, le marché de la fracture vertébrale est attendu en hausse de +5,6% par an en valeur sur la période 2016-2023. Dans le sillage de cette progression, le marché des implants pour la chirurgie du dos devrait connaître une croissance de +37% d'ici 2023. Cette croissance sera principalement soutenue par :

- Un meilleur diagnostic des FVC permis par l'usage accru et plus précis de l'imagerie médicale. Aujourd'hui, d'après la Société, seulement une fracture vertébrale sur trois serait signalée en France ;
- La montée en puissance des traitements peu invasifs ;
- Le vieillissement de la population qui engendre une hausse des cas d'ostéoporose. Selon les projections du Bureau américain du recensement, le vieillissement de la population mondiale s'accélère à un rythme sans précédent : les plus de 65 ans devraient représenter près de 17% des habitants de la planète d'ici 2050 contre 8,5% aujourd'hui. Selon ces projections, les seniors devraient être 1,6 milliard d'ici 2050. Sur le plus court-terme, l'INED⁷ prévoit une hausse de 31% du nombre de personnes de plus de 65 ans dans le monde entre 2016 et 2024. La population mondiale devrait par ailleurs atteindre 10 Mds de personnes d'ici 2050 ;
- L'augmentation du nombre de cancers et de maladies dégénératives dans le monde. La croissance de la population mondiale et son vieillissement devrait causer une hausse de ces maladies. Selon la Fondation contre le Cancer, le nombre de nouveaux cas de cancers par an dans le monde devrait passer de 14,1 M en 2012 à 26,4 M en 2030, soit une croissance de +87%.

⁷ Institut National d'Etudes Démographiques.

Figure 10**Perspectives du marché de la fracture vertébrale****Evolution du marché des implants pour la chirurgie du dos (M\$)****Evolution du nombre de personnes âgées de plus de 65 ans dans le monde (M)**

Source : Transparency Market Research, INED

Par ailleurs, le mode de vie de la population mondiale (pratique du sport à haute intensité notamment) et le nombre d'accidents de la route influencent l'évolution du marché. Selon l'OMS (Organisation Mondiale de la Santé), on recense chaque année entre 30 et 50 M de blessés suite à des accidents de la route. Toutefois, malgré la croissance de la population mondiale, ce chiffre est plutôt stable ces dernières années. Le Programme de Développement Durable adopté par les chefs d'états en septembre 2015, comporte l'objectif de réduire par deux le nombre de décès et de traumatismes dus à des accidents de la circulation d'ici 2020. A ce titre, tous les pays se sont engagés à améliorer la prévention routière et mettre en place un certain nombre de mesures pour augmenter la sécurité des usagers.

Contraintes du marché

Le marché de la traumatologie du dos, comme tous les marchés médicaux, se caractérise par sa dépendance à l'évolution des politiques de remboursement. La capacité du secteur à dégager des profits suffisants sur la vente de ses produits dépend en partie de leur niveau de prise en charge par les autorités publiques de santé, les assurances privées de couverture maladie, les organisations de gestion des soins et autres organisations. Il existe donc structurellement une incertitude sur le statut du remboursement des produits de santé. Ceci a notamment pour conséquence la nécessité pour les sociétés du secteur de mener davantage d'études, souvent coûteuses, afin de démontrer les avantages médicaux de leurs produits.

Par ailleurs, le contrôle, la conception et la vente des produits des sociétés du secteur sont sujets à l'obtention et au maintien des autorisations légales et réglementaires ainsi que des certifications nécessaires à la commercialisation. Les produits font l'objet d'une réglementation stricte et en constante évolution. Le respect de ce processus peut se révéler long et coûteux sans qu'aucune garantie ne soit donnée quant à l'obtention des autorisations. Cet environnement réglementaire constitue une forte barrière à l'entrée dans le secteur pour de nouveaux entrants, mais aussi pour les entreprises du secteur qui souhaitent s'étendre dans une nouvelle zone géographique.⁸

Enfin, l'obtention de licences et de brevets est indispensable dans ce secteur d'activités afin de protéger les technologies et les produits. La délivrance d'un brevet peut être soit internationale⁹ ou nationale et est plutôt longue (entre 3 et 6 ans généralement). La durée de protection est de 20 ans à

⁸ En Europe, les sociétés doivent obtenir des certificats permettant le marquage CE de leurs produits. Le marché américain est, quant à lui, régi par la réglementation établie par la FDA. La commercialisation des produits est notamment soumise à la procédure 510(K).

⁹ Une demande de brevet est "internationale" lorsqu'elle est déposée en vertu du Patent Cooperation Treaty qui couvre 142 pays majeurs (hors Argentine et Taiwan notamment).

compter du dépôt de la demande de brevet. Cela constitue également une importante barrière à l'entrée.

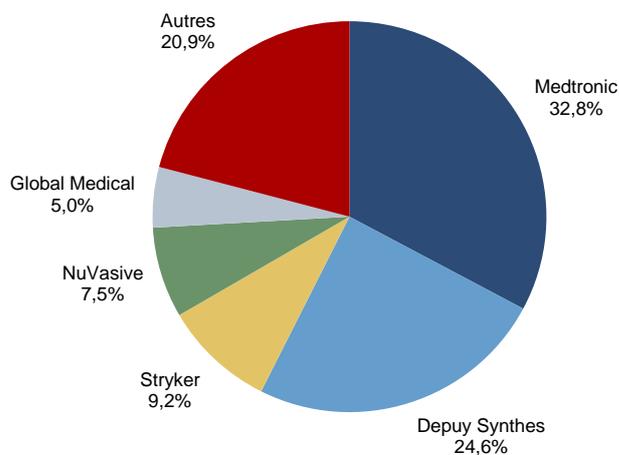
II.C.2. L'environnement concurrentiel

Les acteurs du marché

Le marché des implants orthopédiques pour la chirurgie du dos comporte de nombreux acteurs mais est dominé depuis plus d'une dizaine d'années par Medtronic grâce à sa technologie de cyphoplastie par ballonnet, issue du rachat de Kyphon en 2007. En 2014, Medtronic détenait une part de marché de 32,8%. Cependant, depuis 2009 et l'expiration de certains brevets, des concurrents ont proposé des produits similaires notamment Stryker (part de marché de 9,2%) et Depuy Synthes (24,6%).

Parallèlement aux grands acteurs du secteur de la chirurgie du dos, de nouveaux entrants proposant également des approches chirurgicales innovantes ont émergé. Parmi les acteurs français, on retrouve notamment : LDR Medical (racheté par Zimmer Biomet en 2016), Vexim avec le SpineJack® dans le sous-segment de la fracture vertébrale, Medicrea pour ses implants sur-mesure et SpineGuard avec le PediGuard pour sécuriser le positionnement des vis. Ces nouveaux acteurs cherchent à offrir des procédés plus sûrs et efficaces pour la chirurgie du dos, qui ne sont pas forcément en concurrence frontale avec les produits Vexim.

Figure 11
Parts de marché des acteurs de la traumatologie du dos (2014)



Sources : Transparency Market Research

Le positionnement de Vexim

La Société estime sa part de marché à 10% sur le marché européen de la fracture vertébrale par compression. Elle est leader sur son marché domestique détenant 50% des parts de marché. En revanche, Vexim pâtit de l'absence du SpineJack® sur le marché américain (59% du marché des FVC en 2015 selon *Transparency Market Research*) et sa part de marché s'établit à seulement 2% à l'échelle mondiale. Vexim a déjà lancé les études nécessaires pour obtenir l'autorisation de mise sur le marché aux Etats-Unis 510(k) et espère pouvoir commercialiser le SpineJack® en 2018. En Europe, Vexim espère faire son entrée parmi les trois principaux acteurs de la chirurgie du dos d'ici 2018 et ainsi représenter une part de marché d'environ 15% (+5% comparé à aujourd'hui).

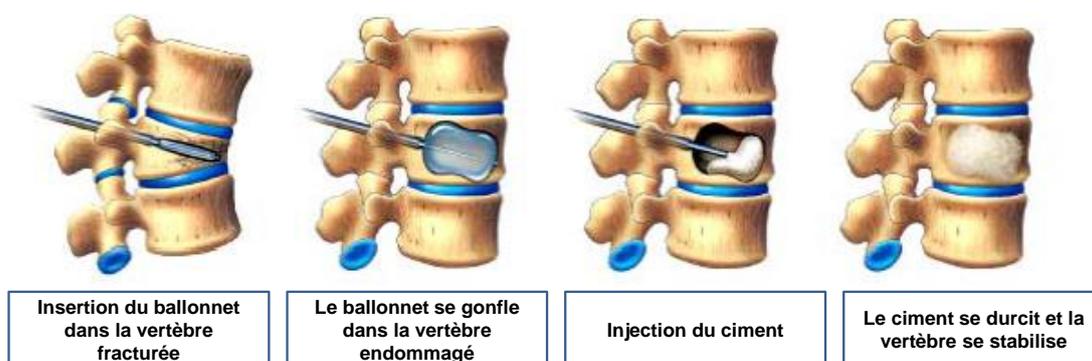
La technologie concurrente

La cyphoplastie par ballonnet est la technique la plus répandue à l'échelle mondiale. Dans cette opération mini-invasive, le ballonnet joue le même rôle que l'implant dans la technologie SpineJack® : il est utilisé pour soulever l'os fracturé afin de tenter de le ramener dans la position anatomique correcte. Le ballonnet est ensuite dégonflé et retiré permettant l'injection d'un ciment osseux dans la cavité créée.

Malgré des prix plus élevés, les opérations par cyphoplastie (quelques milliers d'euros) sont les plus utilisées et ont remplacé petit à petit les simples cimentoplasties (quelques centaines d'euros). Le coût de la technologie SpineJack® s'avère être du même ordre.

Cette technique comporte certaines limites : entre le retrait du ballon et l'injection du ciment, la cavité peut être modifiée par des pressions externes et internes ce qui peut limiter l'effet restauration de la position anatomique. Par ailleurs, le ballonnet peut détruire une partie de la masse osseuse, qui sera certes remplacée par le ciment mais qui n'est pas toujours correctement répartie et intégrée à l'os existant, ce qui peut entraîner d'autres fractures au-dessus ou en-dessous de la vertèbre traitée.

Figure 12
Procédure de la cyphoplastie par ballonnet



Source : Garden State Medical Center

La Société a annoncé qu'elle menait également d'autres études pour comparer les performances du SpineJack® avec les traitements conservateurs (corsets) et avec les techniques de l'arthrodèse (chirurgie lourde).

En 2015, Vexim a conduit une étude¹⁰ pour comparer les performances du SpineJack® à celles de la cyphoplastie par ballonnet sur un échantillon de 30 patients ostéoporotiques (15 traités

¹⁰ Document de référence 2016

par le SpineJack® et 15 par cyphoplastie par ballonnet). Les résultats de cette étude démontrent que par rapport au ballonnet, le SpineJack® permet :

- Une diminution significative de la durée d'intervention ;
- Une diminution plus importante, rapide et durable de la douleur ;
- Une réduction immédiate du score d'incapacité fonctionnelle¹¹ ;
- Une meilleure restauration de la hauteur vertébrale et une restauration plus durable ;
- Une parfaite restauration de l'angle physiologique de la colonne vertébrale.

¹¹ Score établi à partir des réponses des patients à un questionnaire sur les douleurs qu'ils ressentent.

II.C.3. Forces et faiblesses de Vexim

Notre perception du positionnement stratégique de Vexim est synthétisée dans la matrice SWOT de la Figure 13. Ces éléments servent de base à l'analyse du risque retenue ultérieurement dans la valorisation de la société.

Figure 13
Analyse SWOT de Vexim

Forces	Faiblesses
Le marché se caractérise par de fortes barrières à l'entrée, le processus de R&D et la commercialisation de dispositifs médicaux demandent plusieurs années	Les ventes de SpineJack® représentent l'intégralité du chiffre d'affaires de la Société
La Société est détentrice de sa propre technologie (SpineJack®, PedicleJack®) protégée par des brevets	Incertitudes quant au processus de développement commercial sur le marché américain
Le marché des fabricants de dispositifs de chirurgie mini-invasives destinées au traitement des traumas vertébraux est relativement concentré	La Société fait face à des concurrents dont la taille et la puissance commerciale sont plus importantes (Medtronic, Globus medical, NuVasive, ...)
Faible cyclicité de l'activité, assez peu dépendante de la conjoncture économique	Le marché de la chirurgie du dos et des traumas vertébraux est un marché de niche
Le portefeuille de clients de la Société est très diversifié	Les prix dépendent des niveaux de remboursement effectifs dans les différents systèmes de santé
Opportunités	Menaces
Potentiel de croissance important en cas d'autorisation de commercialisation du SpineJack® sur le marché américain	Rejet de l'agrément permettant la commercialisation du SpineJack® de la part de l'US <i>Food Drug & Administration</i>
Croissance intrinsèque du marché : le vieillissement croissant de la population mondiale et par conséquent l'accroissement des pathologies chroniques associées	Modification des remboursements, et fiscalité sur les dispositifs médicaux
Croissance et renforcement du réseau de distribution en Europe	La Société pourrait faire face à un manque de relais de croissance lié à son activité concentrée sur un nombre réduit de produits
Développement et commercialisation d'un nouveau produit, le PedicleJack®, à la technologie plus avancée	L'échéance des brevets (2029 sur le SpineJack® et 2034 sur le PedicleJack®)
	Risque juridique lié aux produits médicaux

Sources : Vexim, Associés en Finance

II.D. Analyse financière de Vexim

II.D.1. Compte de résultat

Tableau 1
Compte de résultat de Vexim sur la période 2012-S1 2017

Nombre d'actions (en millions)	4,3	4,6	6,3	6,3	7,6	7,6	7,6
Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015	2016	S1 2016	S1 2017
Chiffre d'affaires	2,7	6,2	10,3	13,9	18,5	8,6	10,4
<i>Croissance</i>		126,5%	67,7%	34,4%	33,2%		21,0%
Autres produits d'exploitation	(0,5)	0,8	0,1				
Coût des ventes	(0,5)	(2,8)	(3,0)	(4,0)	(5,1)	(2,2)	(2,8)
Marge brute	1,7	4,1	7,4	9,9	13,4	6,3	7,5
<i>Marge brute (%)</i>	63%	67%	72%	71%	72%	74%	73%
Coûts externes	(8,5)	(11,4)	(13,6)	(15,1)	(16,8)	(9,3)	(9,2)
Autres produits et charges opérationnels courantes	0,3	0,6	0,4	0,5	0,4	0,2	0,3
EBITDA	(6,5)	(6,7)	(5,8)	(4,7)	(3,0)	(2,7)	(1,4)
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	(239,2%)	(108,5%)	(55,7%)	(33,9%)	(16,3%)	(31,5%)	(13,6%)
Dotations nettes Amortissements	(0,3)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
EBIT	(6,8)	(6,9)	(6,1)	(4,8)	(3,2)	(2,8)	(1,5)
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	(249,4%)	(112,1%)	(59,1%)	(34,8%)	(17,1%)	(32,2%)	(14,3%)
Résultat financier	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,1)
Résultat avant impôt	(6,8)	(6,9)	(6,1)	(4,8)	(3,2)	(2,8)	(1,5)
Résultat exceptionnel avant impôt	(0,0)	0,1	(0,0)		0,5		
Résultat après impôt	(6,8)	(6,9)	(6,2)	(4,9)	(2,7)	(2,8)	(1,6)
Résultat net comptable part du groupe	(6,8)	(6,9)	(6,2)	(4,9)	(2,7)	(2,8)	(1,6)

Sources : Vexim, Associés en Finance

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Vexim a progressé à un rythme annuel moyen de +61,5% sur la période 2012-2016 (cf. Figure 14). Même si cette croissance s'est atténuée ces dernières années, elle est restée fortement positive. Cette croissance est principalement due au succès de la commercialisation de l'implant SpineJack® depuis 2010 (42 352 implants vendus), mais elle a également été tirée par :

- **La mise en place d'un réseau de distribution optimisé** avec la distribution en propre via des équipes locales dans les pays européens clés ou le recours à des distributeurs dans les autres pays. Cela a permis à Vexim d'augmenter significativement ses ventes à l'international même si la France reste le premier marché de la Société.
- **L'extension de sa gamme de produits avec** le lancement fin 2013 du biomatériau Interface™ et le lancement début 2015 du système d'injection Masterflow™.

La croissance du chiffre d'affaires de Vexim s'est maintenue à un niveau élevé au premier semestre 2017 à +19,6% (10,4 M€) par rapport au premier semestre 2016. Les ventes de Vexim ont augmenté aussi bien en Europe qu'à l'international.

Marge brute

Vexim externalise la fabrication de ses produits, ainsi la marge brute représente l'excédent de cash qu'il reste à la Société pour financer sa recherche, son personnel et ses frais de fonctionnement. Malgré de faibles volumes de ventes les premières années, Vexim a toujours dégagé un ratio Marge Brute/Chiffre d'affaires supérieur à 60%. Ce ratio a été porté au-delà de 70% depuis l'exercice 2014.

Au premier semestre 2017, la marge brute s'élève à 7,5 M€ en augmentation de +19% par rapport au premier semestre 2016. En pourcentage du chiffre d'affaires, la marge brute s'établit à 72,6% (-1,2% par rapport au premier semestre 2016 et +0,4% par rapport à l'exercice 2016).

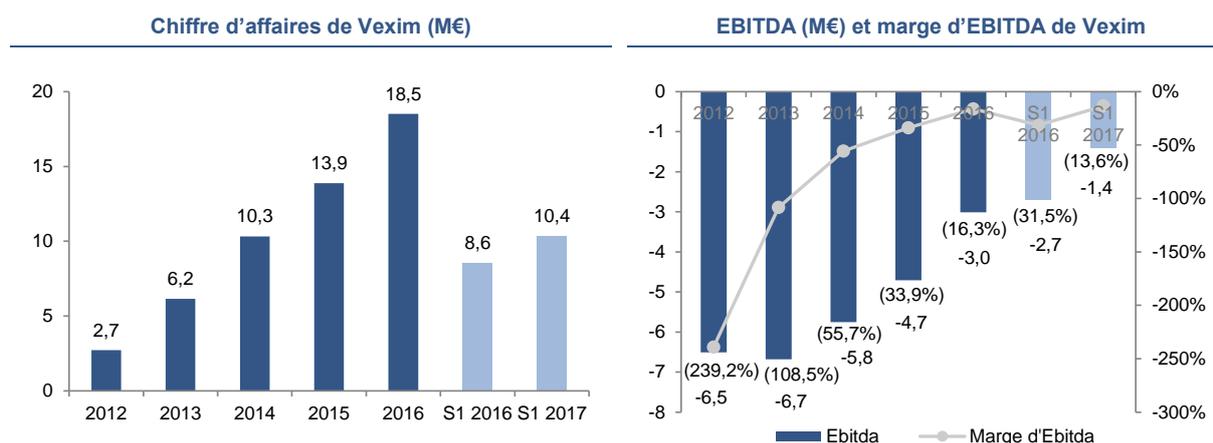
EBITDA et EBIT

L'Ebitda de Vexim est négatif depuis 2012 mais se rapproche de l'équilibre. Ce résultat s'explique par des coûts opérationnels relativement élevés par rapport au chiffre d'affaires actuel réalisé par la Société. Le niveau de ces coûts, qui incluent les frais liés aux études cliniques, les prestations de conseil dans le domaine scientifique et la propriété intellectuelle, est inhérent au secteur d'activité de Vexim.

Le choix de Vexim de distribuer ses produits en direct dans certains pays européens a également pesé sur les coûts de personnel. Toutefois, la Société a confirmé à l'occasion de la publication de ses résultats semestriels son objectif d'atteindre son point mort en 2017.

Le poids des dotations aux amortissements exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, n'a cessé de se réduire depuis 2012 et a représenté en moyenne 3,9% du chiffre d'affaires sur la période. Au même titre que l'Ebitda, l'Ebit est négatif depuis 2012, mais se rapproche de l'équilibre.

Figure 14
Evolution du chiffre d'affaires et de l'EBITDA de Vexim sur la période 2012- S1 2017



Sources : Vexim, Associés en Finance

II.D.2. Analyse du bilan et flux de trésorerie

Tableau 2
Bilan de Vexim sur la période 2012- S1 2017

Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015	2016	S1 2016	S1 2017
Immobilisations incorporelles	0,3	0,3	0,9	1,1	2,2	1,7	3,2
Immobilisations corporelles	0,3	0,6	0,7	1,0	1,4	1,3	1,6
Stocks	1,6	2,4	2,3	3,7	3,7	3,6	4,7
Créances d'exploitation	2,0	2,8	3,9	5,4	6,9	6,5	7,6
Actif d'exploitation	4,1	6,1	7,9	11,2	14,2	13,2	17,2
Immobilisations financières	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
Trésorerie	7,3	1,7	10,1	4,2	9,8	9,4	5,7
Actif total	11,6	7,9	18,2	15,6	24,1	22,8	23,1
% act immo / actif exploitation	13,6%	14,7%	20,8%	19,0%	25,4%	22,9%	28,4%
Fonds propres PdG	8,5	4,3	14,0	9,7	17,7	17,7	16,8
Provisions	0,1	0,0	0,1	0,2	(0,3)	0,4	(0,3)
<i>Dettes financières nettes</i>	<i>(6,1)</i>	<i>(0,7)</i>	<i>(9,1)</i>	<i>(3,3)</i>	<i>(8,9)</i>	<i>(9,2)</i>	<i>(5,2)</i>
Dettes financières brutes	1,2	0,9	1,0	0,9	0,9	0,2	0,6
Dettes d'exploitation	1,8	2,6	3,1	4,7	5,9	4,4	6,0
Passif total	11,6	7,9	18,2	15,6	24,1	22,8	23,1

Sources : Vexim, Associés en Finance

Structure Financière et Structure de bilan

L'actif immobilisé de la Société est essentiellement composé d'immobilisations incorporelles qui correspondent quasi exclusivement aux brevets déposés par Vexim. Les immobilisations incorporelles représentent 58,2% de l'actif immobilisé fin 2016 et leur hausse sur la période 2012-2016 explique principalement la hausse de l'actif immobilisé.

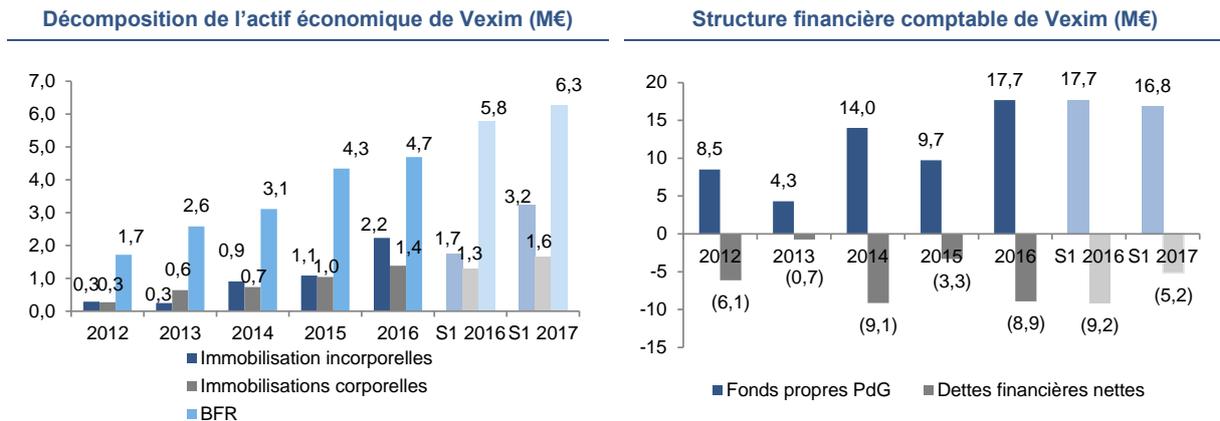
Du fait de son type d'activité, la Société a très peu recours à l'endettement et s'est financée par apports de fonds propres. La dernière augmentation de capital par placement privé, réalisée au début de l'année 2016, pour un montant de 10,4 M€, explique la hausse des fonds propres de la Société entre 2015 et 2016.

Au 30 juin 2017, la trésorerie s'est réduite sur le premier semestre (5,7 M€ contre 9,8 M€ au 31 décembre 2016) en raison de la hausse du besoin en fonds de roulement pour soutenir la croissance de l'activité et la poursuite des efforts d'investissements engagés dans le cadre de l'essai clinique pour l'obtention de l'accord FDA et les recherches liées à un nouveau produit.

Besoin en fonds de roulement

Le niveau de besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») a fortement augmenté sur la période pour accompagner la croissance de la Société. Compte tenu du choix fait par Vexim de distribuer ses produits directement dans certains pays, la Société doit également supporter des stocks et créances plus élevés. Toutefois, le BFR exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires a diminué sur la période (63,3% en 2012 contre 25,4% en 2016).

Figure 15
Composition du Bilan de Vexim



Sources : Vexim, Associés en Finance

Flux de trésorerie

Les flux générés par l'activité restent négatifs depuis 2012 mais se sont nettement redressés. Cela est principalement lié à la réduction des pertes de Vexim (perte de 6,8 M€ en 2012 contre une perte de 2,7 M€ en 2016). Par ailleurs, les flux liés aux opérations d'investissement proviennent principalement des investissements en immobilisations incorporelles (brevets). La hausse de ces flux entre 2015 et 2016 s'explique par des frais de développement élevés liés à l'étude clinique menée aux Etats-Unis pour l'obtention de l'accord FDA et au projet de recherche et développement d'un nouveau produit. Ces éléments pèsent toujours en 2017.

Enfin, l'augmentation de capital (10,4 M€) réalisée en janvier 2016 à laquelle BPI France et Truffle Capital ont notamment souscrit pour un montant de 3,5 M€, a impacté favorablement la variation de trésorerie de la Société.

Tableau 3
Tableau de flux de trésorerie de Vexim sur la période 2012-2016

Flux de trésorerie (M€)	2012	2013	2014	2015	2016	S1 2016	S1 2017
Capacité d'autofinancement	(6,6)	(6,7)	(5,9)	(4,1)	(1,8)	(2,1)	(0,9)
Variation du BFR	0,7	(0,8)	(0,5)	(1,2)	(0,5)	(1,5)	(1,7)
Flux générés par l'activité	(5,9)	(7,6)	(6,4)	(5,3)	(2,3)	(3,6)	(2,6)
Investissements en immobilisations	(0,5)	(0,5)	(1,0)	(0,7)	(1,9)	(1,0)	(1,4)
Cession d'immobilisations				0,0			
Flux liés aux opérations d'investissement	(0,5)	(0,5)	(1,0)	(0,7)	(1,9)	(1,0)	(1,4)
Solde disponible	(6,4)	(8,1)	(7,4)	(6,0)	(4,3)	(4,6)	(4,0)
En % du CA	(236,0%)	(131,5%)	(71,7%)	(43,2%)	(23,0%)	(53,7%)	(38,6%)
Encaissement net d'emprunts	(0,2)	(0,3)			(0,2)	(0,2)	(0,3)
Flux liés aux opérations de financement	(0,2)	(0,3)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,3)
Variation des fonds propres	13,6	2,7	15,8	0,1	10,0	10,0	0,3
Variation de trésorerie	7,0	(5,6)	8,4	(5,9)	5,5	5,2	(4,1)

Sources : Vexim, Associés en Finance

III. Examen des conditions de l'Offre et évaluation de Vexim

III.A. Examen des conditions de l'Offre

Associés en Finance a pris connaissance des différents accords conclus dans le cadre de la présente Opération, afin d'en examiner les éventuelles conséquences sur l'examen de l'équité de l'Offre.

L'Opération s'entend dans le contexte où Stryker va se porter acquéreur le 24 octobre 2017 par voie de cession de blocs hors marché d'un total de 50,65% du capital non dilué de Vexim, conduisant au dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée sur le solde des titres émis ou potentiels de Vexim, aux mêmes conditions financières. Cette Offre sera suivie d'un éventuel retrait obligatoire si les conditions de détention minimum de détention de capital et de droits de vote sont réunies.

Contrats d'Acquisition de titres et Tender Offer Agreement

Deux contrats d'acquisition de titres ont été conclus entre l'Initiateur, les principaux actionnaires et le management de la Société.

Le contrat d'acquisition de titres, conclu entre Truffle Capital, BPI France Participations, BV4 FPCI (Kreaxi) et Stryker, régit les conditions dans lesquelles les cédants et l'acquéreur vont pouvoir réaliser la cession du Bloc. Les cédants détiennent 3 656 491 actions et 170 745 BSAAR de la Société.

Un second contrat d'acquisition a été conclu, dans lequel Stryker s'engage à acquérir 440 660 BSPCE auprès de M. Vincent Gardès, Directeur Général de Vexim; et M. José Da Gloria, Directeur Financier de Vexim. Ceci permettra la souscription de 458 660 actions Vexim après exercice des bons.

A titre informatif, MM. Gardès et Da Gloria détiennent respectivement 2 605 et 182 actions Vexim qui ne font pas l'objet du contrat d'acquisition de titres, dans la mesure où elles sont détenues dans des PEA.

Enfin, l'acquéreur déclare s'engager, à travers un *Tender Offer Agreement* (ci-après « **TOA** »), à déposer une offre publique d'achat simplifiée obligatoire à la suite de la réalisation de l'acquisition du Bloc. Le TOA mentionne l'existence d'un « *retention plan* » mis en place pour certains managers afin de s'assurer que ceux-ci restent en place au sein de la Société. Ces derniers recevront un bonus salarial, s'ils demeurent présents dans la Société à la fin d'une période de douze mois suivant la fin de l'Offre. S'agissant de managers-clés, les conditions prévues au TOA n'appellent pas de commentaires particuliers.

Associés en Finance a examiné les différents termes du Contrat d'Acquisition de titres et du TOA et n'a pas identifié dans les accords conclus dans le cadre de la présente Opération d'éléments susceptibles de nuire aux intérêts des actionnaires de Vexim.

BSA et BSPCE

Le Conseil d'Administration de la Société du 24 octobre 2017 a décidé d'anticiper la période d'exercice de tous les BSPCE et BSA qui n'étaient pas déjà exerçables¹², conformément aux dispositions des plans correspondants, dans le but de permettre aux porteurs des bons de les exercer et d'apporter leurs actions sous-jacentes à l'Offre.

¹² Y compris les BSPCE émis par décision du Conseil d'Administration du 13 septembre 2017 conformément à l'autorisation de l'Assemblée Générale Mixte du 24 mai 2017.

III.B. Examen du cours de bourse

Depuis son introduction en bourse au début du mois de mai 2012, le cours de l'action Vexim a évolué dans une fourchette comprise entre 6,6 €, le 25 juin 2012, et 16,8 € le 16 juin 2017. Sur la base du cours de clôture au jour de l'introduction en bourse, la performance du titre Vexim s'établit à +57,8% tandis que sur la base du prix d'introduction (9,5 €), la performance s'établit à +62,7% (cf. Figure 16).

Au cours des premiers mois suivant son introduction en bourse, le cours du titre Vexim a fortement progressé, mais par à-coups. Entre le 3 mai 2012 et le 28 janvier 2013, la performance de l'action s'établit à +34,7%. Cette hausse s'explique principalement par les différentes publications de résultats de la Société. Lors de l'annonce des ventes du premier semestre 2012, le cours du titre a progressé de +14,8% sur la séance, et de +25,5% dans les jours qui ont suivi l'annonce des résultats complets faisant état d'une progression des ventes de +93% et d'un doublement de la marge brute. Enfin, au début du mois de janvier 2013, période de publication des ventes annuelles, le cours de l'action Vexim a progressé de +25,6% au cours des séances entourant l'annonce. Depuis lors, et jusqu'à la mi-février 2016, la performance du titre s'inscrit en forte baisse (-42,5%), dont la majeure partie a eu lieu au début de l'année 2016 (-24,8% entre le 31 décembre 2015 et le 17 février 2016), période durant laquelle la Société a publié son chiffre d'affaires pour l'exercice 2015, et réalisé une augmentation de capital par placement privé, au prix de 8,20 € par action (correspondant à une décote d'environ 9% par rapport au cours).

Depuis mi-février 2016, l'action Vexim est en forte hausse (+103,7% au 23 octobre 2017), en grande partie liée à la publication des résultats de l'exercice 2016 au mois de mars 2017, où la Société a fait état d'une croissance des ventes de SpineJack® de +33,0%, de la marge brute de +35,0% et d'un résultat net positif sur le second semestre 2016. Par ailleurs, au mois de juin 2017, la publication d'un article d'Investir sur la Société a provoqué une très forte hausse du cours de l'action (+8,7% le jour de la publication) qui a atteint son plus haut historique le 16 juin 2017.

Figure 16
Performance boursière de l'action Vexim depuis son introduction en bourse



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Au 23 octobre 2017¹³, en moyenne sur un an, 7 896 titres ont été échangés par jour de négociation (cf. Tableau 4), dont 233 450 durant la semaine de publication des résultats de l'exercice

¹³ Avant l'annonce de l'Offre de Stryker

2016. Les volumes cumulés échangés sur cette période s'établissent à 2,04 millions de titres soit 26,7% du capital de la société ou 51,5% du flottant.

Depuis l'introduction en bourse de la Société, la séance de bourse durant laquelle les volumes échangés ont été les plus importants, est celle du 21 mai 2015, jour où Truffle Capital, actionnaire historique de la Société a cédé pour 4,8 M€ d'actions Vexim, au prix de 11,06 € par action (cf. Figure 17).

Tableau 4
Volumes échangés sur l'action Vexim au 23 octobre 2017

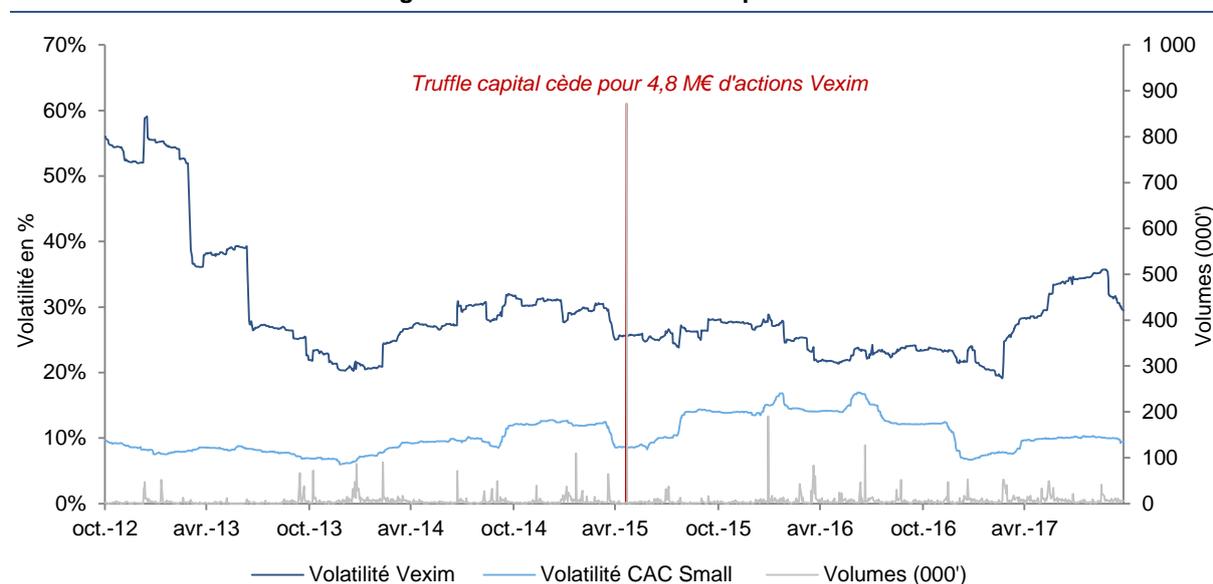
Date	Cours de clôture	Nbre moyen d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
23-oct.-17	15,46	5 950,0	0,08%	0,15%	5 950	0,08%	0,15%
Moy. 1M	15,26	6 347,1	0,08%	0,16%	133 290	1,74%	3,37%
Moy. 3M	14,86	6 419,2	0,08%	0,16%	423 670	5,53%	10,71%
Moy. 6M	14,68	8 210,1	0,11%	0,21%	1 075 520	14,03%	27,20%
Moy. 9M	13,23	8 377,4	0,11%	0,21%	1 616 830	21,09%	40,89%
Moy. 12M	12,30	7 895,8	0,10%	0,20%	2 037 120	26,58%	51,52%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Volatilité du cours de l'action Vexim

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. La volatilité, dont l'évolution depuis l'introduction en bourse est présentée sur la Figure 17 est calculée sur la base des rentabilités hebdomadaires de l'action Vexim.

Figure 17
Volatilité sur 6 mois glissants de l'action Vexim depuis l'introduction en bourse



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

La volatilité de l'action Vexim est nettement supérieure à celle de l'Indice CAC Small en partie en raison de sa faible liquidité. En moyenne, la volatilité du titre Vexim en bourse s'établit à 29,4% depuis octobre 2012 contre 10,4% pour l'Indice CAC Small.

Primes extériorisées par l'Offre

Tableau 5
Moyenne des cours pondérés par les volumes au 23 octobre 2017 et primes extériorisées par l'Offre

Données boursières	Cours	Prime	
Cours de clôture au 23 octobre 2017	15,46	29,4%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	15,24	31,3%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	14,89	34,3%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	14,89	34,3%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois	13,49	48,3%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois	12,67	57,8%	
Plus haut sur 12 mois	15-juin-17	17,14	16,7%
Plus bas sur 12 mois	9-déc.-16	9,01	122,0%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Le prix d'Offre de 20,0 € extériorise une prime de +29,4% par rapport au cours de clôture au 23 octobre 2017 (identique à celle par rapport au cours moyen pondéré des volumes à cette même date). Les primes calculées par rapport aux cours moyens pondérés sur plus longues périodes sont élevées : le prix d'Offre correspond à une prime de +31,3% par rapport aux cours moyens pondérés sur un mois et de +57,8% par rapport aux cours moyens pondérés sur un an.

III.C. Les méthodes de valorisation écartées

Associés en Finance n'a pas retenu les méthodes d'évaluation suivantes, peu pertinentes au cas d'espèce :

■ Méthode de l'Actif net comptable :

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la société. A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par Vexim s'établit à 2,2 € par action au 30 juin 2017¹⁴.

■ Méthode de l'Actif net réévalué :

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application des méthodes de valorisation par les flux futurs actualisés.

■ Valorisation par les dividendes :

Vexim ne distribuant pas de dividendes, l'approche par l'actualisation des dividendes n'a pas été retenue. Il lui a été substitué une méthode *DCF to equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible.

¹⁴ Sur la base des comptes consolidés publiés au 30 juin 2017 par la Société et d'un nombre de titres en circulation et non dilué à cette même date.

III.D. Les méthodes de valorisation retenues

Plusieurs méthodes de valorisation décrites ci-après utilisent des paramètres communs que sont le nombre d'actions, ou les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres.

Détermination du nombre d'actions

Au 23 octobre 2017, le nombre d'actions composant le capital de Vexim était de 7 665 514 actions. A cette même date, la Société détenait 10 515 actions au titre de l'autocontrôle.

Il existait également 460 829 Bons de Souscription et/ou d'Attribution d'Actions Remboursables (BSAAR) détenus par Truffle Capital (78 580), BPI France (92 165) et divers investisseurs pour le solde. Les BSAAR étant cotés, ils font l'objet d'une évaluation indépendante dans le cadre de l'Offre et d'une description particulière (cf. IV). Aussi, Il existait 1 150 470 Bons de Souscription d'Actions (BSA) / Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprise (BSPCE), donnant droits à 1 185 714 actions pris en compte dans les paramètres de valorisation. La Société a procédé à l'attribution de ces bons dans le cadre de plusieurs plans depuis 2008 et dont le prix d'exercice moyen au 20 octobre 2017 s'élevait à 10,25 €. Le nombre de titres potentiels de Vexim s'élève ainsi à 1 492 933 (en tenant compte de la parité d'exercice des BSAAR de 3 BSAAR pour 2 actions Vexim).

Par conséquent, le nombre d'actions retenu par Associés en Finance dans le cadre de ses travaux d'évaluation se compose de 9 147 932 titres (9 158 447 actions sur une base complètement diluée desquelles sont retraités les titres auto détenus).

Traitement des déficits fiscaux reportables

Au 31 décembre 2016, Vexim disposait de déficits fiscaux reportables de l'entité française non activés pour un montant de 40 M€ et imputables sans limitation de durée sur les profits futurs. Ce montant était de 1,5 M€ pour l'entité allemande. Ces reports déficitaires ont été incorporés directement dans la modélisation par Associés en Finance.

Dans sa modélisation par actualisation des flux de trésorerie, Associés en Finance a pris en compte la consommation de ces déficits fiscaux dès lors que la base imposable permet de les utiliser, dans les limites de la réglementation fiscale et hors Crédit impôt Recherche¹⁵. Associés en Finance a également calculé la valeur de la Société hors prise en compte de ces déficits reportables. Par différence entre les deux résultats obtenus (avec et sans prise en compte de l'existence des déficits reportables), il ressort des travaux d'Associés en Finance une valeur des déficits fiscaux reportables de 8,0 M€. Ce montant est pris en compte ci-dessous dans les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres.

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Certaines des méthodes de valorisation décrites (méthode de valorisation intrinsèque *DCF to Equity*, ou méthode des multiples) déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont sont ensuite déduits la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements effectués pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes. Dans cet esprit, et sur la base des comptes à fin juin 2017 et des instruments dilutifs au 20 octobre 2017,

¹⁵ Les montants de Crédit Impôt Recherche (CIR) utilisés dans la modélisation des déficits fiscaux sur la durée du plan d'affaires sont calculés selon l'hypothèse qu'ils représentent 15% du montant des « opérations expenses » de la Société, comme c'est le cas sur le dernier exercice publié.

Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Vexim (Tableau 6)¹⁶.

Tableau 6
Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (M€)¹⁷

Dettes financières brutes	(0,5)
Trésorerie et équivalents	5,2
Dettes nettes	4,6
Engagement envers le personnel	(0,1)
<i>Fiscalisation au taux de 30%</i>	
Autres provisions non courantes	(0,2)
<i>Fiscalisation au taux de 30%</i>	30,0%
Charge OSEO	(1,1)
<i>Fiscalisée au taux de 30% et actualisée au coût du capital</i>	
Numéraire résultant de l'exercice des BSAAR	4,3
Numéraire résultant de l'exercice des BSA/BCE	12,2
Déficits reportables	8,0
Somme des éléments de passage à la valeur des fonds propres (M€)	27,9

Sources : Vexim, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte s'élèvent à + 27,9 M€.

III.D.1. Méthode des comparables boursiers (à titre illustratif)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée. La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans). La Société n'étant pas encore rentable en 2016 et se situant dans une phase de développement importante, l'application de multiples à des agrégats ne reflétant pas encore une rentabilité normative de Vexim apparaît peu pertinent, et à ce titre la méthode est présentée à titre illustratif.

Un échantillon de 12 sociétés cotées opérant sur des domaines d'activités comparables à Vexim a été identifié. Les critères de comparabilité retenus ont dans un premier temps été les suivants :

- activité comparable de fabricants de dispositifs médicaux à destination de la chirurgie du dos ;
- présente dans des marchés développés en Europe ;
- société dont le chiffre d'affaires est inférieur à 100 M€.

La mise en œuvre de ces critères de comparabilité a permis d'identifier 5 sociétés cotées françaises : Médicrea, Implanet, Spineguard, Spineway et Safe Orthopaedics.

¹⁶ Vexim a bénéficié de financements OSEO dont une partie est d'ores et déjà comptabilisée en dettes, une autre partie faisant l'objet d'engagement de remboursement. Cet engagement prévoit un remboursement complémentaire lorsque le chiffre d'affaires atteindra en cumulé 100 M€, et consistera en un versement de 2,25% des revenus hors taxes annuels générés par les produits issus du projet, et ce dans la limite de 2 100K€. Cet engagement a été pris en compte dans les éléments de passage entre valeur d'entreprise et dettes pour sa valeur maximale actualisée sur la durée prévisionnelle du remboursement.

¹⁷ La valeur actuelle des déficits fiscaux reportable a été utilisées dans les éléments de passage uniquement dans le cadre de l'application de la méthode des multiples (boursiers et transactionnels) compte tenu du fait que la modélisation par actualisation des flux en tient déjà compte directement dans les flux.

Cependant, ces sociétés sont pour la plupart en phase de croissance et de développement et par conséquent ne sont pas encore profitables. Dès lors, le spectre de recherche a été élargi aux sociétés matures et souvent leaders sur le secteur des dispositifs médicaux et chirurgicaux. Celles-ci sont principalement américaines et principalement américaines : Medtronic, Zimmer Biomet, Stryker, NuVasive, Integra Lifesciences, Globus Medical, K2M, et Orthofix.

Néanmoins, des différences subsistent au sein de ces dernières, notamment en termes de taille et de diversification des activités. En définitive, seules ont été ajoutées au premier échantillon les sociétés dont le chiffre d'affaires est inférieur au milliard d'euros afin de réduire « l'effet taille » et plus spécialisées sur le marché des dispositifs médicaux à destination des traumatismes vertébraux. Les sociétés NuVasive, Integra Lifescience, Globus Medical, K2M et Orthofix ont par conséquent été ajoutées à l'échantillon de comparables. En revanche, Medtronic, Zimmer Biomet et Stryker, leaders mondiaux, ne peuvent être retenus comme comparables en raison de leurs tailles (capitalisation boursière moyenne de 53 547 Md€), de leur niveau de maturité et par conséquent de marge (marge d'EBITDA supérieure à 30%), de leur présence internationale et de la diversité de leurs activités.

Tableau 7
Caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables (M€)

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	TCAM 2017-2019			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2016R	2016R	2016R	CA	EBITDA	EBIT	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Integra LifeSciences	Etats-Unis	839,8	196,3	134,8	10,1%	16,0%	16,7%	23,5%	24,9%	26,1%	19,1%	20,7%	21,4%
NuVasive	Etats-Unis	814,4	176,4	95,7	6,2%	10,4%	15,9%	26,4%	27,7%	28,5%	16,6%	18,1%	19,7%
Globus Medical	Etats-Unis	477,4	170,9	138,1	9,0%	10,4%	13,3%	35,2%	36,0%	36,0%	27,0%	28,3%	29,1%
K2M	Etats-Unis	200,3	(4,7)	(29,4)	12,6%	ns	ns	2,1%	6,6%	9,8%	(11,3%)	(5,2%)	(1,1%)
Orthofix	Pays-Bas	346,9	41,3	27,8	4,1%	8,0%	23,3%	18,9%	19,7%	20,3%	8,8%	11,1%	12,3%
Medicrea	France	29,4	(1,8)	(4,7)	15,0%	nd	ns	(11,1%)	(5,0%)	3,3%	(21,1%)	(15,0%)	(6,7%)
SpineGuard	France	7,5	(3,5)	(3,6)	27,1%	nd	nd	(18,5%)	(10,2%)	9,2%	(21,8%)	(12,4%)	7,5%
Implanet	France	7,8	(6,1)	(6,9)	40,3%	nd	ns	nd	nd	nd	(57,4%)	(31,8%)	(11,1%)
Spineway	France	5,1	(1,6)	(2,4)	21,1%	35,4%	70,6%	14,2%	17,8%	17,7%	6,5%	11,1%	12,9%
Safe Orthopaedics	France	2,4	(6,0)	(6,3)	44,3%	ns	ns	ns	(73,6%)	(32,0%)	ns	(77,4%)	(34,7%)
Moyenne					8,4%	11,2%	17,3%	21,2%	23,0%	24,2%	12,0%	14,6%	16,3%
Médiane					9,0%	10,4%	16,3%	23,5%	24,9%	26,1%	16,6%	18,1%	19,7%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Tableau 8
Caractéristiques boursières des sociétés comparables (M€)

Société	Capitalisation	Valeur	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		
	boursière	d'entreprise	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Integra LifeSciences	3 344,0	3 958,3	4,7x	4,0x	3,6x	19,8x	16,0x	13,9x	24,5x	19,3x	17,0x
NuVasive	2 629,9	3 079,1	3,2x	2,9x	2,6x	12,2x	10,6x	9,0x	19,4x	16,2x	13,0x
Globus Medical	2 451,0	2 186,8	4,0x	3,5x	3,0x	11,4x	9,6x	8,3x	14,8x	12,3x	10,3x
K2M	785,1	816,4	3,5x	3,0x	2,6x	ns	ns	27,0x	ns	ns	ns
Orthofix	734,9	697,3	1,8x	1,7x	1,5x	9,8x	8,4x	7,2x	21,1x	14,9x	11,9x
Medicrea	55,1	63,6	2,2x	2,2x	2,1x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
SpineGuard	22,9	26,9	2,9x	2,4x	1,8x	ns	ns	19,0x	ns	ns	23,5x
Implanet	15,7	15,8	1,5x	1,1x	0,8x	nd	nd	nd	ns	ns	ns
Spineway	14,6	17,3	2,2x	1,7x	1,4x	15,3x	9,5x	7,9x	33,4x	15,3x	10,8x
Safe Orthopaedics	9,4	13,6	3,1x	2,0x	1,7x	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Moyenne			2,9x	2,5x	2,1x	13,7x	10,8x	13,2x	22,6x	15,6x	14,4x
Médiane			3,0x	2,3x	1,9x	12,2x	9,6x	9,0x	21,1x	15,3x	12,5x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : données financières calendarisées au 31-déc ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Seuls les multiples de Chiffre d'Affaires, d'EBITDA et d'EBIT 2019 ont été retenus, compte tenu du stade de développement que connaît la Société (rappelons que le chiffre d'affaires de Vexim est

en croissance de +65,5% par an en moyenne depuis 2013) et de la marge opérationnelle de Vexim encore négative en 2016. Les multiples de PER (*Price Earning Ratio*) sont pour leur part biaisés par les différences de structure financière des sociétés.

Afin de compléter la mise en application de cette méthode, et dans le but de neutraliser « l'effet taille » observable sur les multiples de chiffre d'affaires, nous avons parallèlement procédé à une analyse de corrélation entre les multiples de chiffres d'affaires 2019 et les chiffres d'affaires 2019 estimés des sociétés de l'échantillon. Il ressort des travaux d'analyse, un multiple implicite de chiffre d'affaires de 1,7x¹⁸.

En appliquant les multiples de chiffre d'Affaires, d'EBITDA et d'EBIT moyens 2019 de l'échantillon, soit 2,1x (et 1,7x pour le multiple ressortant de la régression), 13,2x et 14,4x, aux agrégats 2019 estimés par le management de la Société et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres décrits plus haut, les résultats de l'évaluation par la méthode des comparables boursiers aboutissent à une valeur implicite comprise entre 12,1 € et 15,7 € par action. Le prix d'Offre fait ressortir une prime de +51,7% par rapport à la valeur centrale de 13,2 €.

III.D.2. Méthode des transactions comparables (à titre illustratif)

Dans le cas présent, un échantillon de 10 transactions a été identifié (cf. Tableau 9), portant sur une part du capital significative de la cible, annoncées lors des cinq dernières années, d'une taille inférieure ou égale à 1 Md€ et concernant des sociétés opérant sur les principaux marchés européens et américains. Le détail de ces transactions est présenté en Annexe 2.

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Toutefois, la Société n'étant pas encore profitable, cela rend inapplicable l'utilisation de multiples d'EBITDA et d'EBIT sur les agrégats publiés par Vexim au titre de l'exercice 2016. Par ailleurs, la Société étant dans une phase de développement importante, notamment en attente d'un agrément de commercialisation du SpineJack® sur le marché américain, l'application d'un multiple de chiffre d'affaires sur le chiffre d'affaires réalisé sur les douze derniers mois par Vexim apparaît peu pertinente. Il convient de plus de noter que les infos disponibles sur ces transactions sont très parcellaires, seul le multiple de chiffre d'affaires étant en général disponible. Pour ces différentes raisons, cette méthode de valorisation est présentée à titre illustratif.

¹⁸ La qualité de cette régression est bonne (coefficient de détermination supérieur à 60%)

Tableau 9
Multiples de transactions de l'échantillon retenu

Date d'annonce	Cible		Acquéreur	Données fin. (M€)		Multiples (LTM)
	Nom	Pays	Nom	% acquis	VE	CA
juil.-16	DFINE	Etats-Unis	Merit Medical	100,0%	88	2,9x
juin.-16	LDR	France	Zimmer Biomet	100,0%	940	6,3x
mars.-16	Aap Biomaterials	Allemagne	Keensight Capital	100,0%	36	2,3x
janv.-16	Ellipse Technologies	Etats-Unis	NuVasive	100,0%	361	10,2x
oct.-14	Tornier	Pays-Bas	Wright Medical	100,0%	1 116	3,7x
juin.-14	Small Bone Innovations	Etats-Unis	Stryker	100,0%	284	7,5x
févr.-14	ArthroCare	Etats-Unis	Smith & Nephew	100,0%	870	3,1x
oct.-13	Confluent Surgical Product	Etats-Unis	Integra LifeSciences	100,0%	196	4,1x
oct.-13	Biotech International	France	Wright Medical	100,0%	60	5,4x
juin.-13	Pioneer Surgical Tech	Etats-Unis	RTI Biologics	100,0%	99	1,5x
Moyenne						4,7x
Médiane						3,9x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : VE : Valeur d'entreprise implicite de la cible (y.c. endettement financier net, intérêts minoritaires et hors actifs hors exploitation). LTM : Last Twelve Months

En appliquant les multiples moyens de chiffre d'Affaires de 4,7x au 16 octobre 2017 au chiffre d'affaires des douze derniers mois de Vexim, le prix par action de Vexim issu de la méthode des transactions comparables ressort à titre indicatif à 13,8 €.

III.D.3. Objectifs de cours sur Vexim (à titre indicatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. Par ailleurs, Vexim fait l'objet d'un suivi relativement limité par les analystes financiers, qui sont seulement quatre¹⁹ à publier régulièrement des notes de recherche sur le titre.

A titre indicatif, le prix d'offre de 20,0 € extériorise une prime de +12,4% par rapport à la moyenne des objectifs de cours de ces analystes (17,8 €), qui, s'établissaient à la date de rédaction de ce rapport entre 17,0 € (Société Générale et CM-CIC aux 15 et 19 septembre 2017 respectivement) et 19,0 € (Invest Securities au 14 juin 2017). L'objectif de cours de l'analyste de Gilbert Dupont datant du 13 septembre 2017, s'élevait quant à lui à 18,2 €.

III.D.4. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et du plan d'affaires de la Société, ainsi que des éléments de contexte économique et concurrentiel, Vexim a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 3). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes

¹⁹ CM-CIC, Gilbert Dupont, Société Générale, et Invest Securities

opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs. Ces deux modèles de valorisation, *DCF to equity* et *DCF to firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Dans le cas de Vexim, l'utilisation d'un modèle *DCF to Equity* a été préférée, dans la mesure où il permet de prendre davantage en compte l'impact de la liquidité du titre en bourse, et le risque pour les actionnaires que représente la situation d'une société en phase de développement et adressant de nouveaux marchés. Cette méthode permet plus spécifiquement de rendre compte du fait que le développement de la Société pèsera sur la capacité de distribution de la Société pendant plusieurs années.

Budget 2017 et plan d'affaires communiqués par Vexim

Vexim a communiqué à Associés en Finance son plan d'affaires mis à jour en date du 20 mars 2017, couvrant la période de 2017 à 2021.

Le plan d'affaires de la Société prévoit une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires sur la période 2017-2021 légèrement inférieure à celle des cinq derniers exercices mais toujours élevée. La hausse des ventes sera soutenue par la poursuite de l'expansion des activités de la Société en France, dans le reste de l'Europe, à l'international, mais surtout par son développement aux Etats-Unis en cas d'autorisation de commercialisation du SpineJack® de la part de la *Food Drug & Administration* sur le sol américain à partir du second semestre 2018. Les Etats-Unis constituant le principal marché mondial pour la traumatologie du dos, cet agrément s'avère être par conséquent le principal moteur de la croissance de Vexim sur les prochains exercices. Ce marché devrait constituer environ 40% du chiffre d'affaires à horizon 2021. Au-delà de l'apport en volumes, la présence de la Société sur le marché américain générera un effet prix conséquent grâce à un prix de commercialisation plus élevé que sur les marchés européens. Par ailleurs, la Société prévoit de se développer sur d'autres marchés en dehors de l'Europe et des Etats-Unis, tels que la Turquie, la Corée du Sud et la Russie à partir de 2018 à travers des distributeurs et non en direct. Rappelons que Vexim a fait son entrée cette année sur les marchés brésilien et australien, nouveaux vecteurs de croissance. La Société dispose donc d'axes de croissance géographiques solides mais également opérationnels à travers le développement de nouveaux produits tels que le PedicleJack® dont la commercialisation débutera en 2018, et des versions plus avancées du SpineJack® (SpineJack® XL et PowerJack®).

Les anticipations de marge dans le plan d'affaires sont également très dépendantes de la présence de la Société aux Etats-Unis, où la marge brute devrait être plus importante qu'en Europe. Cependant, le développement commercial sur un tel marché engendre des charges importantes à court-terme. Par conséquent, la marge du groupe devrait être tirée par la croissance des volumes vendus, mais également par l'optimisation de la structure de coûts. Pour ces raisons, la marge d'EBITDA, au-delà des deux premières années du plan d'affaires, devrait s'accroître sensiblement et atteindre un niveau proche de ce qui est observé chez les acteurs matures du secteur en 2021.

Les investissements projetés dans le plan d'affaires sont relativement élevés sur l'exercice 2017 en raison du financement de l'étude clinique nécessaire à l'obtention de l'agrément de la part de la FDA, du développement du PedicleJack® et de l'augmentation significative de la source de production du SpineJack® (les moules). Sur les exercices suivants, le plan d'affaires prévoit le maintien des investissements de maintenance et de renouvellement.

Le Besoin en Fonds de Roulement de la Société reste constant sur toute la durée du plan, principalement en raison du maintien d'un niveau des stocks de trois mois de chiffre d'affaires et d'une politique de paiement assez stricte. Il convient de rappeler que le BFR de la Société exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires est relativement stable depuis l'exercice 2013.

Lors de la publication des résultats du premier semestre 2017, la Société a confirmé son objectif d'atteinte du point mort sur l'exercice 2017.

En définitive, le plan d'affaires extériorise une forte croissance du chiffre d'affaires et de la marge qui est attendue en fin de plan d'affaires à un niveau qu'elle n'a jamais atteint. La réalisation de ces prévisions repose sur deux hypothèses principales : le développement aux Etats-Unis (et plus spécifiquement la date d'autorisation de la FDA, le prix de vente du SpineJack® et la part de marché que pourrait obtenir Vexim) et le relais de croissance que représente le PedicleJack®. A ce titre, une analyse de sensibilité a été menée sur l'impact d'un décalage quant à la commercialisation du SpineJack® sur le marché américain (cf. plus bas).

Prorogation du plan d'affaires et estimation des données prévisionnelles

Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en annexe 3, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- les prévisions à moyen et long terme sur le chiffre d'affaires et la marge opérationnelle sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. Conformément aux principes de modélisation retenus dans Trival®, ces paramètres évoluent au fil du temps afin d'atteindre en fin de période de modélisation une rentabilité sur fonds propres ou sur capitaux investis normative. La croissance de l'activité est maintenue à un niveau assez fort sur les premières années de prolongation. Au total, le plan d'affaires et sa prorogation par Associés en Finance font ressortir une croissance moyenne du chiffre d'affaires de +10% par an entre 2021 et 2029 (date d'arrivée à échéance des brevets du SpineJack®). L'arrivée à échéance des brevets devrait nécessairement impliquer une chute conséquente des ventes du produit l'année suivante. Empiriquement, dans le secteur de la santé, un tel effet est souvent de l'ordre de -25% à -50%. A cet égard, nous avons retenu un choc de -30% (une analyse de sensibilité sur d'autres variations a par ailleurs été menée, cf. plus bas) sur les ventes de SpineJack® en 2030. Par ailleurs, nous avons procédé ainsi également pour l'arrivée à échéance des brevets du PedicleJack® en 2034. La croissance des ventes tend vers un niveau de +1,5% en fin de modélisation.
- Partant du niveau de fin de plan d'affaires en 2021, la marge d'EBIT est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés du secteur dans Trival®, et atteint en fin de modélisation (2051) un niveau de 20% équivalent à un niveau sectoriel normatif.
- Conformément aux éléments estimés par le management de Vexim, le niveau de BFR est maintenu sur toute la période de prorogation à son niveau atteint en moyenne sur le plan d'affaires ;
- Les investissements sont rehaussés, de manière cohérente avec la croissance générée par la Société. Sur l'ensemble de la période de modélisation, les investissements sont fixés en lien avec les niveaux moyens observés pour des sociétés matures et spécialisées du secteur ; les amortissements convergent vers les investissements en fin de modélisation ;
- Compte tenu des perspectives d'évolution fiscale sur les principaux marchés de la Société (France et Etats-Unis), Associés en Finance a retenu une hypothèse de 30% pour le taux d'imposition tout au long de la modélisation ;

- Au regard de la situation d'endettement de la Société au 30 juin 2017 (situation de trésorerie nette positive), le modèle *DCF to equity* intègre une contrainte d'endettement cible de 0% à partir de 2022. La typologie du bilan (actifs corporels, actifs incorporels, BFR), l'intensité capitalistique, la typologie des activités et leur cyclicité sont caractéristiques d'une activité : beaucoup d'actifs incorporels dans le qui sont des brevets à durée de vie limitée et activité technologique dans le cas de Vexim. Les flux de trésorerie pour les actionnaires sont déterminés à partir des flux d'exploitation générés et sous contrainte du levier cible ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2051 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to equity*).

Coût des fonds propres après impôt utilisés pour l'actualisation des flux prévisionnels

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans le modèle Trival® de *DCF to equity* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre en bourse. Dans ce modèle, le risque relatif résulte de trois éléments : une note de risque de prévision, une note de risque financier et un risque sectoriel. Le risque relatif de Vexim tient compte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. Figure 4), des fondamentaux de l'environnement opérationnel, et des facteurs de risque liés à l'exécution du plan d'affaires, le risque de prévision de Vexim retenu est de 8 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9.
- le risque financier est établi sur une échelle de risque croissant de 1 à 5²⁰. Cette note de risque financier est de 5 et reflète non seulement la structure financière actuelle de la société, mais aussi sa taille, sa capacité à générer des *cash-flows* opérationnels significatifs dans les prochaines années. Dans le cas de Vexim, ce niveau de risque tient compte de la phase de croissance dans laquelle la Société se trouve qui nécessite des besoins de financement encore élevés.
- le risque sectoriel s'élève à 0,91 sur la base du bêta boursier sectoriel de l'indice Eurostoxx *Healthcare*.

Sur la base de ces éléments, le risque relatif du titre Vexim s'établit à 1,94. Son coefficient d'illiquidité en bourse²¹ est de 1,82.

Sur la base de la moyenne 3 mois au 16 octobre 2017, le coût des fonds propres pour une société de risque moyen (coefficient de risque de 1) et de taille moyenne (coefficient de taille de 1) s'établit à 6,35% après impôt²².

Après application des coefficients propres à Vexim (coefficient de risque opérationnel de 1,94 et coefficient d'illiquidité de 1,82) aux paramètres de marché, le coût des fonds propres après impôt de Vexim s'établit à 12,61%. Le Tableau 10 indique l'impact sur le coût des fonds propres de Vexim de l'effet risque et de l'effet liquidité.

²⁰ Le risque attaché aux flux actionnaires est directement lié au niveau d'endettement (cible) retenu et est calculé automatiquement.

²¹ Le coefficient d'illiquidité dans Trival® tient compte du flottant en masse et des montants absorbables (volumes échangeables dans une variation de +/- 1% du cours de la société).

²² Il intègre une prime de risque opérationnel de 5,73% par unité de risque et une prime de taille de 1,05% par unité de liquidité.

Tableau 10
Coût des fonds propres après impôt de Vexim au 16 octobre 2017

		Moyenne 3 mois au 16-oct-17	Paramètres spécifiques Vexim
		Coût des fonds propres	Coût des fonds propres du marché
	Impact du risque de Vexim	(5,73% * (1,94-1))	5,40%
	Impact de la liquidité de Vexim	(1,05% * (1,82-1))	0,86%
	Coût des fonds propres après impôt de Vexim		12,61%

Sources : Associés en Finance

Au 16 octobre 2017, la valorisation de Vexim par la méthode *DCF to Equity* aboutit aux résultats présentés dans le Tableau 11.

Tableau 11
Synthèse de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels au 16 octobre 2017

	Coût des fonds propres					
	Taux Central	Taux Central	Taux Central	Taux Central	Moyenne	
	-0,75%	-0,50%	3M 12,61%	+0,5%	12M 13,54%	
Valeur de l'action Vexim	Prix de l'action DCF to Equity	19,4 €	18,9 €	17,97 €	17,1 €	16,4 €
	Offre			20,0 €		
	Prime par rapport au cours	3,0%	5,8%	11,3%	17,0%	21,9%

Source : Associés en Finance

L'évaluation de Vexim par la méthode *DCF to equity*, sur la base de la moyenne sur 3 mois au 16 octobre 2017 du coût des fonds propres après impôt s'établit à 17,97 €. Le prix d'Offre extériorise une prime de +11,3% par rapport à cette valorisation.

Analyses de sensibilité

Les tableaux ci-après présentent la sensibilité de la valeur de Vexim aux chocs provoqués sur les ventes par l'arrivée à échéance des brevets du SpineJack® (2029) et du PedicleJack® (2034), ainsi qu'au décalage temporel de commercialisation du SpineJack® sur le marché américain.

Les résultats du Tableau 12 mettent en exergue qu'en cas de chute des ventes de l'ordre de -50% contre -30% dans la valorisation initiale à l'échéance des brevets du SpineJack® et du PedicleJack® le prix par action de Vexim serait inférieur d'environ un euro, toutes choses égales par ailleurs. La valeur s'avère être particulièrement peu sensible à ce paramètre compte tenu de ses occurrences dans le temps (relativement lointaines).

Tableau 12
Synthèse de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels au 16 octobre 2017

		Chute des ventes de SpineJack® et PedicleJack®				
		-25%	-30%	-35%	-40%	-50%
	Cout du capital	12,61%	12,61%	12,61%	12,61%	12,61%
Valeur de l'action Vexim	Prix de l'action DCF to Equity	18,2 €	17,97 €	17,7 €	17,4 €	16,9 €
	Offre		20,0 €			
	Prime par rapport au cours	9,7%	11,3%	13,0%	14,7%	18,3%

Source : Associés en Finance

Les résultats du Tableau 13 mettent quant à eux en exergue qu'en cas de décalage de commercialisation du SpineJack® aux Etats-Unis, le prix par action de Vexim serait sensiblement impacté. Cet effet serait compris entre -1,5 € et -2,5 € par action selon le nombre de mois décalés (entre 12 et 24 mois) par rapport au plan d'affaires initial. Comme il est précisé plus haut, la possibilité de couvrir le marché américain, constitue un enjeu majeur pour la Société.

Tableau 13
Synthèse de la valorisation par actualisation des flux prévisionnels au 16 octobre 2017

		Décalage de commercialisation aux Etats-Unis			
		Plan d'affaires initial	12M	18M	24M
Valeur de l'action Vexim	<i>Cout du capital</i>	12,61%	12,61%	12,61%	12,61%
	Prix de l'action DCF to Equity	17,97 €	16,5 €	16,0 €	15,5 €
	Offre	20,0 €			
	<i>Prime par rapport au cours</i>	11,3%	21,4%	25,0%	29,0%

Source : Associés en Finance

III.E. Transactions intervenues sur le capital de Vexim

Augmentation de capital

A titre de référence, le 28 janvier 2016, Vexim a réalisé une augmentation de capital par placement privé auprès d'investisseurs qualifiés. La Société a émis 1 269 694 nouvelles actions au prix unitaire de 8,20 €, prime d'émission incluse, pour un montant total d'environ 10,4 M€. Truffle Capital et BPI France ont souscrit à l'opération pour un montant total de 3,5 M€ portant leurs participations respectives à 28,2% et 12,4% du capital (au 31 décembre 2016).

Acquisition du Bloc préalablement à l'Offre

Le 24 octobre 2017 Stryker va se porter acquéreur par voie de cession de blocs hors marché de 3 656 491 actions Vexim détenues par Truffle Capital, BPI France Participations, Kreaxi au prix de 20,0 € par action ainsi que de 458 660 actions sous-jacentes aux BSPCE détenus par Vincent Gardès et José Da Gloria, Directeur Financier de la Société. Stryker fera également l'acquisition de 170 745 BSAAR auprès de Truffle Capital et BPI France Participations, au prix de 3,91 € par BSAAR. Après acquisition du Bloc, Stryker détiendra 50,65% du capital non dilué de la Société. Les conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires et aux porteurs de BSAAR dans le cadre de l'Offre Publique sont ainsi identiques à celles ressortant de l'acquisition du Bloc.

IV. Evaluation des Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Remboursables (BSAAR) Vexim

Contexte

Vexim a procédé début décembre 2014 à une augmentation de capital par placement privé d'un montant de 5 M€ avec suppression du droit préférentiel de souscription par émission d'actions assorties de bons de souscription et/ou d'acquisition d'action remboursables (ABSAAR). Chacune des 460 829 actions nouvellement émises (7,3% du capital d'alors) était assortie d'un bon (ci-après « BSAAR »). Le prix de souscription a été fixé à 10,85 € par ABSAAR, correspondant à un prix des actions Vexim de 10,3 € et une valorisation unitaire des BSAAR de 0,55 €.

Les BSAAR ont fait l'objet d'une admission aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris simultanément à l'admission des actions nouvelles, le 9 décembre 2014.

Cette opération avait pour but de permettre à la Société de renforcer sa structure financière et ainsi de poursuivre sa croissance, notamment à l'international.

Au 23 octobre 2017, les actionnaires principaux de la Société, Truffle Capital et BPI France détenaient 78 580 et 92 165 BSAAR, des 460 829 BSAAR en circulation et 2 148 335 et 941 503 actions du capital de Vexim. En cas d'exercice de l'ensemble des BSAAR, et donc de la création de 307 219 nouvelles actions, le capital de la Société serait composé de 7 972 733 actions.

Au regard de la réglementation française en vigueur, en cas d'offre publique sur les actions de la Société, l'offre doit également porter sur tous les titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société, et donc sur les BSAAR émis lors de l'émission d'ABSAAR préalablement décrite. Ces instruments étant cotés, exerçables et visés par l'Offre, ils doivent faire l'objet, au même titre que les actions de la Société d'une valorisation dans le cadre de la présente attestation d'équité.

Les caractéristiques des BSAAR à l'émission

A l'émission, les principales caractéristiques des BSAAR étaient les suivantes :

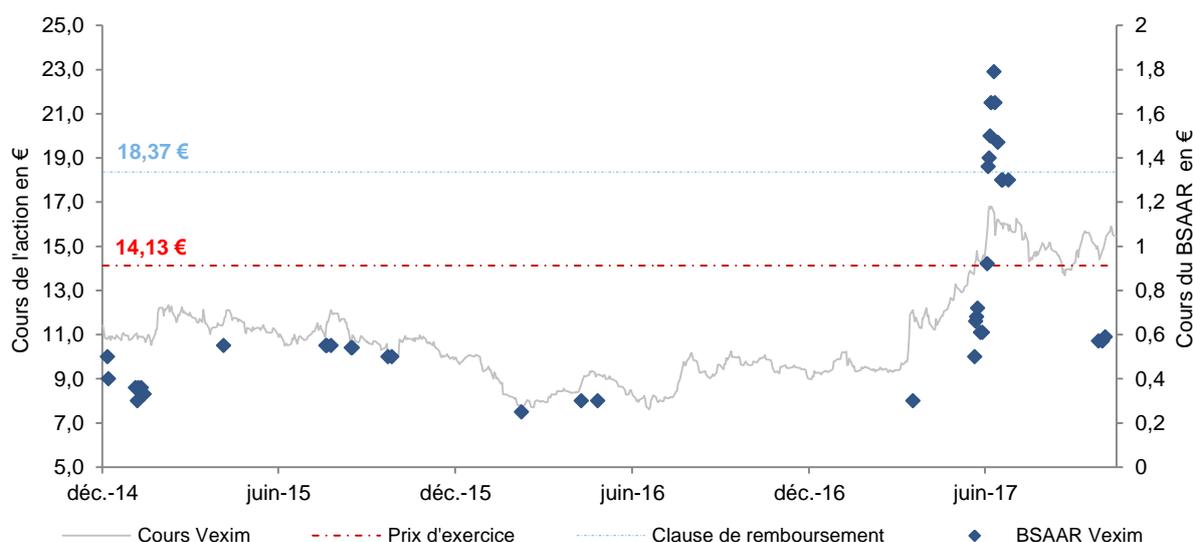
- Date d'émission : 9 décembre 2014 ;
- Date d'échéance des bons : 8 décembre 2017 ;
- Nombre de BSAAR émis : 460 829 ;
- Cours de référence : 10,3 € ;
- Prix de souscription : 0,55 € ;
- Prix d'exercice unitaire : 14,13 € ;
- Clause de remboursement²³ : 18,37 € ;
- Parité : 3 BSAAR pour 2 actions Vexim nouvellement émises.

²³ Depuis le 9 décembre 2015, la Société peut procéder au remboursement des BSAAR au prix unitaire de 0,01 € par BSAAR si le cours de l'action Vexim excède 18,37 €.

Analyse du cours du BSAAR

Depuis son premier jour de cotation, le cours du BSAAR a varié dans une fourchette comprise entre 0,25 € et 1,79€. Le BSAAR se situe dans la monnaie depuis le 30 mai 2017, séance depuis laquelle les échanges sur le BSAAR se sont accrus. La hausse du cours de bourse à cette période, principalement due à la publication d'un article d'Investir (cf. partie sur l'analyse du cours de bourse). Les échanges restent néanmoins extrêmement épisodiques : seulement 4 journées d'échanges ont eu lieu entre le 6 octobre 2015 et le 30 mai 2017. Sur l'ensemble de la période de cotation, le BSAAR n'a été échangé que sur 39 séances de bourse. Au 23 octobre 2017, le dernier jour de cotation était le 12 octobre 2017. Compte tenu de sa faible liquidité, le cours coté du BSAAR ne peut constituer une référence valable pour la détermination de son prix d'acquisition.

Figure 18
Evolution du cours du BSAAR et de l'action Vexim au 23 octobre 2017



Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Au 23 octobre 2017, en moyenne sur un an, 232 BSAAR ont été échangés par jour de négociation (cf. Tableau 14), dont 14 189 le 13 juin 2017 peu après la publication de l'article d'Investir. Les volumes cumulés échangés sur cette période s'établissent à 58 588 titres soit 12,71% du total des BSAAR émis par la Société.

Tableau 14
Evolution des volumes sur le BSAAR Vexim au 23 octobre 2017

Données boursières BSAAR Vexim	Volumes (0')	En % nombre total de BSAAR
Volumes échangés au 12-oct-17	299	0,06%
Moyenne des volumes échangés sur les 10 derniers jours	612	0,13%
Moyenne des volumes échangés sur 1 mois	306	0,07%
Moyenne des volumes échangés sur 3 mois	102	0,02%
Moyenne des volumes échangés sur 6 mois	459	0,10%
Moyenne des volumes échangés sur 12 mois	232	0,05%
<i>Plus haut sur 1 an</i>	<i>13-juin-17</i>	
<i>Total des volumes échangés sur un an</i>	58 588	12,71%

Source : Bloomberg, Associés en Finance

Tableau 15
Cours moyens pondérés des volumes du BSAAR Vexim au 23 octobre 2017

Données boursières BSAAR Vexim	Cours (€)	Prime induite par l'Offre
Cours au 12-oct-17	0,59 €	563%
Cours moyen pondéré des volumes sur les 10 derniers jours	0,57 €	585%
Cours moyen pondéré des volumes sur 1 mois	0,57 €	585%
Cours moyen pondéré des volumes sur 3 mois	0,57 €	585%
Cours moyen pondéré des volumes sur 6 mois	0,99 €	293%
Cours moyen pondéré des volumes sur 12 mois	0,99 €	297%
<i>Plus haut sur 1 an</i>	<i>16-juin-17</i> 1,72 €	128%
<i>Plus bas 1 an</i>	<i>27-mars-17</i> 0,30 €	1213%

Source : Bloomberg, Associés en Finance

IV.A. Méthodologie de valorisation et paramètres utilisés

Le BSAAR présente certaines caractéristiques particulières : tout d'abord, il est exerçable depuis le 9 décembre 2014 (option de type américaine) et pas seulement à l'échéance.

Par ailleurs, le remboursement du BSAAR au prix de 0,01 € peut être forcé à l'initiative de la Société dans le cas où le cours de l'action Vexim dépasserait 18,37 €.

En présence d'une option dont l'exercice peut être forcé à l'initiative de la Société, l'investisseur peut être amené à exercer son option avant l'échéance. Cependant, compte tenu de la date d'échéance des bons (8 décembre 2017), du cours actuel de la Société et de la volatilité de son cours de bourse, la probabilité que le cours de Vexim puisse atteindre 18,37 € apparaît mathématiquement très faible. Afin d'illustrer ce point, la valeur d'un Call de prix d'exercice 18,37 €, sur la base des paramètres décrits ci-après, est quasiment nulle. Dès lors, si aucun déterminant n'amenait un porteur à exercer son bon avant échéance, la valorisation des BSAAR peut être appréhendée à l'aide de la méthode de Black & Scholes.

Le modèle d'évaluation utilisé nécessite la détermination des paramètres suivants :

- Le cours de l'action sous-jacente ;
- Le prix d'exercice des BSAAR ;
- La clause de remboursement ;
- Le taux d'intérêt sans risque ;
- Le taux de rendement et le taux de prêt-emprunt de titres ;
- La volatilité.

Le cours de l'action sous-jacente

La période de référence retenue pour la valorisation des BSAAR (20 jours de bourse) court du 26 septembre 2017 au 23 octobre 2017.

Les cours cotés pendant cette période constituent une référence pertinente, cette période suit de près une date de publication d'informations financières de la société (publication des résultats semestriels le 14 septembre 2017).

Sur cette période, la moyenne du cours pondéré par les volumes s'établit à 15,24 €. Le cours pondéré des volumes minimal a été atteint le 6 octobre 2017 à 14,4 € et le cours pondéré des volumes maximal a été atteint le 18 octobre 2017 à 15,90 €. Le dernier cours coté de l'action Vexim s'établit à 15,46 € au 23 octobre 2017.

Le prix d'exercice des BSAAR

Le prix d'exercice du BSAAR est actuellement de 14,13 €, par conséquent, les BSAAR sont dans la monnaie.

La clause de remboursement

La Société a la possibilité de procéder au remboursement des BSAAR au prix de 0,01 € par BSAAR dès lors que le cours de l'action Vexim dépasse 18,37 €. A titre indicatif, ce niveau de cours correspond à une augmentation de +20,5% par rapport à la moyenne des cours pondérés des volumes sur les 20 dernières séances de bourse et de +18,8% par rapport au cours de clôture du 23 octobre 2017.

L'existence de cette clause de remboursement conduit à valoriser le BSAAR par différence entre la valeur d'un *call* de prix d'exercice 14,13 € et la valeur d'un *call* de prix d'exercice 18,37 €.

Le taux d'intérêt sans risque

Le taux sans risque utilisé reflète la durée de vie restante de l'option. Au 23 octobre 2017, cette durée était de 0,13 année. Le taux sans risque retenu est le taux swap euro 3 mois pour la France²⁴ (-0,33%)

L'absence d'opérations de prêts et emprunts de titre sur Vexim, nécessite d'utiliser, un taux de référence théorique, retenu ici à 4%, un niveau cohérent au regard de la taille de la Société.

Le niveau de volatilité

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur la rentabilité du titre. Compte tenu de l'absence de liquidité du BSAAR, il n'est pas possible d'induire de sa cotation une volatilité implicite de l'action. La volatilité de l'action Vexim est donc appréciée au regard de sa volatilité historique.

Celle-ci a été calculée sur la base de rentabilités quotidiennes, sur une période d'un mois au 23 octobre 2017, et en moyenne sur les 20 et 60 dernières séances de bourse en cohérence avec la durée résiduelle du BSAAR.

L'évaluation des BSAAR est réalisée pour une volatilité comprise entre 20,8% (volatilité 1 mois au 23 octobre 2017) et 25,1% (moyenne de la volatilité 1 mois sur les 60 derniers jours de bourse).

IV.B. Conclusion sur la valorisation des BSAAR Vexim

La valorisation a été effectuée en utilisant le modèle de Black & Scholes, en soustrayant la valeur d'un *call* de prix d'exercice 18,37 € à la valeur d'un *call* de prix d'exercice 14,13 €, pour tenir compte de la clause de remboursement.

Au 23 octobre 2017, l'utilisation de la méthode de Black & Scholes valorise un BSAAR à 0,77 € en tenant compte de la parité d'exercice, pour une volatilité à 22,7% (moyenne de la volatilité 1 mois

²⁴ Bloomberg

sur les 20 derniers jours de bourse) et un cours du sous-jacent à 15,24 € (moyenne des cours pondérés des volumes sur les 20 dernières séances de bourse au 23 octobre 2017).

Le Tableau 16 met en exergue les différents résultats issus de la valorisation du BSAAR Vexim par la méthode Black & Scholes au 23 octobre 2017.

Tableau 16
Synthèse de la valorisation intrinsèque des BSAAR Vexim au 23 octobre 2017

		Cours de l'action VEXIM		
		15,24 €	15,46 €	20,00 €
Volatilité	20,8%	0,75 €	0,89 €	3,91 €
	22,7%	0,77 €	0,89 €	3,91 €
	25,1%	0,79 €	0,90 €	3,91 €

Source : Bloomberg, Associés en Finance

L'offre faite aux porteurs de BSAAR à 3,91 € par BSAAR sur la base d'un prix d'Offre de 20,0 € par action Vexim, de la parité et du prix d'exercice, extériorise des primes très significatives par rapport à leur valorisation intrinsèque en l'absence d'offre (cf. Tableau 16).

Le prix d'Offre de 3,91 € extériorise une prime très élevée (supérieure à +500%) par rapport au cours de clôture du BSAAR au 12 octobre 2017²⁵ (identique à celle par rapport au cours moyen pondéré des volumes à cette même date), et des primes tout aussi élevées par rapport aux cours moyens pondérés sur plus longues périodes. L'Offre permet aux détenteurs de BSAAR de bénéficier d'une liquidité immédiate sur leurs titres qui ne sont actuellement l'objet d'échanges que très épisodiquement.

Le prix de 3,91 € correspond par transparence au gain réalisé par le porteur de BSAAR s'il était en mesure d'exercer ses BSAAR et d'apporter à l'Offre les actions ainsi obtenues.

Le prix proposé respecte l'égalité de traitement entre les différentes catégories de détenteurs de titres et est donc équitable au regard des éléments qui précèdent.

²⁵ Dernière date de cotation au 23 octobre 2017

V. Analyse des travaux de la banque présentatrice

BNP Paribas, banque présentatrice de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multi-critères de la Société. Comme précisé plus haut, les BSAAR de la Société étant cotés, ils ont également dû être évalués, ce qu'a fait BNP Paribas.

V.A. Méthodologies d'évaluation

BNP Paribas a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes de valorisation par l'actif net comptable, par l'actif net réévalué et par actualisation des dividendes.

La banque présentatrice retient les deux mêmes approches qu'Associés en Finance pour l'évaluation multi-critères de Vexim : l'analyse des cours de bourse, et l'actualisation des flux prévisionnels. De même, la valorisation par la méthode des multiples sur les comparables boursiers, la valorisation par les transactions comparables et l'approche par les objectifs de cours des analystes sont présentées à titre indicatif seulement.

Dans le cadre de l'évaluation des BSAAR, BNP Paribas a utilisé un modèle de valorisation Black & Scholes, comme l'a fait Associés en Finance.

V.B. Détail des valorisations

V.B.1. Méthodes présentées à titre illustratif et indicatif

Éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres

La banque présentatrice établit les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sur la base des éléments disponibles au 20 octobre 2017, tout comme l'a fait Associés en Finance.

- BNP Paribas et Associés en Finance prennent en compte les mêmes éléments pour le calcul du nombre de titres Vexim en hypothèse de dilution totale (hors autocontrôle).
- Les montants de dette brute et de trésorerie au 30 septembre 2017 utilisés sont identiques dans les travaux menés par la banque et par Associés en Finance tout comme les provisions pour retraites et pour litiges, figurant au bilan de la Société au 30 juin 2017.
- Concernant l'engagement de remboursement OSEO plafonné à 2,1 M€, Associés en Finance comme la banque présentatrice ont actualisé les montants dus sur la durée prévisionnelle de remboursement, la seule différence étant le taux d'actualisation utilisé (cf. ci-après).
- En ce qui concerne les reports déficitaires, Associés en Finance et BNP Paribas ont calculé la valeur actuelle du stock de reports déficitaires non activés sur les activités françaises et allemandes et les ont intégrés en tant qu'élément de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres. La valeur extériorisée par Associés en Finance est légèrement supérieure à celle qui ressort des travaux de la banque en raison de l'utilisation d'un taux d'actualisation plus faible sur la période de consommation des reports (cf. à ce sujet les commentaires ci-après sur la méthode DCF).

Le montant des éléments de passage extériorisé par les travaux de la banque s'établit à 27,5 M€ contre 27,9 M€ pour Associés en Finance.

Méthode des comparables boursiers (à titre illustratif)

Comme il est précisé en partie III, la situation économique de Vexim, son *business model* et sa taille rendent l'application de cette méthodologie peu pertinente.

La banque présentatrice a retenu l'échantillon des cinq sociétés françaises cotées conceptrices de dispositifs destinés aux traitements des traumatismes vertébraux (Medicrea, SpineGuard, Implanet, Spineway, Safe Orthopaedics). Outre ces mêmes sociétés, Associés en Finance a inclus les sociétés de taille intermédiaire nord-américaine.

Outre cette différence dans l'échantillon, la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers par BNP Paribas diffère des travaux d'Associés en Finance sur les points suivants :

- La date de référence retenue : le 16 octobre 2017 pour Associés en Finance et le 23 octobre 2017 pour la banque présentatrice.
- Le choix des multiples dans le cadre de la valorisation : la banque a calculé la valeur d'entreprise de Vexim sur la base de multiples de Chiffre d'Affaires 2017^e, 2018^e, et 2019^e. Associés en Finance a fondé sa valorisation sur la base des multiples de Chiffre d'Affaires, d'Ebitda et d'Ebit 2019^e. Pour compléter son analyse, Associés en Finance a procédé de plus à une analyse de corrélation entre les multiples et le niveau des CA 2019^e des sociétés de son échantillon.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation obtenus par Associés en Finance et par la banque (une fourchette de valorisation entre 12,1 € et 15,7 € pour Associés en Finance et de 8,6 € à 13,1 € pour la banque). Dans les deux cas, ces résultats sont considérés seulement à titre indicatif.

Méthode des transactions comparables (à titre illustratif)

BNP Paribas a retenu un échantillon de 11 transactions comparables sur une période s'étalant de 2011 à 2016. Associés en Finance a pour sa part retenu 10 transactions sur une période s'étalant de 2013 à 2016. Les deux échantillons diffèrent principalement sur les trois transactions les plus anciennes retenues par BNP Paribas : acquisition de la société chinoise Trauson par Stryker en janvier 2013 extériorisant un multiple de chiffre d'affaires de 9,5x ; acquisition de China Kanghui Holdings par Medtronic en septembre 2012 extériorisant un multiple de chiffre d'affaires de 14,5x et l'acquisition par Stryker en juin 2011 de Memometal faisant ressortir un multiple de chiffre d'affaires de 5,0x. Associés en Finance a jugé les deux premières transactions sur les sociétés chinoises moins pertinentes compte tenu des disparités pouvant exister sur les marchés asiatiques et la dernière trop ancienne (et ayant eu lieu lors d'une période de trouble sur les marchés européens, en pleine crise des dettes souveraines).

Associés en Finance a également retenu deux transactions supplémentaires : l'acquisition en juin 2013 par RTI Biologics de Pioneer Surgical Tech, fabricant d'équipements médicaux métalliques et synthétiques et de la division Aap Biomaterial du groupe Aap Implatate, spécialiste de la fabrication de ciments osseux et de biomatériaux pour l'orthopédie par Keensight Capital.

Il ressort de l'échantillon choisi par la banque des multiples EV/CA médian et moyen de 5,8x et 6,2x tandis qu'ils sont de 3,9x et 4,7x pour l'échantillon d'Associés en Finance. BNP Paribas et Associés en Finance ont tous deux utilisé le chiffre d'affaires réalisé sur les douze derniers mois par la Société.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation obtenus par Associés en Finance et la banque (respectivement 13,8 € pour Associés en Finance et une valeur comprise entre 16,3 € et 18,4 € pour BNP Paribas). Dans les deux cas, ces résultats sont considérés seulement à titre indicatif.

Méthode des objectifs de cours (à titre indicatif)

BNP Paribas a choisi de présenter l'analyse des objectifs de cours des analystes seulement à titre indicatif, comme l'a également fait Associés en Finance ; le panel d'analystes est identique et les résultats ne diffèrent que par l'utilisation de la médiane par BNP Paribas (17,6 €) et de la moyenne par Associés en Finance (17,8 €).

V.B.2. Méthodes présentées à titre principal

Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par BNP Paribas est similaire à celle d'Associés en Finance²⁶ à l'exception de l'absence d'utilisation de la moyenne 9 mois comme référence supplémentaire pour l'appréciation du prix de l'Offre. Les calculs ont été établis sur la base des cours au 23 octobre 2017.

Acquisition du Bloc préalablement à l'Offre

BNP Paribas présente à titre de référence principale, l'acquisition du Bloc de 50,7% du capital de la Société au prix de 20,0 € par action. Associés en Finance retient également cette référence.

Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels

BNP Paribas a utilisé les éléments ressortant du plan d'affaires de la Société pour établir sa valorisation, comme l'a fait Associés en Finance.

La banque a prolongé les estimations du plan d'affaires après 2021 jusqu'en 2035 afin de pouvoir refléter la croissance du marché, des parts de marché de la Société et l'impact de la perte des brevets en 2029 et 2034 des principaux produits de la Société et a déterminé une valeur terminale basée sur des éléments normatifs. Dans le cadre de sa modélisation, Associés en Finance a utilisé le modèle Trival®. La modélisation retenue par Associés en Finance dans ses travaux court jusqu'en 2051.

Les paramètres normatifs estimés par la banque d'une part, et les paramètres de prolongation utilisés par Associés en Finance d'autre part, sont assez proches en ce qui concernent les hypothèses de taux de croissance à long terme, et de marge opérationnelle et semblables concernant le BFR. Ils diffèrent sur les principaux éléments suivants :

- La banque fait l'hypothèse que la Société atteindra une part de marché de 19% en 2029 contre 2% à fin 2016. Ceci se traduit par une croissance des ventes de l'ordre de +10% par an entre la fin du plan d'affaires de la Société et 2029. BNP Paribas suppose par ailleurs que la perte des brevets en 2029 et 2034 entraînera une baisse de chiffre d'affaires de -30% sur les produits concernés et utilise un taux de croissance à l'infini de +1,5%. Associés en Finance retient une hypothèse de croissance moyenne sur la période 2021-2029 équivalente (10,1%) reflétant à la fois la croissance du marché et des parts de marché de la Société, ainsi que l'effet de la perte des brevets, conforme à ce qui est constaté empiriquement dans le secteur.
- La marge d'EBITDA cible estimée par la banque en fin de période d'extrapolation (28,2%) est basée sur les niveaux de marge d'EBIT et de CAPEX observables sur un échantillon de cinq sociétés internationales et représentatives du secteur et suffisamment matures pour que leur niveau de marge puisse être considéré comme normatif (NuVasive, Globus Medical, Orthofix, K2M, et Integra Lifesciences). La

²⁶ Il peut néanmoins subsister de très légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisée ou la méthode d'ajustement des dividendes.

marge d'EBITDA retenue par Associés en Finance à partir de 2030 et l'échéance du premier brevet et jusque la fin de la modélisation, décroît progressivement conformément aux principes du modèle Trival® jusqu'à atteindre un niveau de 25% en toute fin de modélisation (2051). En moyenne, la marge d'EBITDA prévue par Associés en Finance au-delà de 2030 est un peu inférieure à l'hypothèse de la banque, mais Associés en Finance retient dans le même temps des niveaux d'investissement également inférieurs.

- La valorisation des reports déficitaires non activés au bilan de Vexim a été intégrée en tant qu'élément de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres par la banque contrairement à Associés en Finance qui, pour la méthode d'actualisation des flux prévisionnels, a intégré l'utilisation des déficits reportables directement dans sa modélisation de flux. Cette différence de mode de traitement des reports déficitaires a peu d'impact sur les résultats de la valorisation.
- Les travaux de la banque aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 13,4%, sur la base d'un taux sans risque de 0,45% (moyenne 3 mois du taux sans risque au 29 septembre 2017²⁷), d'une prime de risque de marché (moyenne des primes de risque d'Exane et Bloomberg au 29 septembre 2017) de 8,57%, d'un Bêta de l'actif de 1,08 calculé à partir de l'échantillon de sociétés utilisés dans la méthode des comparables et d'une prime de taille de 3,7% (en référence aux calculs de Duff & Phelps en la matière). Dans le cadre de sa modélisation *DCF to Equity*, Associés en Finance, se base sur l'utilisation de ses propres primes de marchés et de sa méthodologie de calcul du risque spécifique et de la liquidité des sociétés. A ce titre, sur la base d'une moyenne sur trois mois (au 16 octobre 2017) du coût des fonds propres du marché, Associés en Finance extériorise un coût des fonds propres après impôt de Vexim de 12,61%.

En définitive, la valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie s'élève à 17,97 € en valeur centrale, soit un niveau équivalent à la valorisation moyenne de la banque (18,0 € en valeur centrale).

V.B.3. Valorisation des BSAAR Vexim

BNP Paribas a appliqué la méthode Black & Scholes pour valoriser les BSAAR Vexim tout comme Associés en Finance. Certains paramètres retenus pour la valorisation dans les travaux de la banque diffèrent de ceux utilisés par Associés en Finance :

- BNP Paribas, tout comme Associés en Finance a pris en compte dans ses travaux le cours moyen pondéré des volumes de l'action Vexim sur les 20 dernières séances de bourse au 23 octobre 2017 (15,24 €).
- La banque utilise une volatilité historique de l'action Vexim de 25%. Associés en Finance s'est également référé à une volatilité historique, qui s'élève à 22,7% sur la base de la moyenne de la volatilité 1 mois au 23 octobre 2017.
- Le taux de prêt emprunt de titres appliqué par BNP Paribas s'établit à 4%, tout comme celui utilisé par Associés en Finance. Rappelons qu'il n'existe pas de taux observable sur le marché et qu'il s'agit là d'un taux estimé cohérent avec la petite taille de la Société.

Les différences indiquées ci-dessus expliquent l'écart entre les niveaux de valorisation obtenus par Associés en Finance et la banque (respectivement 0,77 € pour Associés en Finance et une valeur de 0,81 € pour BNP Paribas). Dans les deux cas, ces résultats se situent très en deçà du prix d'offre pour un BSAAR retenu par transparence sur la base de la parité et du prix d'exercice (3,91 €).

²⁷ Moyenne entre les taux extériorisés par Exane BNP Paribas et Bloomberg

Compte tenu de la très faible liquidité des BSAAR, l'utilisation du cours n'a pas été retenue comme référence de valorisation ni par BNP Paribas, ni par Associés en Finance.

V.C. Résultats comparés

Tableau 17
Comparaison des valorisations de l'action et du BSAAR Vexim obtenues par Associés en Finance et la banque présentatrice

Méthode	 Associés en Finance JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS	 BNP PARIBAS
Examen des cours de bourse	Prime offerte par l'Offre de 29,4% par rapport au cours de clôture du 23 octobre 2017 Primes comprises entre 31% et 58% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 12 mois au 23 octobre 2017	Prime offerte par l'Offre de 29,4% par rapport au cours de clôture du 23 octobre 2017 Primes comprises entre 32% et 57% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois, et 1 an au 23 octobre 2017
Actualisation des flux prévisionnels	Valeur centrale de 17,97 € par action Vexim sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 11,3%	Valeurs comprises entre 17 € et 19,2 € pour la valeur par action de Vexim sur la base de l'évaluation par DCF. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise des primes comprises entre 4,2% et 17,6%
Analyse des objectifs de cours (à titre indicatif)	Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 12,4% par rapport à la moyenne des objectifs de cours retenue (17,8 €)	Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 13,6% par rapport à la médiane des objectifs de cours retenue (17,8 €)
Comparables boursiers (à titre illustratif)	Valeur par action de 13,2 € sur la base de la valeur centrale issue de l'application des multiples EV/CA, EV/EBITDA et EV/EBIT 2019, soit une prime de 51,7%.	Valeur par action comprise entre 8,6 € et 13,1 € sur la base des multiples EV/CA 2017, 2018 et 2019, soit des primes comprises entre 52,7% et 132,6%.
Transactions comparables (à titre illustratif)	Valeur par action de 13,8 € sur la base du multiple EV/CALTM, soit une prime de 45,1 % .	Valeur par action comprise entre 18,4 € et 16,3 € sur la base des multiples EV/CALTM médian et moyen soit des primes comprises entre 22,7% et 8,7%.
Valorisation par la Méthode de Black & Scholes	Valeur par BSAAR de 0,77 € sur la base du cours moyen pondéré des volumes sur les 20 derniers jours de bourse au 23 octobre 2017 et d'une volatilité de 22,7%.	Valeur par BSAAR de 0,81 € sur la base du cours moyen pondéré des volumes 1 mois au 23 octobre 2017 et d'une volatilité de 25%

Source : Associés en Finance

VI. Conclusion d'Associés en Finance

En sa qualité d'expert indépendant mandaté par la Société pour attester du caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée que Stryker projette d'initier sur les actions de la Société, Associés en Finance a procédé à une valorisation multicritères de Vexim.

L'Offre sur les actions est libellée à un prix de 20,0 € par action, payable en numéraire. A l'issue de l'Offre, l'initiateur procédera, si les conditions de détention minimum de pourcentage de capital ou de droits de vote sont réunies, à un retrait obligatoire et/ou à la radiation des actions Vexim de la Bourse de Paris. L'Offre sur les BSAAR correspond à un prix de 3,91 € par titre.

Le Tableau 18 met en évidence les résultats des travaux de valorisation d'Associés en Finance.

Tableau 18
Valorisation de l'action et du BSAAR Vexim par Associés en Finance et primes extériorisées par l'Offre

		<u>Valeur par action (€)</u>	<u>Prime induite</u>
Cours de bourse au 23 octobre 2017	Cours de clôture	15,46 €	29,4%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	15,24 €	31,3%
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	14,89 €	34,3%
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	14,89 €	34,3%
	Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	13,49 €	48,3%
	Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	12,67 €	57,8%
Méthode d'actualisation des flux prévisionnels	<i>DCF to Equity</i>	17,97 €	11,3%
Analyse des objectifs des analystes (à titre indicatif)	Objectif de cours	17,80 €	12,4%
Méthode des comparables boursiers (à titre illustratif)	Multiples Moyens EV / CA, EV/EBITDA, EV/EBIT 2019	13,18 €	51,7%
Méthode des transactions comparables (à titre illustratif)	Multiple EV / CA LTM	13,78 €	45,1%
Transaction sur le capital	Acquisition du Bloc par Stryker	20,00 €	-
		<u>Valeur par BSAAR (€)</u>	<u>Prime induite</u>
Méthode de Black & Scholes	Valorisation sur la base du cours moyen pondéré sur les 20 derniers jours de bourse au 23 octobre 2017	0,77 €	407,8%
	Valorisation sur la base du cours de clôture au 23 octobre 2017	0,89 €	339,3%
Transaction sur le capital	Acquisition du Bloc par Stryker	3,91 €	-

Source : Associés en Finance

Le prix de 20,0 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise une prime de +29,4% par rapport au cours coté avant annonce et des primes comprises entre +31,3% et +57,8% par rapport aux cours moyens calculés sur des périodes de référence comprises entre un et douze mois.

Il extériorise également :

- une prime de +11,3% par rapport à la valorisation de Vexim par la méthode *DCF to Equity*, établie sur la base du plan d'affaires actuel de la Société, prorogé par Associés en Finance ;
- une prime de +12,4% par rapport à la moyenne des objectifs de cours des analystes à cette même date ;
- des primes comprises entre +45,1% et +51,7% par rapport à la valorisation de la Société à cette même date établie sur la base d'un échantillon de sociétés boursières et de transactions comparables. Ces derniers résultats sont présentés à titre illustratif seulement, compte tenu du profil opérationnel de Vexim.

Au titre de la présente Offre, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi d'une prime significative par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre, et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance.

Le prix d'Offre de 3,91 € par BSAAR extériorise des primes très significatives par rapport à la valorisation intrinsèque de ces BSAAR et offre aux détenteurs des BSAAR une liquidité immédiate sur un titre très peu liquide. Ce prix de 3,91 € correspond par transparence au gain réalisé par le porteur de BSAAR s'il était en mesure d'exercer ses BSAAR et d'apporter à l'Offre les actions ainsi obtenues. Le prix proposé respecte donc l'égalité de traitement entre les différentes catégories de détenteurs de titres.

Il convient de noter que les détenteurs d'actions ou de BSAAR se voient offrir, par cette Offre Publique, un prix, pour leurs actions ou BSAAR, identique à celui qui a été proposée aux actionnaires historiques et dirigeants de la Société dans le cadre de l'achat d'un Bloc de titres préalablement à l'Offre.

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables tant pour les actionnaires minoritaires que pour les détenteurs de BSAAR, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de la présente Offre.

Philippe Leroy
Associés en Finance

Catherine Meyer
Associés en Finance

VII. Présentation de l'expert

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance, Jacquillat (ci-après Associés en Finance) et Détroyat Associés réside dans leur modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur de la santé, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance est intervenu récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 19
Missions d'Associés en Finance et Détroyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
septembre-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
déc. 2016 / janv. 2017	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
novembre-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
novembre-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
octobre-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
septembre-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juillet-15	Serma	Financière Ampère Gallée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Édition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Crédit Agricole CIB	OPA
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
octobre-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
septembre-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
septembre-14	AlphaMos	DMS	Rocheport & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et a mis en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts

indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262.1.

Personnel associé à la réalisation de la mission

■ Philippe Leroy – Président d'Associés en Finance

Philippe Leroy a assuré la supervision opérationnelle ou le contrôle qualité de l'intégralité des missions conduites par Détroyat Associés depuis 2007. Diplômé de l'ESSEC, Philippe a commencé sa carrière chez Bossard Consultants avant de rejoindre la banque d'affaires, d'abord à la BGP-SIB, puis à la Chase Manhattan Bank dont il a été le Directeur Général en France et chez HSBC Markets comme Managing Director où il a créé le département de spécialiste en valeur du Trésor. Philippe a été responsable de l'origination et l'exécution d'opérations réalisées pour le compte de banques et de compagnies d'assurances à la Chase Manhattan Bank et chez HSBC. Il était en charge des financements structurés et réglementaires. Il a également été Directeur Corporate Finance, membre du comité exécutif de Vivarte. Philippe a conduit diverses missions pour le compte de la sphère publique notamment avec le Ministère des Finances, l'Agence des participations de l'Etat et la Caisse des Dépôts et Consignations. Il est expert judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Paris.

■ Arnaud Jacquillat – Directeur Général

Arnaud Jacquillat assure la supervision opérationnelle des missions de conseil et de développement d'Associés en Finance depuis 2013. Arnaud a commencé sa carrière chez Nomura. Il a été trader à Paris et Londres. Il a ensuite rejoint la Banque NSM pour suivre les investissements en actions et produits dérivés étrangers. Il a ensuite dirigé le département Epargne salariale et présidé la filiale Phenix. En 1991, il rejoint ABN AMRO Amsterdam comme Vice-Président en charge de la stratégie. Il entame ensuite une carrière de banquier d'affaires où pendant 15 ans il a conseillé les plus grandes entreprises françaises dans le secteur des biens de consommation et des services informatiques. Chez ABN AMRO d'abord puis à la Royal Bank of Scotland, Arnaud a réalisé de nombreuses transactions, notamment avec Pernod Ricard, Lactalis, Bel, Casino, Auchan, Alcatel, Atos Origin, Cap Gemini et avec des fonds d'investissement.

■ Catherine Meyer – Associée Responsable de l'Exécution

Responsable de l'exécution, en charge des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, Catherine est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés. Diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle a animé des séances de formation à la SFAF. Catherine est intervenue sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité sur des secteurs d'activité divers. Elle a aussi mené des missions de valorisation d'actifs non cotés, d'études du coût du capital des sociétés, des dossiers de contentieux et d'arbitrage, et des missions de valorisation d'instruments optionnels.

■ Thomas Libs – Associate, Equipe d'Exécution

Thomas Libs est titulaire d'un Master – Banque et Finance de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne. Il a intégré l'équipe d'analystes d'Associés en Finance en 2013 et a mené de nombreuses missions de conseil et est intervenu sur de nombreux dossiers d'attestation d'équité, notamment pour le compte de sociétés industrielles (Montupet, Faiveley, Blue Solutions). Il est en charge du suivi des sociétés du secteur des biens d'équipement et des Holdings et de leur valorisation dans le modèle Trival®.

■ Bertrand Jacquillat – Président d'Honneur, Responsable du Contrôle Qualité

Bertrand Jacquillat est cofondateur d'Associés en Finance, Président d'Honneur d'Associés en Finance, Jacquillat et Détroyat Associés, et vice-président du Cercle des économistes.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par la Société, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 29 juin 2017 au 24 octobre 2017.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques avec les différentes personnes indiquées ci-dessous :

- Vincent Gardès, Directeur Général de Vexim ;
- José Da Gloria ; Directeur Financier de Vexim ;
- Edouard Brunet, Executive Director, Goldman Sachs ;
- Cyrille Perard, Managing Director, Goldman Sachs ;
- Thomas Heck, Associate, Goldman Sachs ;
- Florian Granier, Associate, Goldman Sachs ;
- Juliette Jiquel, Analyst, Goldman Sachs ;
- Charles Cardon, Partner, Dechert (Paris) LLP ;
- Quentin Durand, Associate, Dechert (Paris) LLP ;
- Olivier Fabas, Vice-President, BNP Paribas ;
- Elena Coluccelli-Guerin, BNP Paribas
- Laurence Cornet, Associate, BNP Paribas ;
- Nicolas Joaille, Associate, BNP Paribas ;
- Samuel Abitbol, Analyst, BNP Paribas

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail et les sources d'information utilisées sont présentés ci-dessous :

■ Documents analysés :

- rapports annuels de Vexim depuis 2012 ;
- communiqués de presse financiers de Vexim depuis 2012 ;
- document d'introduction en bourse de Vexim ;
- plan d'affaires 2017-2021 établi par la Société ;
- termes et conditions d'émission des BSAAR Vexim ;
- état des BSA et BSPCE en circulation ;
- états financiers des filiales de la Société ;
- nature des contrats de la Société ;
- organigramme et statuts juridiques de la Société ;
- présentations aux investisseurs réalisées par la Société depuis 2012 ;
- notes d'analystes sur Vexim (CM-CIC, Société Générale, Gilbert Dupont, Invest Securities) ;
- Procès-verbaux des Conseil d'Administration de la Société
- *Letters Of Intention* de Stryker ;
- projet de note d'information relative à l'Offre ;
- projet note en réponse relative à l'Offre ;
- projets de *Share Purchase Agreement* ;
- projet de *Tender Offer Agreement* ;
- documents externes sur le marché :

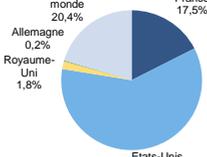
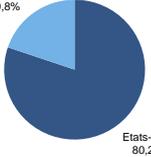
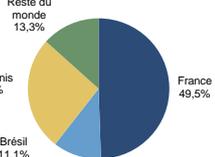
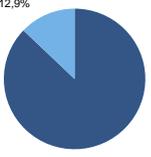
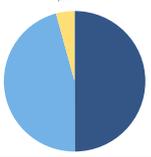
-
- étude sur le marché des fractures vertébrales et des implants chirurgicaux menée par *Transparency Market Research* ;
 - statistiques et projections démographiques du Bureau américain du recensement ;
 - statistiques et projections démographiques de l'Institut National d'Etudes Démographiques (INED) ;
 - données chiffrées de la Fondation contre le Cancer.
- **Utilisation des bases de données**
 - utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance ;
 - **Analyse de la Société et de son environnement**
 - analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché des dispositifs médicaux à destination du traitement des fractures vertébrales ;
 - analyse financière, comptes et stratégie de Vexim ;
 - analyse des transactions intervenues sur les sociétés du secteur depuis 2013 ;
 - **Evaluation de Vexim selon une approche multicritères**
 - **Evaluation des BSAAR Vexim**
 - **Examen des travaux de BNP Paribas, banque présentatrice de l'Offre et revue critique des éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par la banque présentatrice ;**
 - **Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus**
 - **Mise en œuvre du contrôle qualité**
 - **Rédaction du rapport d'expertise**
 - **Présentation du rapport à la Société**

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent dans une fourchette de 60 000 € à 80 000 € hors TVA.

VIII. Annexe 1 : présentation des sociétés de l'échantillon

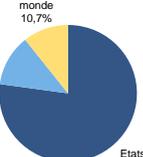
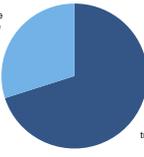
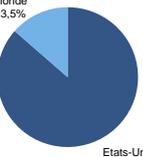
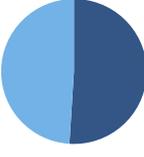
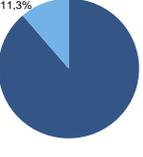
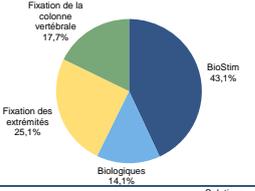
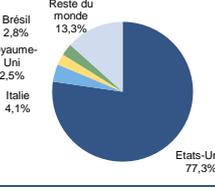
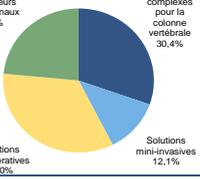
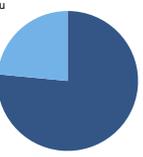
Tableau 20
Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues – (1/2)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
 MEDICREA		Medicrea conçoit, fabrique et commercialise une trentaine d'implants orthopédiques dédiés au traitement de pathologies complexes de la colonne vertébrale.	54,8 M€	Chiffre d'affaires 29,4 M€ Marge d'EBIT NS	NC	
 SpineGuard		SpineGuard conçoit et commercialise des dispositifs médicaux. Le PediGuard est le principal produit de la société. Le PediGuard est conçu à partir de la technologie <i>Dynamic Surgical Guidance</i> .	23,3 M€	Chiffre d'affaires 7,5 M€ Marge d'EBIT NS	Gamme PediGuard 100,0%	
 implanet		Implanet fabrique des implants destinés à la chirurgie orthopédique. Son principal produit, Jazz, destiné à améliorer le traitement des pathologies rachidiennes. Ses technologies s'adressent également au genou et à l'arthroscopie.	15,9 M€	Chiffre d'affaires 6,8 M€ Marge d'EBIT NS	Genou et Arthroscopie 47,6%	
 SPINEWAY		SpineWay conçoit, produit et vend des instruments chirurgicaux et des implants dédiés à la traumatologie de la colonne vertébrale. Sa gamme de produit permet de traiter 80% des fractures vertébrales.	14,4 M€	Chiffre d'affaires 5,1 M€ Marge d'EBIT NS	NC	
 Safe Orthopaedics		Safe Orthopaedics conçoit, fabrique et commercialise des implants et des instruments médicaux destinés à sécuriser la chirurgie de la colonne vertébrale par arthrodèse (fusion). Safe Orthopaedics a développé la gamme de produits SleriSpine (instruments stériles à usage unique).	9,6 M€	Chiffre d'affaires 2,4 M€ Marge d'EBIT NS	NC	

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : Les capitalisations boursières sont calculées au 30 septembre 2017.

Tableau 21
Présentation de l'échantillon de sociétés comparables retenues – (2/2)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2016R	CA 2016R par activité	CA 2016R par région
		Integra Lifesciences conçoit des technologies médicales dont le but est de limiter l'incertitude pour les chirurgiens. Integra propose des solutions innovantes en orthopédie, en neuro-chirurgie et en chirurgie générale ou reconstructive.	3 374 M€	Technologies orthopédiques et tissulaires 36,2% Chiffre d'affaires 839,4 M€ Marge d'EBIT 16,1%		
		Nuvasive est spécialisée dans la conception de dispositifs médicaux. Nuvasive a développé une gamme de produits et solutions mini-invasives destinés au traitement de la colonne vertébrale.	2760,2 M€	Dispositifs d'assistance chirurgicale 29,9% Chiffre d'affaires 814 M€ Marge d'EBIT 11,8%		
		Globus Medical est spécialisée dans la fabrication d'implants médicaux destinés à guérir les personnes atteintes de troubles musculo-squelettiques.	2470,6 M€	Technologies mini-invasives 49,0% Chiffre d'affaires 477,2 M€ Marge d'EBIT 28,9%		
		Orthofix est spécialisée dans la conception et la commercialisation de dispositifs médicaux. Orthofix propose aux praticiens des solutions de fusion régénératrices et orthopédiques.	725,1 M€	Fixation de la colonne vertébrale 17,7% Chiffre d'affaires 346,7 M€ Marge d'EBIT 8%		
		K2M développe des dispositifs médicaux, des implants et des solutions mini-invasives destinés à la chirurgie du rachis.	839,9 M€	Distributeurs internationaux 23,8% Chiffre d'affaires 200,2 M€ Marge d'EBIT NS		

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Note : Les capitalisations boursières sont calculées au 30 septembre 2017.

IX. Annexe 2 : détail des transactions intervenues dans le secteur

Merit Medical System / DFINE (Etats-Unis)

Le groupe Merit Medical System, spécialisé dans la conception de dispositifs médicaux à usage unique utilisés principalement en cardiologie, en radiologie et endoscopie, a acquis le 6 juillet 2016 la société DFINE. DFINE développe des solutions invasives dédiées au traitement des pathologies de la colonne vertébrale (tumeurs, métastases, fractures vertébrales à compression...). La transaction d'une valeur de 88 M€ portait sur l'intégralité du capital, au prix de 1,52€ par action. La transaction fait ressortir un multiple de chiffre d'affaires de 2,9x. Sur l'exercice 2015, le chiffre d'affaires de DFINE s'élevait à 30,2 M€

Zimmer Biomet / LDR (France)

Le groupe américain Zimmer Biomet, l'un des premiers fabricants mondiaux de matériel médical (technologies de remplacement des articulations, prothèses orthopédiques...), a annoncé le 9 juin 2016 l'acquisition de l'entreprise française LDR Medical, cotée au Nasdaq, spécialisée dans la conception d'implants et instruments pour la chirurgie du rachis (prothèses du rachis et prothèses cervicales notamment). Le montant de la transaction s'élève à 1 004 M€, soit une valeur de 33,3€ par action et un multiple de chiffre d'affaires de 6,3x. En 2015, LDR Medical a réalisé un chiffre d'affaires de 150 M€.

Keensight Capital /Aap Biomaterials (Allemagne)

Keensight Capital, acteur de référence en Europe du *Growth Private Equity*, en partenariat avec Tecres, société de premier plan dans le développement de ciments et substituts osseux, a conclu le 17 mars 2016 l'acquisition de l'intégralité du capital de la division Aap Biomaterial du groupe Aap Implatate, spécialiste de la fabrication de ciments osseux et de biomatériaux pour l'orthopédie. Cette acquisition a débouché sur la création de Demetra Holding, holding de contrôle de Tecres et Aap Implatate qui ont continué d'opérer comme deux entités distinctes. Le montant de la transaction s'élève à 36 M€, soit un multiple de chiffre d'affaires de 2,3x. Sur l'exercice 2015, le chiffre d'affaire de Aap Biomaterials s'élevait à 16 M€.

NuVasive / Ellipse Technologies (Etats-Unis)

NuVasive, l'un des leaders mondiaux de la conception de solutions mini-invasives destinées au traitement des pathologies de la colonne vertébrale, a réalisé l'acquisition en janvier 2016 d'Ellipse Technologies, spécialisée dans la conception d'implants destinés à traiter les déformations squelettiques complexes. Le montant de la transaction s'élève à 361 M€. En 2015, Ellipse Technologies a réalisé un chiffre d'affaires de 35,4 M€. La transaction fait ressortir un multiple de chiffre d'affaires de 10,2x.

Wright Medical / Tornier (Pays-Bas)

Le groupe Wright Medical, fabricant de dispositifs médicaux biologiques et axés sur les extrémités du corps (pied et main), a annoncé le 1^{er} octobre 2015 la signature d'un accord de fusion avec la société néerlandaise Tornier, spécialisée dans les instruments orthopédiques. L'opération publique d'échange s'est faite sur la base d'une action ordinaire Wright Medical pour 1,0309 action ordinaire Tornier. Ainsi, le montant de la transaction s'élève à 1 115 M€, soit un multiple de chiffre de chiffre d'affaires de 3,7x. Sur l'exercice 2014, le chiffre d'affaires de Tornier s'élevait à 300,2 M€.

Stryker / Small Bone Innovations (Etats-Unis)

Le groupe américain Stryker, fabricant de matériel médical destiné à l'orthopédie (prothèses articulaires, implants de traumatologie ou pour rachis notamment) a annoncé le 30 juin 2014 l'acquisition de la société Small Bone Innovations, spécialisée dans la conception et la vente de dispositifs orthopédiques dédiés au traitement des traumatismes subis par les os et articulations. La valeur de la transaction s'élève à 283,7 M€, soit un multiple de chiffre d'affaires de 7,5x. En 2013, Small Bone Innovations a réalisé un chiffre d'affaires de 48 M€.

Smith & Nephew / ArthroCare (Etats-Unis)

La société britannique Smith & Nephew, fabricant de genoux et hanches artificiels, a conclu le 3 février 2014 l'acquisition de l'intégralité du capital du groupe américain ArthroCare, spécialisé dans la conception d'équipements médicaux destinés à la médecine sportive. Le montant de la transaction s'élève à 1 051 M€, soit une valeur par action de 36,65€. Le montant de la transaction extériorise un multiple de chiffre d'affaires de 3,1x et un multiple d'Ebit de 16,7x. Sur l'exercice 2013, le chiffre d'affaire de ArthroCare s'élevait à 279,3 M€ et son résultat d'exploitation à 52,1 M€.

Confluent Surgical Product / Integra LifeSciences (Etats-Unis)

Integra LifeSciences, spécialisée dans la conception de solutions innovantes en orthopédie, en neuro-chirurgie et en chirurgie générale, a annoncé le 31 octobre 2013 l'acquisition de la branche Confluent Surgical Product du groupe Covidien. Cette branche est dédiée à la production de dispositifs médicaux de réparation des tissus mous crâniens. Le montant de la transaction s'élève à 196,6 M€. La transaction fait ressortir un multiple de chiffre d'affaires de 4,1x. Confluent Surgical Product a réalisé un chiffre d'affaires de 48,2 M€ sur l'exercice 2012.

Wright Medical / Biotech International (France)

Wright Medical, fabricant de dispositifs médicaux biologiques et axés sur les extrémités du corps (pied et main), a conclu le 16 octobre 2013 l'acquisition de la société française Biotech International, spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'implants pour la chirurgie dentaire et la chirurgie de la main et du pied. Le montant de la transaction s'élevait à 59,9 M€, soit un multiple de chiffre d'affaires de 5,4x. Biotech International a réalisé un chiffre d'affaires de 15 M€ en 2012.

RTI Biologics / Pioneer Surgical Tech (Etats-Unis)

RTI Biologics, fournisseur d'implants orthopédiques et biologiques, a conclu le 11 juin 2013 l'acquisition de la société américaine Pioneer Surgical Tech, fabricant d'équipements médicaux métalliques et synthétiques. Le prix d'acquisition s'est élevé à 98,9 M€ faisant ressortir un multiple de chiffre d'affaires de 1,47x. Sur l'exercice 2012, Pioneer Surgical Tech a réalisé un chiffre d'affaires de 67,1 M€ et un résultat d'exploitation de 1,35 M€.

X. Annexe 3 : Présentation détaillée du modèle Trival®

Le modèle d'évaluation Trival® d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

X.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'échelonnant de 35 millions€ pour le plus faible à plus de 700 milliards€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente

économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 %.

X.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.