

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

VISANT LES ACTIONS ET OBLIGATIONS A OPTION DE CONVERSION ET/OU D'ECHANGE EN ACTIONS
NOUVELLES OU EXISTANTES (« OCEANES ») DE LA SOCIETE :



INITIÉE PAR
ALPHATEC HOLDINGS, INC.



PRESENTEE PAR



ODDO BHF

PROJET DE NOTE EN RÉPONSE PRÉPARÉ PAR EOS IMAGING



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 5 mars 2021 conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le rapport du cabinet Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet d'EOS imaging (www.eos-imaging-finance.com) et de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org). Il est tenu à la disposition du public sans frais au siège social d'EOS imaging (10, rue Mercoeur, 75011 Paris, France) et peut être obtenu sans frais par toute personne qui en fait la demande.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de EOS imaging seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat, selon les mêmes modalités.

Un communiqué de presse sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	1
1.1.	Contexte et motifs de l'Offre.....	3
1.1.1.	Contexte de l'Offre	3
1.1.2.	Motifs de l'Offre.....	5
2.	RAPPEL DES TERMES DE L'OFFRE	6
2.1.	Termes de l'Offre.....	6
2.1.1.	Ajustement des termes de l'Offre.....	6
2.1.2.	Nombre et nature des Titres visés par l'Offre.....	6
2.1.3.	Situation des titulaires de Stock-Options.....	7
2.1.4.	Situation des titulaires d'Actions attribuées gratuitement	9
2.1.5.	Situation des titulaires des bons de souscription d'actions	10
2.1.6.	Situation des porteurs d'OCEANES	11
2.2.	Conditions de l'Offre	14
2.2.1.	Seuil de caducité.....	14
2.2.2.	Seuil de renonciation.....	15
2.2.3.	Autorisations réglementaires	15
2.2.4.	Consultation du Comité Social et Économique	16
2.3.	Modalités de l'Offre.....	16
2.3.1.	Procédure d'apport à l'Offre.....	17
2.3.2.	Centralisation des ordres	18
2.3.3.	Publication des résultats de l'Offre et Règlement-livraison	18
2.3.4.	Réouverture de l'Offre	18
2.3.5.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	19
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE	20
4.	AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE	29
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR L'OFFRE	29
6.	Intentions des membres du Conseil d'administration	31
7.	Intentions de la Société concernant les actions auto-détenues	31
8.	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	31
8.1.	Accord Relatif à l'Offre.....	31
8.2.	Engagements Fermes d'Apport à l'Offre	31
9.	Éléments relatifs à la Société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique	33
9.1.	Structure du capital de la Société	33
9.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	34
9.2.1.	Obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils statutaires.....	34
9.2.2.	Absence de droit de vote double	35

9.2.3.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote.....	35
9.2.4.	Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.....	36
9.3.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	36
9.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	36
9.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	36
9.6.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	37
9.6.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	37
9.6.2.	Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	38
9.7.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....	38
9.8.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	43
9.9.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	44
10.	Modalités de mise à disposition du document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société.....	44
11.	Personne assumant la responsabilité du Projet de Note en Réponse.....	45

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 231-13 et 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Alphatec Holdings, Inc., une société régie par les lois du Delaware dont le siège social est situé 5818, El Camino Real, Carlsbad, Californie 92008, Etats-Unis (« **Alphatec** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires et aux porteurs d'OCEANES d'EOS imaging, société anonyme de droit français au capital de 266.569,46 euros, dont le siège social est situé 10, rue Mercoeur, 75011 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 349 694 893 (« **EOS imaging** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») :

- (i) la totalité des actions de la Société admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (Compartiment C) sous le code ISIN FR0011191766, mnémonique « EOSI » (les « **Actions** ») au prix de 2,45 euros par Action EOS imaging ;
- (ii) la totalité des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes émises par la Société (les « **OCEANES** ») et admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR 0013334224, mnémonique YEOSI, au prix de 7,01 euros par OCEANE EOS imaging (coupon attaché dû le 31 mai 2021) et 6,81 euros par OCEANE (coupon détaché dû le 31 mai 2021),

les OCEANES étant ci-après désignées, ensemble avec les Actions, les « **Titres** ».

L'Offre porte sur :

- (i) la totalité des Actions de la Société :
 - qui sont d'ores et déjà émises, à l'exclusion des 53.363 actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 26.603.583 Actions; et
 - qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.3.4), à raison de (i) l'exercice des options de souscription ou d'achat d'actions EOS imaging (les « **Stock-Options** »), soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal théorique de 1.364.682 Actions (étant précisé que seules 6.000 de ces Actions correspondent à des Stock-Options dont le prix d'exercice est inférieur au prix de l'Offre), (ii) de l'exercice des bons de souscription d'actions de la Société (les « **BSA** »), soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal théorique de 350.000 Actions (étant précisé que le prix d'exercice des BSA est supérieur au prix de l'Offre) et (iii) de la conversion des OCEANES, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 5.000.693 Actions (en prenant pour hypothèse un ratio d'attribution d'actions (ou NRAA) à 1,151, sur la base d'une Date d'Ouverture de l'Offre au 1er avril 2021 tel que décrit à la section 2.1.6.2),

soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre d'Actions visées par l'Offre égal à 33.318.958 ; et

- (ii) la totalité des OCEANES de la Société en circulation, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 4.344.651 OCEANES.

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social d'EOS imaging s'élève à 266.569,46 euros divisé en 26.656.946 actions ordinaires de 0,01 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

L'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (à l'exception des Actions auto-détenues) moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre sur les Actions.

Dans le cas où la somme des nombres (i) d'Actions non transférées à l'Initiateur à la suite de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, et (ii) d'Actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANES non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, ne représenterait pas plus de 10% de la somme des Actions existantes et des Actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANES, l'Initiateur a également l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, d'une procédure de retrait obligatoire visant les OCEANES émises par EOS imaging non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre.

A la date du dépôt du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, l'Initiateur ne détient, seul ou de concert, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, aucun Titre de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du règlement général de l'AMF, ODDO BHF SCA, agissant en qualité de banque présentatrice de l'Offre pour le compte de l'Initiateur, a déposé l'Offre et le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'AMF le 5 mars 2021. ODDO BHF SCA garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation.

L'Offre est soumise au seuil légal de caducité visé aux articles L. 433-1-2 du Code monétaire et financier et 231-9, I du règlement général de l'AMF, tel que décrit à la section 2.2.1. L'Offre inclut également un seuil de renonciation, conformément à l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, tel que précisé à la section 2.2.2 (étant précisé que l'Initiateur se réserve le droit de renoncer à cette condition).

Il est précisé que le traitement des Actions Gratuites (tel que ce terme est défini à la section 2.1.4), Stock-Options et BSA émis par la Société est détaillé aux sections 2.1.3, 2.1.4 et 2.1.5 ci-dessous.

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1. Contexte de l'Offre

1.1.1.1. Négociations de l'Accord Relatif à l'Offre

L'Initiateur et la Société ont conclu un premier accord relatif au dépôt d'un projet d'offre publique d'achat à titre principal, comprenant une option subsidiaire en titres limitée à une fraction du capital, le 28 février 2020.

L'Initiateur a informé la Société le 24 avril 2020 de la résiliation de l'accord relatif au dépôt du projet d'offre publique en raison de son appréciation de l'impact de l'épidémie de COVID-19 sur la Société. La Société en a informé le marché par communiqué du 27 avril 2020.

La Société a contesté l'impact évoqué par l'Initiateur de l'épidémie de COVID-19 sur la Société et a par conséquent intenté une action judiciaire à l'encontre de l'Initiateur devant le Tribunal de commerce de Paris le 9 septembre 2020.

Après les incertitudes créées par la COVID-19 dépassées, l'Initiateur a renouvelé son intérêt auprès d'EOS imaging en faveur d'un rapprochement prenant la forme d'une offre publique d'achat sur les Titres de la Société, formalisé par une lettre d'intention en date du 30 octobre 2020. A la suite de la signature de cette lettre, l'Initiateur a eu accès, à compter du mois de novembre 2020, à un nombre limité d'informations sur la Société dans le cadre d'une procédure de *data-room* conformément à la position-recommandation n° 2016-08 de l'AMF du 26 octobre 2016 (Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée).

Lors de sa réunion du 15 décembre 2020, le Conseil d'administration d'EOS imaging a accueilli favorablement le principe de l'Offre (la « **Recommandation Initiale** ») et a approuvé à l'unanimité la signature d'un accord (*tender offer agreement*) décrivant les conditions relatives au dépôt du projet d'Offre (l'« **Accord Relatif à l'Offre** »). L'Accord Relatif à l'Offre a été signé le 16 décembre 2020. L'AMF a publié un avis annonçant le début d'une période de pré-offre le 17 décembre 2020.

L'Offre est également soutenue par les principaux actionnaires d'EOS imaging. A la date de la signature de l'Accord Relatif à l'Offre, l'Initiateur a reçu des engagements d'apport à l'Offre de la part de Fosun Pharmaceutical AG et Bpifrance Investissement (au nom et pour le compte de FPS Bpifrance Innovation I), représentant respectivement 12,93 % et 8,36 % du capital et des droits de vote de la Société. De manière similaire, Monsieur Mike Lobinsky, directeur général de la Société, et Madame Marie Meynadier, administrateur et fondatrice de la Société (ensemble avec Fosun Pharmaceutical AG et Bpifrance Investissement, les « **Actionnaires Engagés** »), se sont engagés le même jour à apporter les Actions de la Société qu'ils détiennent à l'Offre avant la Clôture de l'Offre, représentant respectivement 0,26 % et 1,45 % du capital et des droits de vote de la Société (chaque engagement étant ci-après individuellement désigné comme un « **Engagement Ferme d'Apport** » et collectivement désignés comme les « **Engagements Fermes d'Apport** »).

La signature de l'Accord Relatif à l'Offre, des Engagements Fermes d'Apport et l'annonce de l'Offre ont fait l'objet de communiqués de presse de l'Initiateur et de la Société le 17 décembre 2020, disponibles sur les sites internet de l'Initiateur (www.atecspine.com) et de la Société (www.eos-imaging-finance.com), décrivant les principales caractéristiques de l'Offre envisagée.

Le Conseil d'administration de la Société lors de sa réunion a également désigné unanimement, en application des dispositions de l'article 261-1, I, 2°, 4° et 5° du règlement général de l'AMF, le cabinet Accuracy (représenté par Monsieur Henri Philippe) comme expert indépendant afin d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

La Société a engagé la procédure d'information et de consultation des instances représentatives du personnel le 17 décembre 2020. Le comité social et économique d'EOS imaging, après avoir examiné les termes et conditions de l'Offre, a émis un avis favorable le 15 janvier 2021.

1.1.1.2. Clauses particulières de l'Accord Relatif à l'Offre

L'Accord Relatif à l'Offre détaille les termes et conditions de la coopération entre l'Initiateur et la Société jusqu'à la réalisation de l'Offre et contient notamment :

- les principales caractéristiques de l'Offre telles que détaillées à la section 2 du présent Projet de Note en Réponse ;
- un engagement usuel pris par la Société de gérer la Société dans le cours normal des affaires et de manière conforme avec les pratiques antérieures, ainsi qu'un certain nombre d'engagements spécifiques comme celui de ne pas distribuer de dividende en numéraire ou en nature sans l'accord préalable écrit de l'Initiateur ;
- les déclarations et garanties usuelles consenties par la Société à l'Initiateur (comme par exemple, l'organisation et l'existence, la composition précise de son capital social, l'exactitude de ses derniers comptes annuels consolidés présentés fidèlement, à tous égards importants, etc.) ;
- un engagement usuel de non-sollicitation d'une proposition d'offre concurrente ;
- les conditions de dépôt de l'Offre par l'Initiateur auprès de l'AMF ;
- le traitement de la situation des bénéficiaires des BSA, des Actions Gratuites et des Stock-Options ;
- l'engagement de la Société et de l'Initiateur de coopérer pleinement dans le cadre des travaux de l'Expert Indépendant, la préparation de la documentation relative à l'Offre, la réalisation de l'Offre, l'obtention des autorisations nécessaires et des accords de tiers éventuels qui seraient requis pour assurer la poursuite des contrats qui pourraient être remis en cause du fait du changement de contrôle au terme de l'Offre ; et

- la possibilité offerte à l’Initiateur, à la date du règlement-livraison des Actions apportées au cours de la première période d’ouverture de l’Offre, de désigner la majorité des membres du Conseil d’administration de la Société et l’engagement de la Société de faire en sorte et prendre toutes les mesures nécessaires afin que ces personnes soient élues ou nommées.

Conformément aux termes de l’Accord Relatif à l’Offre, la Société devra payer une indemnité de rupture (*break-up fee*) à hauteur de 2% du montant total de l’Offre, soit de 2 millions d’euros, à l’Initiateur si les circonstances suivantes se produisent :

- le Conseil d’administration de la Société n’émet pas l’avis motivé dans un certain délai convenu entre les parties ou le retire ou le modifie ;
- en cas de proposition d’offre faite par toute personne autre que l’Initiateur dans les conditions de l’article 232-7 du règlement général de l’AMF (la « **Proposition Concurrente** ») et non sollicitée par la Société ou pour son compte, le Conseil d’administration de la Société retire ou modifie sa Recommandation Initiale ou son avis motivé, et/ou approuve, recommande ou reste neutre face à cette Proposition Concurrente, ou bien résilie l’Accord Relatif à l’Offre afin de donner suite à cette Proposition Concurrente ;
- en cas de renonciation à l’Offre par l’Initiateur dans les conditions de l’article 232-11 du règlement général de l’AMF, sauf si celle-ci résulte d’une offre concurrente, sous réserve notamment que le Conseil d’administration ait continué à soutenir l’Offre.

L’Accord Relatif à l’Offre prévoit enfin l’engagement de l’Initiateur de voter, lors de la prochaine assemblée générale après le règlement-livraison de l’Offre, en faveur de toute résolution qui lui sera soumise en vertu de la réglementation applicable par le conseil d’administration de la Société concernant la rémunération du directeur général de la Société.

Par ailleurs, la Société s’est engagée à se désister de l’instance et de l’action intentée à l’encontre de l’Initiateur devant le Tribunal de commerce de Paris le 9 septembre 2020 relativement à la résiliation par ce dernier du premier accord conclu entre les deux parties le 28 février 2020.

L’Accord Relatif à l’Offre prendra fin de plein droit le 31 juillet 2021, sauf en cas de résiliation anticipée prévue dans l’Accord.

1.1.2. Motifs de l’Offre

L’Offre relève de la volonté et de la coopération de l’Initiateur et de la Société.

L’Offre permet à la fois à l’Initiateur et à la Société de renforcer leur position sur le marché mondial de l’orthopédie. L’Initiateur et EOS imaging sont deux précurseurs dans leurs domaines respectifs, porteurs de solutions innovantes pour la chirurgie orthopédique.

L’Initiateur a développé une solution à forte différenciation, qui permet au chirurgien de disposer au bloc opératoire d’une information qui associe voie d’approche, implants spécifiques, système de monitoring des voies nerveuses et la plateforme Informatix. EOS imaging apporte une solution unique et reconnue pour

fournir au chirurgien, à partir d'images basse dose bi-plan du patient en position debout, des mesures biomécaniques 3D à partir desquelles le clinicien peut notamment analyser l'équilibre sagittal du patient, planifier son geste et évaluer le résultat post-opératoire. La combinaison des offres des deux entreprises permettrait d'améliorer la prise en charge du patient, du diagnostic au contrôle post-opératoire et au suivi long terme. La complémentarité des expertises permettrait de renforcer la prise en compte des caractéristiques propres de l'implant et de sa mise en œuvre lors de la planification de l'intervention chirurgicale, apportant ainsi un meilleur contrôle aux cliniciens, et ce de façon unique sur le marché de la chirurgie orthopédique.

L'intégration des produits commencerait aux États-Unis, le plus grand marché orthopédique, où l'Initiateur a fait ses preuves et où l'entreprise combinée pourrait accroître considérablement sa présence grâce aux réseaux et implantations actuelles des deux sociétés. Elle pourrait être ensuite progressivement étendue aux marchés hors États-Unis, où EOS imaging poursuivrait dans un premier temps le déploiement de son offre actuelle.

2. RAPPEL DES TERMES DE L'OFFRE

2.1. Termes de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale régie par les dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires et porteurs d'OCEANES la totalité des Titres qui seront apportés à l'Offre, au prix de 2,45 euros par Action et de (i) 7,01 euros par OCEANE (coupon attaché dû au 31 mai 2021) et (ii) 6,81 euros par OCEANE (coupon détaché dû au 31 mai 2021).

2.1.1. Ajustement des termes de l'Offre

L'Accord Relatif à l'Offre prévoit que si la Société acquiert, directement ou indirectement, des Actions auto-détenues entre la date de dépôt de l'Offre et la date de règlement-livraison de l'Offre (en ce compris, le cas échéant, de l'Offre Réouverte), ou décide de procéder à toute distribution de dividende, d'acompte sur dividende, de réserve, de prime d'émission, ou au remboursement ou à l'amortissement de tout ou partie de son capital social, et que ce paiement, remboursement ou amortissement intervient avant le règlement de l'Offre ou bénéficie d'une date de référence antérieure à celle du règlement de la l'Offre, en ce compris, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (une « **Distribution** »), le prix de l'Offre sera réduit du montant par Action de la ou des Distributions.

Tout ajustement du prix par Action ou par OCEANE sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

2.1.2. Nombre et nature des Titres visés par l'Offre

A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur ne détient, directement ou indirectement, seul ou de concert, aucun Titre de la Société.

L'Offre porte sur :

- (i) la totalité des Actions de la Société :
- qui sont d’ores et déjà émises, à l'exclusion des 53.363 actions auto-détenues par la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 26.603.583 Actions ;
 - qui sont susceptibles d’être émises avant la clôture de l’Offre ou de l’Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.3.4), à raison de (i) l’exercice des Stock-Options de la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal théorique de 1.364.682 Actions (étant précisé que seules 6.000 de ces Actions correspondent à des Stock-Options dont le prix d'exercice est inférieur au prix de l'Offre), (ii) de l'exercice des bons de souscription d’actions de la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal théorique de 350.000 Actions (étant précisé que le prix d'exercice des bons de souscription d'actions est supérieur au prix de l'Offre)¹ et (iii) de la conversion des OCEANes, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 5.000.693 Actions (en prenant pour hypothèse un ratio d’attribution d’actions (ou NRAA) à 1,151, sur la base d’une Date d’Ouverture de l’Offre au 1er avril 2021 tel que décrit à la section 2.1.6.2),
- soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre d’Actions visées par l’Offre égal à 33.318.958 ;
- (ii) la totalité des OCEANes de la Société en circulation, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 4.344.651 OCEANes.

A la connaissance de la Société, il n’existe actuellement aucun autre titre de capital, valeur mobilière, titre financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société à l’exception des titres et droits mentionnés ci-dessous.

2.1.3. Situation des titulaires de Stock-Options

A la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans d’attribution de Stock-Options au bénéfice des mandataires sociaux et de certains salariés de la Société et de ses filiales pour un total de 1.364.682 Stock-Options en circulation à la date du Projet de Note en Réponse.

¹ Il est précisé, en tant que de besoin, que les détenteurs de 230.000 BSA se sont engagés à ne pas apporter leurs BSA à l’Offre.

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

	ESOP 2010 (2 ^{ème} émission)	ESOP 2012 (1 ^{ère} émission)	ESOP 2012 (2 ^{ème} émission)	ESOP 2019
Date d'émission	09/04/2010	16/01/2012	16/01/2012	20/12/2018
Date d'attribution	20/05/2011	21/09/2012	23/05/2014	30/01/2019
Nombre de Stock-Options en circulation	6.000	239.307	166.875	952.500
Nombre d'actions susceptibles d'être émises à l'exercice des Stock-Options	6.000	239.307	166.875	Maximum de 952.500, sous réserve des conditions de <i>vesting</i>
<u>En ce compris :</u> Mike Lobinsky				<i>250 000</i>
Date d'expiration	20/05/2021	21/09/2022	23/05/2024	30/01/2029
Prix d'exercice	1	4,07	6,14	2,68
Clauses d'accélération et de caducité automatique dans le contexte de l'Offre	<u>Non</u>	<u>Oui</u>	<u>Oui</u>	<u>Oui</u>

Par décision en date du 4 mars 2021, le Conseil d'administration a constaté que conformément à leurs termes et conditions, les Stock-Options émises en vertu du plan ESOP2019 non encore exerçables, deviendront exerçables à la Date d'Ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-dessous).

A la date du Projet de Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, le nombre total d'Actions nouvelles susceptibles d'être émises en cas d'exercice de l'ensemble des Stock-Options est de 1.364.682 Actions.

Conformément aux termes et conditions de chacun de leurs plans d’attribution :

- Les Stock-Options émises en vertu des plans ESOP 2012 (1^{ère} et 2^{ème} émission) et ESOP 2019 ont un prix d’exercice supérieur au prix de l’Offre et deviendront, à défaut d’exercice dans le cadre de l’Offre, automatiquement caduques au jour du règlement-livraison de l’Offre, le cas échéant.
- Les Stock-Options émises en vertu du plan ESOP 2010 ont un prix d'exercice inférieur au prix de l'Offre et sont donc susceptibles d’être exercées dans le cadre de l’Offre. L’exercice de l’intégralité des Stock-Options émises en vertu du plan ESOP 2010 donnerait lieu à l’émission de 6.000 Actions susceptibles d’être apportées à l’Offre. L’absence d’exercice des ESOP 2010 dans le cadre de l’Offre n’entraînera pas leur caducité.

2.1.4. Situation des titulaires d’Actions attribuées gratuitement

A la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans d’attribution d’Actions gratuites entre 2015 et 2017, dont les périodes d’acquisition respectives sont exprimées à la date du Projet de Note en Réponse (les « **Actions Gratuites** »).

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

	Plan 2015	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2017	Plan 2017
Nombre d’actions	146.000	107.500	16.000	50.000	155.500	20.000
Date d’assemblée générale	16/10/15	16/10/15	16/10/15	15/06/17	15/06/17	15/06/17
Date d’attribution	08/12/15	15/12/16	15/12/16	07/09/17	19/12/17	05/02/18
Date d’acquisition	08/12/17	15/12/18	15/12/18	07/09/19	19/12/19	05/02/20
Nombre d’actions en période d’acquisition	0	0	0	0	0	0
Date à laquelle la période de conservation expire	8/12/19	15/12/20	15/12/2020	7/09/21	19/12/21	05/02/22
Nombre d’actions soumises à l’obligation de conservation²	0	0	0	0	100.500	10.000

² Conformément aux termes et conditions des Actions Gratuites, les Actions Gratuites attribuées à des citoyens américains ne sont pas soumises à une obligation de conservation.

	Plan 2015	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2017	Plan 2017
Clause d'accélération applicable dans le cadre de l'Offre	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

A la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse et comme indiqué dans le tableau ci-dessus, il existe 110.500 Actions Gratuites dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, avant la clôture de l'Offre Réouverte (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** »).

Conformément aux termes des plans d'attribution, le Conseil d'administration, après avoir constaté qu'une période minimum de deux ans s'est écoulée depuis la date d'attribution, a décidé, au cours de sa réunion en date du 4 mars 2021 et en application de la clause d'accélération en cas d'offre, que les Actions Gratuites en Période de Conservation seront librement cessibles à compter de la Date d'Ouverture de l'Offre et pourront être apportées à l'Offre.

2.1.5. Situation des titulaires des bons de souscription d'actions

A la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un total de 350.000 bons de souscription d'actions non cotés sont en circulation (les « **BSA** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des BSA :

	BSA 2012	BSA 2016	IPF BSA
Date d'assemblée générale	16/01/2012	16/10/2015	17/06/2014
Date d'attribution	31/12/2012	25/01/2016	09/01/2015
Prix d'exercice	4,24	3,42	4,71
Prix de souscription	0,21	0,17	€540.000 pour 60.000 OBSA (avec 3 bons de souscription initialement attachés aux OBSA)
Nombre de BSA souscrits	40.000	190.000	120.000
Date d'expiration	31/12/2022	25/01/2026	31/05/2021
Nombre d'Actions susceptibles d'être souscrites	40.000	190.000	120.000
Bénéficiaires : Eric Beard	40.000		

	BSA 2012	BSA 2016	IPF BSA
Paula Ness Speers Gérard Hascoët IPF		40.000 150.000	120.000
Clause d'accélération dans le contexte de l'Offre	Oui	Oui	Non

Les BSA ne devraient pas être exercés dans le cadre de l'Offre dans la mesure où leur prix d'exercice est significativement supérieur au prix de l'Offre.

L'Offre ne vise pas :

- les BSA IPF qui ne sont pas librement cessibles et expirent le 31 mai 2021 ; et
- les BSA attribués à Monsieur Eric Beard, Monsieur Gérard Hascoët et Madame Paula Ness Speers. En effet, par courriers adressés à la Société, ces derniers se sont engagés à ne pas requérir que l'Offre vise leurs BSA et à ne pas apporter leurs BSA à l'Offre (sans préjudice de leur droit à l'exercice de leurs BSA, auquel cas les Actions en résultant pourraient être apportées à l'Offre). Les plans d'attribution de ces BSA prévoient une clause d'accélération dans le contexte de l'Offre et deviendront, à défaut d'exercice dans le cadre de l'Offre, automatiquement caducs au jour du règlement-livraison de l'Offre, le cas échéant.

Toutefois, les porteurs des BSA peuvent exercer leurs BSA et apporter les Actions en résultant à l'Offre.

2.1.6. Situation des porteurs d'OCEANES

Le 24 mai 2018, la Société a conclu un contrat de souscription avec Kepler Cheuvreux afin de procéder à l'émission de 4.344.651 OCEANES par placement privé auprès d'investisseurs institutionnels pour un montant nominal de 29.543.626,80 euros, soit une valeur nominale par OCEANE s'élevant à 6,80 € (le « **Contrat de Souscription** »). Les OCEANES ont été émises avec une échéance au 31 mai 2023 et portent intérêt au taux de 6 % par an, payable semestriellement à terme échu le 31 mai et le 30 novembre de chaque année (premiers intérêts payés le 30 novembre 2018). A la connaissance de la Société, 4.344.651 OCEANES sont en circulation à la date du présent Projet de Note en Réponse.

2.1.6.1. OCEANES apportées à l'Offre

Les porteurs d'OCEANES qui le souhaitent peuvent apporter leurs OCEANES à l'Offre dans les termes et conditions prévus aux paragraphes ci-dessus.

2.1.6.2. Droits des porteurs d'OCEANES en cas d'Offre

(i) Conversion ou échange des OCEANES en cas d'Offre

Conformément aux termes et conditions des OCEANES, dans la mesure où l'Offre est susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle (tel que ce terme est défini ci-dessous) de la Société, l'ouverture de l'Offre entraîne un ajustement du ratio d'attribution d'Actions pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique (tel que ce terme est défini ci-dessous), selon la formule suivante (le résultat sera arrondi conformément aux termes et conditions d'émission des OCEANES) :

$$\text{NRAA} = \text{RAA} \times [1 + (\text{Prime d'émission des OCEANES} \times (\text{J} / \text{JT}))]$$

Où :

- « **NRAA** » signifie le nouveau ratio d'attribution d'Actions applicable pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique ;
- « **RAA** » signifie le ratio d'attribution d'Actions en vigueur avant la Date d'Ouverture de l'Offre ;
- « **Prime d'émission des OCEANES** » signifie la prime, exprimée en pourcentage, que fait ressortir la valeur nominale unitaire des OCEANES par rapport au cours de référence de l'Action de la Société retenu au moment de la fixation des modalités définitives des OCEANES, soit 35 % ;
- « **J** » signifie le nombre de jours exact compris entre la Date d'Ouverture de l'Offre (inclusive) et la date d'échéance des OCEANES (exclue) ; et
- « **JT** » signifie le nombre de jours exact compris entre le 31 mai 2018 (inclus) et la date d'échéance des OCEANES (exclue), soit 1 826 jours.

En conséquence de l'Offre, le ratio d'attribution ajusté d'Actions (ou NRAA) est de 1,151 sur la base d'une Date d'Ouverture de l'Offre au 1er avril 2021, telle que prévue dans le calendrier indicatif figurant à la section 2.10 du Projet de Note d'Information. Le ratio étant dépendant de la Date d'Ouverture de l'Offre, il pourrait être modifié en cas de report ou d'avancement de cette date.

L'ajustement du ratio d'attribution d'Actions stipulé ci-dessus bénéficiera exclusivement aux porteurs d'OCEANES qui exerceront leur droit à l'attribution d'Actions, entre (et y compris) :

- le premier jour au cours duquel les Actions peuvent être apportées à l'Offre (la « **Date d'Ouverture de l'Offre** ») ; et
- (x) si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, la date qui sera 15 jours ouvrés après la publication par celle-ci du résultat de l'Offre (ou, en cas d'Offre Réouverte, la date qui sera 15 jours ouvrés après la publication par l'AMF du résultat de l'Offre

Réouverte), ou (y) si l'AMF constate que l'Offre est sans suite, la date de publication par l'AMF du résultat de l'Offre ; ou

- si l'Initiateur renonce à son Offre, la date à laquelle cette renonciation est publiée par l'AMF.

Cette période sera désignée la « **Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique** ».

Pour les besoins de ce paragraphe et du suivant, « **Changement de Contrôle** » signifie le fait, pour une ou plusieurs personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert, d'acquérir le contrôle de la Société, étant précisé que la notion de « contrôle » signifie, pour les besoins de cette définition, le fait de détenir (directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés elles-mêmes contrôlées par la ou les personnes concernées) (x) la majorité des droits de vote attachés aux Actions exerçables en assemblée générale ou (y) plus de 40 % de ces droits de vote si aucun autre actionnaire de la Société, agissant seul ou de concert, ne détient (directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés contrôlées par cet ou ces actionnaires) un pourcentage des droits de vote supérieur à celui ainsi détenu.

En cas d'exercice du droit d'attribution d'Actions pendant la Période d'Ajustement en cas d'Offre Publique, les actions correspondantes seront livrées dans un délai maximum de 3 jours ouvrés à compter de la date d'exercice des OCEANES.

En cas d'ajustement, la Société en informera les porteurs d'OCEANES au moyen d'un communiqué de presse diffusé par elle et mis en ligne sur son site Internet (www.eos-imaging-finance.com) au plus tard dans les 5 jours ouvrés qui suivent la prise d'effet du nouvel ajustement. Cet ajustement fera également l'objet d'un avis diffusé par Euronext dans les mêmes délais.

2.1.6.3. Remboursement anticipé en cas de Changement de Contrôle

En cas de Changement de Contrôle (ce qui serait le cas si l'Offre a une suite positive), la clause intitulée « *Remboursement anticipé au gré des porteurs d'OCEANES en cas de changement de contrôle* » figurant au Contrat de Souscription serait applicable (la « **Clause de Remboursement Anticipé** »).

En conséquence, les porteurs d'OCEANES qui n'auront pas apporté leurs OCEANES à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) pourront, s'ils le souhaitent, demander à EOS imaging le remboursement anticipé de tout ou partie de leurs OCEANES à la valeur nominale, ainsi que tout intérêt couru et impayé depuis la dernière date de paiement des intérêts (ou la date d'émission lorsqu'il n'y a pas eu de paiement d'intérêts depuis lors) jusqu'à la date de remboursement.

La Société informera les porteurs d'OCEANES du Changement de Contrôle par un communiqué de presse diffusé par la Société et mis en ligne sur son site Internet (www.eos-imaging-finance.com) et un avis diffusé par Euronext Paris au plus tard dans les 30 jours calendaires qui suivent le Changement de Contrôle (la « **Date de Notification** »).

Afin d'obtenir le remboursement de ses OCEANES en application de la Clause de Remboursement Anticipé, un titulaire d'OCEANES devra (i) transférer les OCEANES dont il entend exiger le remboursement, ou donner instruction à son teneur de compte de procéder audit transfert, au bénéfice de

l'établissement chargé du service financier en la personne de Société Générale (32, rue du Champ de Tir BP 18236, 44312 Nantes) (i) « **Agent Centralisateur** ») et (ii) lui adresser un avis d'exercice de remboursement anticipé dans les 30 jours calendaires suivant la Date de Notification.

Le produit du remboursement des OCEANES sera alors versé le septième jour ouvré suivant l'expiration de la période de 30 jours à compter de la Date de Notification aux porteurs d'OCEANES, sous réserve du transfert des OCEANES sur le compte de l'Agent Centralisateur.

2.1.6.4. Remboursement anticipé si les OCEANES en circulation représentent 15 % ou moins des OCEANES initialement émises

Conformément aux stipulations du Contrat de Souscription, la Société pourra, à son gré, à tout moment, sous réserve du respect d'un préavis d'au moins 30 jours calendaires, rembourser les OCEANES restant en circulation, à leur valeur nominale, ainsi que tout intérêt couru et impayé depuis la dernière date de paiement des intérêts (ou la date d'émission lorsqu'il n'y a pas eu de paiement d'intérêts depuis lors) jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé, si leur nombre est égal ou inférieur à 15 % du nombre des OCEANES initialement émises. En cas de succès de l'Offre, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à ce que la Société procède à un tel remboursement anticipé, en temps utile, conformément aux stipulations du Contrat de Souscription. Les porteurs d'OCEANES conserveront cependant la faculté d'exercer leur droit à l'attribution d'Actions jusqu'au 7ème jour ouvré inclus qui précède la date fixée pour le remboursement anticipé.

2.1.6.5. Remboursement anticipé en cas de radiation des Actions

Conformément aux stipulations du Contrat de Souscription, le représentant de la masse des porteurs d'OCEANES pourra, à la demande de tout porteur d'OCEANES, sur simple notification écrite adressée à la Société, avec une copie à l'Agent Centralisateur, rendre immédiatement exigible la totalité, et uniquement la totalité, des OCEANES à la valeur nominale, ainsi que tout intérêt couru et impayé depuis la dernière date de paiement des intérêts (ou la date d'émission lorsqu'il n'y a pas eu de paiement d'intérêts depuis lors) jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé (exclue), notamment dans l'hypothèse où les actions de la Société ne seraient plus admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris.

Par conséquent, ce remboursement anticipé pourrait être obtenu dans les conditions visées ci-dessus, en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions, dans les conditions décrites à la section 1.2.6 du Projet de Note d'Information.

2.2. Conditions de l'Offre

2.2.1. Seuil de caducité

En application des articles L. 433-1-2 du Code monétaire et financier et 231-9, I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque de plein droit si à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'Actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieur à 50% (le « **Seuil de Caducité** »). La détermination de ce seuil s'effectuera conformément aux dispositions de l'article 234-1 du règlement général de l'AMF.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif, ou le cas échéant provisoire, de l'Offre.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Titres apportés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

2.2.2. Seuil de renonciation

Conformément aux dispositions de l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la faculté, jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre en cas de non-atteinte du seuil des deux tiers (66,66%) du capital et des droits de vote de la Société, sur une base totalement diluée (le « **Seuil de Renonciation** »).

Conformément à l'Accord Relatif à l'Offre et pour les besoins du calcul du Seuil de Renonciation, il sera tenu compte :

- (i) au numérateur (a) des Actions apportées à l'Offre, (b) des Actions pouvant être émises lors de la conversion ou de l'échange des OCEANes apportées à l'Offre et (c) des Actions auto-détenues la Société ;
- (ii) au dénominateur, de la totalité des Actions composant le capital social de la Société en circulation à la clôture de l'Offre et les Actions susceptibles d'être émises au titre de la conversion ou de l'échange des OCEANes ainsi que de l'exercice des Stock-Options émises en vertu du plan ESOP 2010.

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

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

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

2.2.3. Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à aucune condition au titre du contrôle des concentrations et notamment à aucune autorisation délivrée par les autorités de la concurrence de l'Union Européenne ou des Etats-Unis.

L'Offre entre dans le champ des dispositions des articles L. 153-1 et suivants et R. 151-1 et suivants du Code monétaire et financier relatives au contrôle des investissements étrangers en France. La demande d'autorisation a été déposée auprès du Ministère chargé de l'Economie, des Finances et de la Relance de la République française le 8 janvier 2021.

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

2.2.4. Consultation du Comité Social et Économique

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation du comité social et économique au niveau de l'unité économique et sociale EOS imaging immédiatement après la signature de l'Accord Relatif à l'Offre. Le 15 janvier 2021, le comité social et économique de l'unité économique et sociale EOS imaging a émis un avis favorable sur l'Offre.

2.3. Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 5 mars 2021. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la Société a déposé auprès de l'AMF le même jour le Projet de Note en Réponse comprenant notamment le rapport de l'expert indépendant, l'avis du comité social et économique et l'avis motivé du Conseil d'administration en application des dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une décision de conformité relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la Note d'Information et de la Note en Réponse.

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront tenues gratuitement à la disposition du public, au plus tard à la veille de l'ouverture de l'Offre, au siège de la Société. Ces documents seront aussi disponibles sur les sites Internet de la Société (www.eos-imaging.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié par la Société et sera diffusé en application des dispositions de l'article 221-4, IV du règlement général de l'AMF.

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

2.3.1. Procédure d'apport à l'Offre

Sur la base du calendrier indicatif de l'Offre figurant à la section 2.10 du Projet de Note d'Information, l'Offre serait ouverte pendant une période allant du 1er avril 2021 au 7 mai 2021.

Les actionnaires et les porteurs d'OCEANES de la Société peuvent apporter respectivement leurs Actions et leurs OCEANES à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte.

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

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

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

Les actionnaires de la Société dont les actions inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société (tenus par son mandataire, la Société Générale, société anonyme dont le siège social est à Paris, 29, boulevard Haussmann, ayant pour numéro unique d'identification 552 120 222 R.C.S. Paris, agissant par l'intermédiaire de son établissement Société Générale Securities Services, 32 rue du Champ de Tir CS 30812 44308 Nantes CEDEX 3, France) devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour apporter leurs Actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur (sauf indication contraire du teneur de registre).

Les intermédiaires financiers devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au « nominatif administré » ou au porteur des Actions ou OCEANES apportées à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte).

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

Les frais éventuellement dus par les actionnaires de la Société apportant leurs Actions à l'Offre (et le cas échéant à l'Offre Réouverte) demeurent à leur charge.

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige quel qu'en soit l'objet ou le fondement se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents du ressort de la cour d'appel de Paris.

2.3.2. Centralisation des ordres

La centralisation des ordres d'apport d'Actions de la Société à l'Offre sera réalisée par Euronext Paris.

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

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

2.3.3. Publication des résultats de l'Offre et Règlement-livraison

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

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

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

2.3.4. Réouverture de l'Offre

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

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre décrites aux sections 2.3.1 et 2.3.2 du Projet de Note d'Information, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

Toutefois, l'Initiateur se réserve la possibilité, dans l'hypothèse où il serait en mesure et déciderait de mettre en œuvre un retrait obligatoire directement à l'issue de l'Offre dans les conditions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF et décrites à la section 1.2.6 du Projet de Note d'Information, de demander à l'AMF de mettre en œuvre un tel retrait obligatoire dans les dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'Offre ne serait pas réouverte.

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

2.3.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France et n'a fait l'objet d'aucune formalité ni d'aucun enregistrement en dehors de France.

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

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

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

Les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information, du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect des restrictions légales est susceptible de constituer une violation des lois et des règlements applicables en matière boursière dans certaines juridictions. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales applicables.

Restrictions relatives aux États-Unis d'Amérique

Concernant les États-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à des personnes résidentes des États-Unis ou *US Persons* au sens du *Regulation S* pris en vertu de l'*US Securities Act* de 1933. En conséquence, aucun exemplaire et aucune copie du Projet de Note d'Information, du Projet de Note en Réponse et aucun autre document relatif au Projet de Note d'Information, au Projet de Note en Réponse ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, diffusé aux États-Unis de quelque manière que ce soit (y compris, sans limitation, les transmissions par courrier électronique, courrier postal, télécopie, télex et téléphone).

Aucun actionnaire ou porteur d'OCEANes de la Société ne pourra apporter ses Titres à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note d'Information, du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'est pas une personne se trouvant aux États-Unis ou *US Person* telle que définie au *Regulation S* pris en vertu de l'*US Securities Act* de 1933, tel que modifié (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou a transmis son ordre d'apport,

et (iv) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ces instructions en dehors des Etats-Unis.

Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de Titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus sauf en cas d'autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier.

Pour les besoins de la présente section, on entend par Etats-Unis d'Amérique les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, l'un quelconque de ces Etats ainsi que le district de Columbia.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'OFFRE

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 4 mars 2021 afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Le Conseil d'administration était alors composé de la façon suivante :

- M. Eric Beard, membre indépendant du Conseil d'administration ;
- M. Gérard Hascoët, Président du Conseil d'administration ;
- Mme Michèle Lesieur, membre indépendant du Conseil d'administration ;
- M. Mike Lobinsky, directeur général et membre du Conseil d'administration ;
- Mme Marie Meynadier, membre du Conseil d'administration ; et
- M. Antoine Vidal, membre du Conseil d'administration.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés.

La délibération du Conseil d'administration contenant l'avis motivé suivant, adopté à l'unanimité des membres présents et représentés ayant participé au vote de la délibération³, est reproduite ci-dessous :

« Le Président du Conseil d'administration rappelle que lors de sa réunion du 15 décembre 2020, le Conseil d'administration a approuvé à l'unanimité la signature d'un nouvel accord décrivant les conditions relatives au dépôt par Alphatec Holdings, Inc. (« ATEC » ou l' « Initiateur ») d'un projet d'offre publique d'achat visant la totalité des actions et des OCEANes émises par la Société (l' « Offre »), conclu le 16 décembre 2020 (l' « Accord Relatif à l'Offre »), et accueilli favorablement le principe de l'Offre.

Au cours de cette réunion, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l' « AMF ») et aux meilleures pratiques de gouvernance, le Conseil d'administration a décidé de constituer un comité ad hoc présidé par Mme Michèle Lesieur et composé du

³ Il est précisé que M. Mike Lobinsky, Directeur Général s'est abstenu de prendre part à la délibération et au vote.

Président du Conseil d'administration et de Mme Michèle Lesieur (le « Comité ad hoc »). Le Comité ad hoc a notamment eu pour mission de recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le Conseil d'administration dans le cadre de l'Offre, d'assurer le suivi de sa mission, de préparer un projet d'avis motivé et d'émettre une recommandation sur l'Offre au Conseil d'administration.

Le Président du Conseil d'administration indique au Conseil d'administration qu'il lui appartient désormais d'examiner le projet d'Offre qui devrait être déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF ce jour et d'émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF.

Il précise qu'afin de permettre aux membres du Conseil d'administration d'avoir toute l'information leur permettant d'émettre un avis motivé, les documents suivants relatifs à l'Offre ont été communiqués aux membres du Conseil d'administration préalablement à la présente réunion :

- *l'Accord Relatif à l'Offre qui comprend notamment les principaux termes et conditions de l'Offre ;*
- *le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient en particulier les motifs et les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par ODDO BHF agissant en qualité de banque présentatrice (le « Projet de Note d'Information ») ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société (le « Projet de Note en Réponse ») ;*
- *l'avis rendu par le Comité Social et Economique de l'UES EOS imaging (« CSE ») en date du 15 janvier 2021 ;*
- *le rapport de l'Expert Indépendant (tel que ce terme est défini ci-dessous) relatif aux conditions financières de l'Offre, en date du 4 mars 2021 ; et*
- *la recommandation rendue par le Comité ad hoc.*

➤ ***Principales caractéristiques de l'Offre***

Après avoir pris connaissance des documents relatifs à l'Offre mentionnés ci-dessus, le Conseil d'administration constate d'abord que :

- *l'Offre résulte des termes de l'Accord Relatif à l'Offre négocié entre la Société et ATEC, dont la conclusion a été autorisée par le Conseil d'administration du 15 décembre 2020 et les principaux termes sont rappelés à la Section 1.1.1 du Projet de Note en Réponse ;*
- *l'Offre consiste en une offre publique d'achat visant :*
 - (i) *la totalité des actions de la Société au prix de 2,45 euros par action, reflétant une prime de 40,8 % sur la base du dernier cours de clôture de l'action EOS avant l'annonce de l'Offre, le 16 décembre 2020, et de respectivement 42,4%, 55,1% et 61,2% sur le cours moyen*

pondéré par le volume de l'action EOS sur les vingt, soixante et cent-vingt derniers jours précédant cette date, et

(ii) la totalité des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes émises par la Société (les « OCEANES ») au prix de (x) 7,01 euros par OCEANE (coupon attaché dû le 31 mai 2021), reflétant une prime de 13,7 % sur le cours de clôture des OCEANES au 16 décembre 2020, ou (y) 6,81 euros par OCEANE (coupon détaché dû le 31 mai 2021), reflétant une prime de 10,4 % sur le cours de clôture des OCEANES au 16 décembre 2020 ;

- *l'Offre est soumise au seuil légal de caducité visé aux articles L. 433-1-2 du Code monétaire et financier et 231-9, I du règlement général de l'AMF. Ainsi, l'Offre sera caduque de plein droit si à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieur à 50%. Si le seuil de caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les titres apportés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.*

L'Offre inclut également un seuil de renonciation, conformément à l'article 231-9, II du règlement général de l'AMF. Ainsi, l'Initiateur se réserve la faculté, jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre en cas de non-atteinte du seuil des deux tiers (66,66%) du capital et des droits de vote de la Société, sur une base totalement diluée. Pour les besoins du calcul du seuil de renonciation, il est tenu compte (i) au numérateur (a) des actions apportées à l'Offre, (b) des actions pouvant être émises lors de la conversion ou de l'échange des OCEANES apportées à l'Offre et (c) des actions auto-détenues la Société et (ii) au dénominateur, de la totalité des actions composant le capital social de la Société en circulation à la clôture de l'Offre et les actions susceptibles d'être émises au titre de la conversion ou de l'échange des OCEANES ainsi que de l'exercice des stock-options émises en vertu du plan ESOP 2010. Si le seuil de renonciation n'est pas atteint, l'Initiateur se réserve le droit, jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, de renoncer à l'Offre. En cas d'exercice de cette faculté par l'Initiateur, les titres apportés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

- *ATEC a l'intention de demander la mise en œuvre, si les conditions sont réunies, en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions EOS non apportées à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre ;*

Par ailleurs, dans le cas où la somme des nombres (i) d'actions non transférées à l'Initiateur à la suite de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, et (ii) d'actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANES non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, ne représenterait pas plus de 10% de la somme des actions existantes et des actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANES, l'Initiateur a également l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation

à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, d'une procédure de retrait obligatoire visant les OCEANes émises par EOS imaging non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre.

- l'opération est soutenue par les principaux actionnaires d'EOS. Le 16 décembre 2020, ATEC a reçu des engagements d'apport à l'Offre de Fosun Pharmaceutical AG et de Bpifrance Investissement (au nom et pour le compte de FPS Bpifrance Innovation I) portant sur l'intégralité de leurs actions EOS, représentant respectivement 12,93 % et 8,36 % du capital et des droits de vote de la Société. De la même manière, Monsieur Mike Lobinsky, directeur général et administrateur de la Société, et Madame Marie Meynadier, administrateur et fondatrice de la Société, se sont engagés le même jour à apporter leurs actions à l'Offre, représentant respectivement 0,26 % et 1,45 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- aucune observation n'a été reçue ni par la Société, ni par l'Expert Indépendant, ni par l'AMF, de la part des actionnaires minoritaires de la Société concernant le projet d'Offre depuis l'annonce du projet d'Offre.

Le Président du Conseil d'administration rappelle ensuite les diligences effectuées par le Conseil d'administration aux fins de la préparation de cet avis motivé et notamment (i) le processus et le fondement de la désignation d'un expert indépendant appelé à rendre un rapport sur les conditions financières de l'Offre, (ii) les principales diligences effectuées pour la préparation de cet avis motivé, (iii) les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant et (iv) les conclusions du Comité ad hoc.

➤ **Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant**

Dans le cadre de l'accord initial relatif à l'offre conclu avec ATEC le 28 février 2020, la Société avait initié un processus d'appel d'offres au cours duquel différents cabinets d'expertise avaient été informés de manière précise et complète de la mission envisagée, des termes et modalités de cette mission, de son fondement réglementaire, ainsi que des situations de conflit d'intérêt identifiées. Le 28 février 2020, le Conseil d'administration a étudié les propositions d'intervention de deux cabinets d'expertise et a notamment tenu compte des références et expériences des candidats, de leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du profil des équipes dédiées ainsi que des honoraires proposés, pour classer les différentes offres.

A l'issue de cette revue, le Conseil d'administration avait nommé M. Henri Philippe (Accuracy) en tant qu'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1, I-2°, 4° et 5° du règlement général de l'AMF, après avoir notamment pris en considération :

- la déclaration d'indépendance du cabinet Accuracy ;
- les moyens humains déployés par le cabinet Accuracy pour cette mission, avec une équipe qualifiée dédiée à l'évaluation et disposant d'expérience en la matière ;
- les moyens matériels dont dispose le cabinet Accuracy pour l'accomplissement de cette mission, y compris notamment l'accès à des bases de données financières ;
- la réputation professionnelle du cabinet Accuracy ;

Le Collège de l'AMF réuni le 14 avril 2020 ne s'était pas opposé à sa désignation en application des dispositions de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF et de l'article 2 de l'instruction AMF DOC-2006-08.

A compter de sa nomination et jusqu'à la résiliation de l'accord initial relatif à l'offre par ATEC le 24 avril 2020, M. Henri Philippe avait initié ses travaux sur la Société mais n'avait rendu aucun rapport ou attestation d'équité.

Lors de sa réunion du 15 décembre 2020, le Conseil d'administration a décidé à l'unanimité de ses membres présents ou représentés et conformément aux dispositions de l'article 261-1, I-2°, 4° et 5° du règlement général de l'AMF, de suivre la recommandation du Comité ad hoc et les administrateurs indépendants ou n'étant pas en situation de conflit dans le cadre de l'Offre ont ainsi désigné M. Henri Philippe (Accuracy) en tant qu'expert indépendant (l' « Expert Indépendant ») chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Accuracy a été désigné sur la base de la proposition d'intervention figurant en Annexe 3, qui expose notamment l'expérience, la composition et les qualifications du personnel dédié à cette mission ainsi que ses moyens matériels.

Préalablement à cette réunion, les membres du Comité ad hoc s'étaient réunis de manière informelle et avaient recommandé que M. Henri Philippe soit désigné en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre et ce dans le prolongement de sa mission initiale, lui permettant de poursuivre sa mission de la manière la plus efficace possible.

➤ **Principales diligences accomplies aux fins de la préparation de cet avis motivé**

Le Président du Conseil d'administration rappelle que la mission de l'Expert Indépendant a consisté à préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et conformément à l'instruction AMF DOC-2006-08.

Le Conseil d'administration a assuré le suivi des travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre prévu par la réglementation applicable. Le Conseil d'administration s'est notamment assuré que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l'étude de l'Offre.

Le Conseil d'administration lui a notamment transmis son plan d'affaires à jour au 4 février 2021 tel qu'approuvé par le comité stratégique de la Société. Ce plan d'affaires représente la meilleure estimation des prévisions de la Société à ce jour et est la seule donnée prévisionnelle pertinente.

➤ **Conclusions du rapport de l'Expert Indépendant**

Le Président du Comité ad hoc prend la parole et invite M. Henri Philippe, représentant du cabinet Accuracy, à présenter une synthèse des diligences effectuées par le cabinet et à exposer oralement les principales conclusions de leur rapport sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

L'Expert Indépendant a conclu (i) qu'il n'avait identifié aucun élément qui permette de penser que les accords conclus avec les dirigeants de la Société, les actionnaires cédants, ou que les accords connexes

conclus avec d'anciens dirigeants ou administrateurs de la Société, ont biaisé les conditions financières de l'Offre et (ii) que les conditions de cette Offre sont équitables, d'un point de vue financier, pour les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.

➤ **Conclusions du Comité ad hoc**

Dans le cadre de l'exécution de sa mission, le Comité ad hoc s'est réuni avec l'Expert Indépendant les 4 et 24 février 2021. Lors de ces réunions, l'Expert Indépendant a confirmé au Comité ad hoc que l'ensemble des documents et informations nécessaires à la réalisation de sa mission lui avaient bien été communiqués en temps utile. L'Expert Indépendant a par ailleurs présenté aux membres du Comité ad hoc son programme de travail détaillé, les diligences accomplies dans le cadre de sa mission et l'état d'avancement de ses travaux. Les membres du Comité ad hoc ont discuté avec l'Expert Indépendant des méthodes d'évaluation financière utilisées et des principaux indicateurs financiers analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de l'environnement dans lequel elle évolue. L'Expert Indépendant, après avoir présenté au Comité ad hoc ses diligences, a communiqué au Comité ad hoc ses conclusions préliminaires sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Mme Michèle Lesieur, en tant que présidente du Comité ad hoc, indique que les membres du Comité ad hoc, après avoir revu les principales caractéristiques de l'Offre telles que présentées ci-dessus et dans le Projet de Note d'Information, ont relevé sur la base des principales intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir :

- S'agissant de l'intérêt et des conséquences de l'Offre pour la Société et ses salariés :
 - *Stratégie industrielle et commerciale et activité future : ATEC a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de maintenir et de développer ses activités dans les domaines de l'imagerie médicale et des solutions orthopédiques avancées.*
 - *Intentions en matière d'emploi : L'Offre s'inscrit dans une politique de poursuite et de développement de l'activité d'imagerie de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence significative sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et de gestion des ressources humaines.*
 - *Composition des organes de direction et du conseil d'administration de la Société : Sous réserve d'une suite positive de l'Offre, la composition du conseil d'administration de la Société reflètera la nouvelle composition de l'actionnariat à l'issue de l'Offre dans le respect des bonnes pratiques applicables en matière de gouvernement d'entreprise. Il est précisé que conformément aux engagements fermes d'apport conclus décrits ci-dessus : (i) Fosun Pharmaceutical AG s'est engagé à faire en sorte que son représentant au Conseil d'administration, Monsieur Antoine Vidal, démissionne rapidement après le règlement-livraison initial de l'Offre et, à la demande d'ATEC, qu'il vote en faveur de la cooptation du représentant désigné par ATEC afin de le remplacer et (ii) Mme Marie Meynadier et M. Mike Lobinsky devront, si ATEC le requiert après le règlement-livraison initial de l'Offre, démissionner de leur mandat d'administrateur de la Société et, à la demande d'ATEC, voter en faveur des représentants désignés par ATEC afin de les remplacer.*

- *Intentions en matière de retrait obligatoire - Radiation de la cote : Dans le cas où à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, le nombre d'actions non présentées par des actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'EOS imaging, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (à l'exception des actions auto-détenues) moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre sur les actions.*

Dans le cas où la somme des nombres (i) d'actions non transférées à l'Initiateur à la suite de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, et (ii) d'actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANES non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, ne représenterait pas plus de 10% de la somme des actions existantes et des actions susceptibles d'être émises à la suite de la conversion des OCEANES, l'Initiateur a également l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, d'une procédure de retrait obligatoire visant les OCEANES émises par EOS imaging non présentées à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre.

De surcroît, l'Initiateur se réserve la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, seul ou de concert, au moins 90 % du capital et des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement, seul ou de concert, à cette date, dans les conditions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et les OCEANES, si les actions non détenues directement ou indirectement par ATEC, seul ou de concert, à cette date, et les actions susceptibles d'être émises à raison de la conversion des OCEANES qui ne sont pas détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, seul ou de concert, à cette date, ne représentent pas plus de 10 % de la somme des actions existantes et des actions susceptibles d'être créées du fait de la conversion des OCEANES.

- *Intentions en matière de fusion et d'intégration : En fonction des résultats de l'Offre, ATEC se réserve la possibilité d'étudier une éventuelle fusion de la Société (ou d'autres entités du groupe EOS imaging) avec lui-même ou d'autres entités du groupe ATEC, ou tout autre transfert d'actifs ou d'activités, y compris par voie d'apport ou de cession, entre la Société (ou d'autres entités du groupe EOS imaging) et ATEC (ou toute entité du groupe ATEC) ou toute autre mesure en vue d'augmenter sa participation dans EOS imaging. ATEC se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société (ou d'autres entités du groupe EOS imaging). À ce jour, aucune décision n'a été prise et aucune étude de faisabilité n'a été mise en œuvre.*

- S'agissant de l'intérêt et des conséquences de l'Offre pour les actionnaires de la Société:
- *Prix de l'Offre : Le prix de l'Offre de 2,45 euros par action offre une prime de 40,8 % sur la base du dernier cours de clôture de l'action de la Société le 16 décembre 2020 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre) et de respectivement 42,4 %, 55,1 % et 61,2 % sur la moyenne du cours de l'action EOS imaging pondérée par des volumes sur les vingt, soixante et cent-vingt derniers jours précédant l'annonce de l'Offre*

S'agissant des OCEANES, le prix de l'Offre de 7,01 euros par OCEANE (coupon attaché dû le 31 mai 2021) et 6,81 euros par OCEANE (coupon détaché dû le 31 mai 2021) extériorise une prime de respectivement 13,7 % et 10,4 % sur le cours de clôture des OCEANES le 16 décembre 2020.

L'Expert Indépendant a constaté que le prix de l'Offre faisait ressortir une prime sur l'ensemble des références et méthodologies de valorisation considérées et que le prix de l'Offre était équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANES de la Société.

- *Politique de distribution de dividendes : La politique de distribution continuera d'être examinée par les organes sociaux de la Société, au regard notamment de l'intérêt social de la Société, des résultats de la Société, de sa capacité financière et des besoins de financement du groupe que formeront ATEC et la Société au titre de ses plans de développement. À ce jour, aucune décision n'a été prise.*

Ayant terminé ses travaux, le Comité ad hoc a considéré à l'unanimité que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et a par conséquent recommandé au Conseil d'administration d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre.

➤ **Conclusions du Conseil d'administration**

A la suite de ce qui précède, des discussions s'ensuivent.

À la lumière des éléments soumis au Conseil d'administration et notamment des intentions exprimées par l'Initiateur, des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant et des conclusions du Comité ad hoc, le Conseil d'administration, à l'unanimité des membres présents et représentés⁴, :

- *prend acte que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires, tant au regard du niveau de prix proposé, des conditions de l'Offre que sur la teneur des accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre ;*
- *prend acte que le CSE a rendu un avis favorable sur l'Offre ;*

⁴ L'ensemble des administrateurs de la Société étant présents ou réputés présents et votant dans le même sens que les membres du Comité ad hoc afin que la présente décision puisse être valablement prise. Il est précisé que M. Mike Lobinsky, Directeur Général s'est abstenu de prendre part à la délibération et au vote.

- *prend acte de la recommandation du Comité ad hoc, qui a considéré à l'unanimité que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, ses actionnaires et ses salariés et a par conséquent recommandé au Conseil d'administration d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;*
- *prend acte que l'Offre est soutenue par les actionnaires principaux de la Société, Fosun Pharmaceutical AG et Bpifrance Investissement, ainsi que la fondatrice et le Directeur Général de la Société qui ont conclu des engagements d'apport à l'Offre ;*
- *constate que l'ensemble des administrateurs ont fait part de leur intention d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent ;*
- *estime en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le Projet de Note d'Information, est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires et les porteurs d'OCEANES qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre, de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale à des conditions leur permettant de bénéficier d'une prime significative par rapport au cours de bourse ;*
- *décide d'émettre un avis favorable sur l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société et aux porteurs d'OCEANES d'apporter leurs actions et leurs OCEANES à l'Offre ;*
- *décide que les 53.363 actions auto-détenues, représentant 0,23% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société, ne seront pas apportées à l'Offre conformément aux termes de l'Accord Relatif à l'Offre;*
- *approuve le Projet de Note en Réponse tel qu'il lui a été transmis et donne tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de finaliser ce document et le déposer auprès de l'AMF ;*
- *donne tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de (i) finaliser, signer et déposer auprès de l'AMF le Projet de Note en Réponse et toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société, (ii) signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, en ce compris tout communiqué de presse ou toute demande de suspension de la cotation sur Euronext Paris ;*
- *plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre (y compris la diffusion de tout communiqué de presse conformément à la réglementation applicable). »*

4. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail, le comité social et économique de l'unité économique et sociale d'EOS imaging (le « **Comité Social et Economique** ») a été consulté dans le cadre de l'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société et a rendu le 15 janvier 2021 un avis motivé sur le projet d'Offre.

Le Comité Social et Economique n'a pas désigné d'expert-comptable en application des dispositions de l'article L. 2312-45 du Code du travail.

L'avis du Comité Social et Economique est reproduit dans son intégralité en Annexe 1, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L. 2312-46 du Code du travail.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR L'OFFRE

Le Conseil d'administration a désigné, lors de sa réunion en date du 15 décembre 2020 et en application de l'article 261-1, I-2°, 4° et 5° du règlement général de l'AMF, le cabinet Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant, afin d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

La conclusion du rapport de l'expert indépendant, établi en date du 4 mars 2021, est en partie reproduite ci-dessous :

« Le 17 décembre 2020, EOS Imaging SA (la « Société ») a annoncé que son Conseil d'Administration avait approuvé la signature d'un accord relatif au dépôt d'un projet d'offre publique (Tender Offer Agreement) avec le groupe américain Alphatec Holdings, Inc. (ci-après « ATEC » ou « l'Initiateur »), groupe de technologie médicale coté au Nasdaq et spécialisé dans le développement de solutions et de dispositifs médicaux innovants pour la chirurgie du rachis. Le 28 février 2020, un premier accord avait été conclu entre la Société et ATEC aux termes duquel ce dernier s'était engagé à lancer une offre publique d'achat sur les titres EOS Imaging, mais cet accord avait finalement été résilié par ATEC le 24 avril 2020 en raison de son appréciation de l'impact de l'épidémie de la Covid-19 sur EOS Imaging.

« Selon les termes du nouvel accord, ATEC doit déposer une offre publique d'achat en numéraire (« l'Offre ») au prix de 2,45 € par action EOS Imaging. L'Offre vise également l'intégralité des OCEANEs en circulation émises par EOS Imaging et proposera à leurs détenteurs un prix de (i) 7,01€ par OCEANE (coupon dû le 31 mai 2021 attaché) ou de (ii) 6,81€ (coupon dû le 31 mai 2021 détaché). L'Offre ne porte pas sur les bons de souscription d'actions de la Société encore en circulation dans la mesure où, soit ces instruments ne sont pas librement cessibles, soit leurs détenteurs ont signé des actes de renonciation préalablement au dépôt de l'Offre. Enfin, dans l'hypothèse où les conditions applicables seraient remplies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a par ailleurs indiqué qu'il se réservait la possibilité de demander, conformément à la réglementation boursière, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (portant, selon le cas, sur les actions ou les actions et OCEANEs).

« Les deux principaux actionnaires d'EOS Imaging, Fosun Pharma et Bpifrance Investissement (agissant en sa qualité de société de gestion de FPS Bpifrance Innovation I), de même que la fondatrice et ex-dirigeante Marie Meynadier et le directeur général actuel Mike Lobinsky, également administrateurs de la Société, se

sont d'ores et déjà engagés à apporter leurs titres (représentant au total 23,0% du capital et droits de vote de la Société) à l'Offre.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné Accuracy en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Plus précisément, l'intervention d'Accuracy se justifie au titre de trois des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance. » (alinéa I – 2°)*
- (ii) « Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée. » (alinéa I – 4°)*
- (iii) « 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. » (alinéa I – 5°)*

A la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui permette de penser que les accords conclus avec les dirigeants de la Société, les actionnaires cédants, ou que les accords connexes conclus avec d'anciens dirigeants ou administrateurs de la Société, ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

S'agissant de l'équité des conditions financières de l'Offre en tant que telles, elle repose à notre avis sur le respect des deux conditions suivantes :

- (i) Les prix proposés par l'Initiateur intègrent correctement la Valeur Intrinsèque des actions et des OCEANEs, c'est-à-dire la valeur de marché de ces titres à la veille de l'Offre.*
- (ii) Ces prix ne traduisent pas d'inégalité de traitement entre les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.*

Afin d'examiner ces deux conditions, nous avons tout d'abord observé que le prix de l'Offre proposé aux porteurs d'OCEANEs est très légèrement supérieur au Prix de Remboursement Anticipé. Il respecte de ce fait les dispositions spécifiques prévues dans le contrat d'émission des OCEANEs en cas d'offre publique susceptible d'entraîner un changement de contrôle. A cet égard, nous avons souligné que, en raison de l'évolution défavorable du cours de l'action depuis l'émission des OCEANEs, la référence donnée par le Prix de Remboursement Anticipé s'avérait autrement plus favorable pour le porteur d'OCEANE que la référence donnée par le Prix de Conversion, même après l'ajustement du ratio d'attribution prévu en cas d'offre publique.

Par ailleurs, s'agissant de l'action, nous avons observé que le prix de l'Offre proposé extériorisait une prime significative par rapport à la Valeur Transactionnelle, et donc, à plus forte raison, par rapport à la Valeur Intrinsèque de la Société, telle qu'estimée via une évaluation multicritères. Cette prime s'élève à 39,6% sur la base du résultat donné par la méthode DCF (considérée en l'espèce comme la méthode la plus pertinente pour estimer la Valeur Transactionnelle de la Société).

S'agissant de l'OCEANE, nous avons observé également que le prix de l'Offre proposé extériorisait une prime par rapport à notre estimation de la Valeur Intrinsèque. Cette prime atteint respectivement 7,0%, 6,9% et 6,1% selon que l'on intègre dans le modèle d'évaluation théorique des OCEANES une valeur de l'action égale au dernier cours coté avant l'annonce de l'Offre, le résultat de la méthode DCF ou le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur.

En conclusion, sur la base de ce qui précède, nous considérons que les conditions de cette Offre sont équitables, d'un point de vue financier, pour les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre. »

Le rapport de l'expert indépendant, contenant une attestation d'équité au vu duquel le Conseil d'administration a émis son avis motivé sur l'Offre, est reproduit in extenso en Annexe 2.

6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Certains membres du Conseil d'administration (M. Mike Lobinsky et Mme Marie Meynadier⁵) ont conclu avec l'Initiateur, en date du 16 décembre 2020, des Engagements Fermes d'Apport à l'Offre, tels que présentés aux sections 1.3.2 du Projet de Note d'Information et 8.2 du présent Projet de Note en Réponse.

Les autres membres du Conseil d'administration de la Société ont fait part de leur intention d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent.

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

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 53.363 de ses propres actions, dont l'intégralité sont détenues par Gilbert Dupont pour le compte de la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité qui a été suspendu le 17 décembre 2020.

La Société s'est engagée dans le cadre de l'Accord Relatif à l'Offre à apporter ses actions auto-détenues à l'Offre uniquement en cas de demande de l'Initiateur en ce sens.

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

8.1. Accord Relatif à l'Offre

L'Initiateur et la Société ont conclu l'Accord Relatif à l'Offre le 16 décembre 2020, tel que décrit à la section 1.1.1 du présent projet de Note en Réponse.

8.2. Engagements Fermes d'Apport à l'Offre

En date du 16 décembre 2020, l'Initiateur a conclu avec les Actionnaires Engagés, tels qu'ils sont définis à la section 1.1.1 du présent projet de Note en Réponse des Engagements Fermes d'Apport portant sur

⁵ Il est précisé que la société Fosun Pharma, à laquelle Monsieur Antoine Vidal est lié, a également conclu un Engagement d'Apport à l'Offre.

l'intégralité des Titres qu'ils détiennent dans la Société à la date de signature desdits Engagements ainsi que ceux qu'ils seraient susceptibles d'acquérir ou de recevoir jusqu'à la clôture de l'Offre.

Ces Engagements Fermes d'Apport portent ainsi sur :

- 3.446.649 Actions détenues par Fosun Pharmaceutical AG représentant 12,93 % du capital de la Société ;
- 2.230.222 Actions détenues par Bpifrance Investissement représentant 8,36% du capital de la Société ;
- 386.959 Actions détenues par Madame Marie Meynadier représentant 1,45 % du capital de la Société ; et
- 70.400 Actions détenues par Monsieur Mike Lobinsky représentant 0,26 % du capital de la Société ;

Soit au total 6.134.230 Actions de la Société représentant 23 % du capital de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse (les « **Actions Apportées** »).

Ces Engagements Fermes d'Apport portent également sur toutes autres Actions ou OCEANes que les Actionnaires Engagés viendraient à acquérir avant la clôture de l'Offre (les « **Titres Additionnels Apportés** »).

Par ailleurs, les Engagements Fermes d'Apport prévoient notamment que les Actionnaires Engagés s'engagent :

- à ne pas provoquer ou permettre le transfert (sauf au profit de l'Initiateur ou de l'une de ses affiliées) ou de quelque manière que ce soit discuter, négocier ou faire une offre concernant le transfert de l'une quelconque des Actions Apportées ou des Titres Additionnels Apportés ou accepter toute offre ou conclure un accord ou un arrangement avec toute autre personne pour réaliser l'une de ces actions ; et
- à ne pas directement ou indirectement, seul ou de concert avec un tiers, (i) prendre toute mesure destinée à faire échouer, empêcher, gêner ou retarder l'Offre, ou (ii) solliciter, encourager, conclure, poursuivre ou autre participer de quelque manière que ce soit à toute discussion ou négociation relative à une proposition d'offre et à informer immédiatement l'Initiateur de toute approche par un tiers qui peut raisonnablement conduire à une proposition d'offre.

Les engagements pris par les Actionnaires Engagés sont nuls en cas de dépôt par un tiers d'une offre publique concurrente à un prix plus élevé et déclarée conforme par l'AMF. Ils s'appliqueront de nouveau et de plein droit si l'Initiateur ou l'une de ses affiliées dépose une offre de surenchère à un prix plus élevé d'au moins 2 % ou représentant une amélioration significative par rapport à l'offre concurrente déposée par la tierce personne et que cette offre en surenchère est déclarée conforme par l'AMF.

Ces Engagements Fermes d'Apport comportent également des dispositions relatives à la gouvernance de la Société qui sont détaillées à la section 1.2.4 du Projet de Note d'Information.

9. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

9.1. Structure du capital de la Société

A la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société, d'un montant de 266.569,46 euros, est divisé en 26.656.946 actions de 0,01 euro chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date du dépôt du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Base non-diluée :

Actionnaires	Nombre d'actions ⁶	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Fosun Pharmaceutical AG	3.446.649	12,93	3.446.649	12,93
Bpifrance Investissement ⁷	2.230.222	8,37	2.230.222	8,37
Marie Meynadier	386.959	1,45	386.959	1,45
Mike Lobinsky	70.400	0,26	70.400	0,26
Total Actionnaires Engagés	6.134.230	23,01	6.134.230	23,01
Actions auto-détenues	53.363	0,20	53.363	0,20
Flottant ⁸	20.469.353	76,79	20.469.353	76,79
TOTAL	26.656.946	100 %	26.656.946	100 %

⁶ Sur la base d'un capital non dilué.

⁷ Agissant en sa qualité de société de gestion de FPS Bpifrance Innovation I.

⁸ Compte non tenu des 6.059.333 Actions susceptibles d'être émises au titre des Stock-Options, des BSA et des OCEANES.

Base diluée :

Actionnaires	Nombre d'actions ⁹	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ¹⁰	% des droits de vote théoriques
Fosun Pharmaceutical AG	3.446.649	10,53	3.446.649	10,53
Bpifrance Investissement ¹¹	2.230.222	6,82	2.230.222	6,82
Marie Meynadier	386.959	1,19	386.959	1,19
Mike Lobinsky	320.400	0,98	320.400	0,98
Total Actionnaires Engagés	6.384.230	19,52	6.384.230	19,52
Actions auto-détenues	53.363	0,16	53.363	0,16
Flottant	26.278.686	80,32	26.278.686	80,32
TOTAL	32.716.279	100 %	32.716.279	100 %

Les franchissements de seuils déclarés à la Société entre le 9 juin 2020 et la date du dépôt du Projet de Note en Réponse sont décrits à la section 9.3 du Projet de Note en Réponse.

Les caractéristiques des instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société ainsi que leur traitement dans le cadre de l'Offre sont décrits à la section 2 du présent Projet de Note en Réponse.

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

A l'exception de ce qui suit, les statuts de la Société ne prévoient pas de disposition particulière pouvant entraîner des restrictions à l'exercice ou au transfert des actions et des droits de vote de la Société.

9.2.1. Obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils statutaires

Outre les obligations légales et réglementaires de déclaration en cas de franchissement de seuils, les statuts de la Société prévoient une obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils statutaires.

⁹ Sur la base d'un capital entièrement dilué, compte tenu des 6.059.333 Actions susceptibles d'être émises au titre des Stock-Options, des BSA et des OCEANES.

¹⁰ Le nombre total de droits de vote étant, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

¹¹ Agissant en sa qualité de société de gestion de FPS Bpifrance Innovation I.

En application de l'article 8.3 des statuts de la Société, « toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, de quelque manière que ce soit, au sens des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, directement ou indirectement, une fraction égale à trois pour cent (3%) du capital ou des droits de vote de la Société, doit communiquer à la Société les informations visées à l'article L.233-7-I du code de commerce (notamment le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède) au moyen d'une lettre recommandée avec demande d'avis de réception, ou par tout autre moyen équivalent pour les personnes résident hors de France, adressée au siège social dans le délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil.

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

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

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

Sous réserve des dispositions de l'article 8.3 des statuts de la Société relatives à la privation des droits de vote en cas de non-respect des obligations relatives aux déclarations de franchissements de seuils, les statuts ne contiennent pas de restriction à l'exercice des droits de vote.

9.2.2. Absence de droit de vote double

L'instauration d'un droit de vote double généralisée par la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle (dite loi Florange) a été écartée dans le cadre de la 24ème résolution de l'Assemblée Générale Mixte du 17 juin 2015.

9.2.3. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice des droits de vote

Aux termes d'un contrat de souscription conclu le 17 juillet 2018 entre la Société et Fosun Pharmaceutical AG, la Société a procédé, le 7 décembre 2018, à une augmentation de capital d'un montant de 15.061.856,13 euros, par émission de 3.446.649 actions nouvelles (les « **Actions Nouvelles** ») au bénéfice de Fosun Pharmaceutical AG.

Aux termes du contrat de souscription et sous réserve de certaines exceptions détaillées dans la note d'opération relative à l'augmentation de capital, la Société s'est engagée, pendant une période de cinq ans à compter de la date de réalisation de l'augmentation de capital et tant que Fosun détiendra au moins 25% du nombre d'Actions Nouvelles, à offrir à Fosun la possibilité de souscrire aux augmentations de capital qui seraient réalisées sans droit préférentiel de souscription.

Aux termes d'un avenant au contrat de souscription signé le 17 janvier 2019, Fosun s'est engagé à ne pas exercer plus de deux-tiers de ses droits de vote pour voter en faveur des résolutions concernées et corrélativement à exercer au moins le tiers de ses droits de vote restant pour voter contre lesdites résolutions.

Fosun ne sera pas tenu à un tel engagement dans l'hypothèse où il renoncerait à exercer son droit de souscrire aux augmentations de capital susvisées préalablement au vote sur les résolutions concernées, ce dont le marché serait informé avant ledit vote.

Fosun s'est engagé à apporter l'intégralité des Actions qu'il détient dans le cadre de l'Offre au terme d'un Engagement Ferme d'Apport (tel que décrit à la section 8.1 du présent Projet de Note en Réponse). Par conséquent, en cas de succès de l'Offre, les parties ne seront plus tenues aux engagements susvisés.

9.2.4. Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société

À la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

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

A la connaissance de la Société, à la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme indiqué à la section 9.1 ci-dessus.

Depuis le 9 juin 2020, la Société a connaissance des franchissements de seuil suivants :

- Par courrier adressé à l'AMF le 28 décembre 2020, la société de droit de l'état du Delaware The Goldman Sachs Group, Inc. a déclaré avoir franchi en hausse, le 22 décembre 2020, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société.
- Par courrier adressé à l'AMF le 28 décembre 2020, la société de droit de l'état du Delaware The Goldman Sachs Group, Inc. a déclaré avoir franchi en baisse, le 23 décembre 2020, les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

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

Néant.

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

Néant.

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

9.6.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de personnes physiques ou morales dont le nombre est fixé par l'assemblée générale ordinaire dans les limites de la loi.

Le règlement intérieur adopté le 11 juillet 2019 fixe à trois membres au minimum la composition du Conseil d'administration.

Toute personne morale doit, lors de sa nomination, désigner une personne physique en qualité de représentant permanent au Conseil d'administration.

La durée du mandat du représentant permanent est la même que celle de l'administrateur personne morale qu'il représente. Lorsque la personne morale révoque son représentant permanent, elle doit aussitôt pourvoir à son remplacement. Les mêmes dispositions s'appliquent en cas de décès ou démission du représentant permanent.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois années. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééligibles ; ils peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale des actionnaires.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Les nominations effectuées par le conseil sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

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

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

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

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

9.6.2. Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi et les règlements en vigueur.

9.7. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du Conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Le Conseil d'administration exerce enfin les pouvoirs spéciaux qui lui sont conférés par la loi.

L'article 12.3 des statuts de la Société prévoit que pour la validité des délibérations du Conseil, le nombre des membres présents doit être au moins égal à la moitié des membres. Les décisions du Conseil d'administration sont prises à la majorité simple des voix ; en cas de partage des voix, celle du président de séance n'est pas prépondérante.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi, les règlements en vigueur et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat d'actions, dont le détail est précisé ci-après :

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
AG du 5 juin 2019 (21ème résolution)	Délégation à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique comportant une composante d'échange	26 mois (5 août 2021)	52.475 euros ⁽¹⁾ et dans la limite du plafond global de 91.832 euros ⁽²⁾	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
	initiée par la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription (articles L.225-129 à L.225-129-6, L.225-148, L.228-91, L.228-92 du Code de commerce)			
AG du 5 juin 2019 (22ème résolution)	Délégation à l'effet de décider, sans droit préférentiel de souscription, l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions à émettre immédiatement ou à terme par la Société, en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces, en dehors d'une offre publique d'échange (articles L.225-129 à L.225-129-6, L.225-147, L.228-91 du Code de commerce)	26 mois (5 août 2021)	26.237 euros ⁽¹⁾ et 10% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'opération) et dans la limite du plafond global de 91.832 euros ⁽²⁾	Néant
AG du 30 juin 2020 (21ème résolution)	Délégation à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au	26 mois (30 août 2022)	53.232,49 euros ⁽¹⁾ et dans la limite du plafond global de 200.000 euros ⁽³⁾	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
	capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, par voie d'offre au public visée à l'article L.411-2 du Code monétaire et financier dite « par voie de placement privé »			
AG du 30 juin 2020 (22ème résolution)	Délégation à l'effet de procéder à des augmentations de capital, par émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, réservées à des catégories de bénéficiaires avec suppression du droit préférentiel de souscription	18 mois (30 décembre 2021)	200.000 euros ⁽¹⁾ et dans la limite du plafond global de même montant ⁽³⁾	Néant
AG du 30 juin 2020 (23ème résolution)	Autorisation à l'effet d'attribuer gratuitement des actions au profit des membres du personnel salarié, ou de certaines catégories d'entre eux et des mandataires sociaux de la Société et des sociétés ou groupements qui lui sont liés	38 mois (30 août 2023)	5% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de la décision de leur attribution)	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
AG du 30 juin 2020 (24ème résolution)	Délégation à l'effet de décider l'émission de bons de souscription d'actions ordinaires, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de catégories de personnes	18 mois (30 décembre 2021)	2% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de la mise en œuvre de la délégation)	Néant
AG du 5 juin 2019 (19ème résolution)	Délégation à l'effet de procéder à l'émission, avec ou sans maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions à émettre immédiatement et/ou à terme par la Société, visée aux articles L. 225-129 à L. 225-129-6 et L. 228-91 et suivants du Code de commerce	26 mois (5 août 2021)	78.713 euros ⁽¹⁾ et dans la limite du plafond global de 91.832 euros ⁽²⁾	Néant
AG du 5 juin 2019 (20ème résolution)	Délégation à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription visé aux articles L.225-135 et suivants du Code de commerce	26 mois (5 août 2021)	Dans la limite de 15% de l'émission initiale et dans la limite du plafond global de 91.832 euros ⁽²⁾	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du Projet de Note en Réponse
AG du 20 décembre 2018 (4ème résolution)	Autorisation à l'effet de consentir des options de souscription et/ou d'achat d'actions de la Société, aux mandataires sociaux et salariés de la Société ou de sociétés du groupe, emportant renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription aux actions émises du fait de la levée d'options de souscription (articles L.225-177 et suivants du Code de commerce)	38 mois (20 février 2022)	8,5% du capital au 20 décembre 2018	1.362.000 stock-options ont été attribués par le Conseil d'administration du 30 janvier 2019
AG du 30 juin 2020 (18ème résolution)	Autorisation en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	18 mois (30 décembre 2021)	10% du capital dans la limite d'un plafond global de 5.000.000 euros	
AG du 30 juin 2020 (19ème résolution)	Autorisation en vue de réduire le capital social de la Société par voie d'annulation d'actions acquises au titre de l'autorisation de rachat d'actions de la Société	18 mois (30 décembre 2021)	10% du capital par période de 24 mois	

(1) Plafond autonome

(2) Montant nominal global des augmentations de capital décidées sur le fondement des 19^{ème} à 22^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 5 juin 2019 plafonné à 91.832 € (23^{ème} résolution).

(3) Montant nominal global des augmentations de capital décidées sur le fondement des 21^{ème} et 22^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 30 juin 2020 plafonné à 200.000 € (25^{ème} résolution).

9.8. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

À la connaissance de la Société, les accords suivants contiennent des dispositions spécifiques susceptibles d'avoir une incidence en cas de changement de contrôle de la Société :

- Emission des OCEANES :

Les termes et conditions de conversion ou de remboursement anticipé, le cas échéant, des OCEANES sont décrits à la section 2.1.6 du présent Projet de Note en Réponse.

- Convention de licence entre ARTS et EOS imaging en date du 28 juillet 2011 :

Par une convention de licence, en date du 28 juillet 2011, ARTS concède à la Société, une licence d'exploitation mondiale sur les droits de propriété intellectuelle (brevets et logiciels) relatifs à la technologie permettant la reconstruction en 3D à partir d'une, deux ou plusieurs vues radiographiques planes. Cette licence est exclusive pour le domaine médical relatif à la reconstruction en 3D du système ostéo-articulaire à partir de clichés plans de rayons X. EOS imaging est autorisée à consentir des sous-licences sur la technologie concédée, pour une durée n'excédant pas celle de la licence.

Ce contrat est conclu pour une durée courant, en l'absence de résiliation anticipée, jusqu'au 31 décembre 2024.

Conformément aux termes et conditions du contrat, ARTS pourrait, notamment, résilier la licence de façon anticipée si les trois conditions suivantes étaient cumulativement réunies (i) changement de contrôle de la Société (ii) à l'issue duquel une nouvelle personne morale se substituerait à la Société et (iii) si celle-ci refusait d'assumer les droits et obligations de la Société aux termes de la licence.

- Convention de licence entre l'Ecole de Technologie Supérieure (ETS) et EOS imaging en date du 2 novembre 2011

Par une convention de licence, en date du 2 novembre 2011, ETS concède à la Société, une licence d'exploitation mondiale sur les droits de propriété intellectuelle (brevets et logiciels) relative à la technologie permettant la reconstruction en trois dimensions à partir de deux ou quatre vues planes.

Ce contrat est conclu pour une durée courant, en l'absence de résiliation anticipée, jusqu'au 31 décembre 2024.

Conformément aux termes et conditions du contrat, ETS pourrait, notamment, résilier la licence de façon anticipée si les trois conditions suivantes étaient cumulativement réunies (i) changement de contrôle de la Société (ii) à l'issue duquel une nouvelle personne morale se substituerait à la Société et (iii) si celle-ci refusait d'assumer les droits et obligations de la Société aux termes de la licence.

9.9. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le contrat de travail de Mike Lobinsky en qualité de Président Amérique du Nord prévoit une indemnité de fin de contrat de six mois de salaire en cas de licenciement sans cause réelle et sérieuse, de départ suite à son transfert sur un lieu de travail distant de plus de 50 miles de son domicile, ou d'une violation des termes du contrat, constatée par celui-ci et après mise en demeure à l'employeur d'avoir à le respecter restée sans effet.

Le contrat ne prévoit pas d'indemnité de licenciement pour les autres cas de rupture du contrat de travail.

10. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de la Société (www.eos-imaging-finance.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social d'EOS imaging (10, rue Mercoeur, 75011 Paris) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

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

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

M. Mike Lobinsky

Directeur général

EOS imaging

ANNEXE 1
Avis motivé des membres du CSE

PROCES-VERBAL DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE de l'UES EOS Imaging 15 Janvier 2021

Le comité social et économique de l'Unité Economique et Sociale EOS Imaging située 10 rue Mercœur 75011 Paris a tenu une réunion exceptionnelle le 15 Janvier 2021, à 11h30.

Membres du CSE

- Eric MAULAVE, Président du CSE
- Sylvain JEANNE (CSE Titulaire, Secrétaire, Collège Cadres)
- Claire PICARD (CSE Titulaire, Collège cadre)
- Romain CANIVET (CSE Titulaire, Collège non-cadre)
- Véronique DELABIT (CSE Titulaire, Collège cadre)
- Stéphane BLEAS (CSE Titulaire, Collège cadre)
- Julien LEBRUN (CSE Titulaire, Collège cadre)

Invités

- Hélène ROTY, DRH
- Valérie WORRALL, CFO

1. Conformément aux dispositions des articles L.2312-42 et suivants du Code du travail :

Poursuite de l'information du CSE en vue de sa consultation sur le projet d'offre publique d'acquisition dont EOS Imaging est la cible

Le CSE aurait aimé pouvoir comparer un prévisionnel d'EOS pour les trois prochaines années, seul et considérant la fusion Atec/EOS. Atec n'ayant pas mis à disposition ce travail, seul le premier prévisionnel a été fourni aux élus du CSE.

Ce prévisionnel, très optimiste, laisse entrevoir une rentabilité d'ici deux ans. Le CSE se demande donc l'intérêt de l'OPA pour EOS. Valérie et Eric apportent les éléments de réponse suivant :

- Les OCEANES qui arrivent à échéance en 2023 posent un problème pour attirer de nouveaux investisseurs. Une levée de fonds sur Euronext étant difficile, l'accès au NASDAQ est très intéressant
- Le prévisionnel est très optimiste, mais il comporte un niveau de risque. De plus, malgré une rentabilité atteinte d'ici deux ans, la dette restera à rembourser
- Des services peuvent apparaître en doublon entre EOS et Atec. Mais la fusion des deux entités créerait des nouvelles activités pour ces mêmes services



EOS imaging SA

10, rue Mercœur
75011 Paris France
+33 (0)1 55 25 60 60

EOS imaging, Inc.

4980 Constellation Drive
St. Paul, MN 55127 USA
+1 (866) 933 5301

Corporate Information

Capital social : 265 899,46 €
N° TVA : FRO9 349 694 893

2. Consultation (vote) du CSE sur le projet d'offre publique d'acquisition

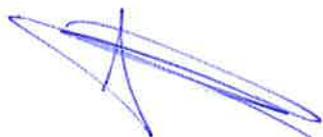
Le CSE émet un avis positif sur le projet d'offre publique d'acquisition. Cette opération permet de répondre aux problèmes de financement d'EOS et aux inquiétudes quant à la situation économique de l'entreprise. De plus la complémentarité d'EOS et Atec en terme de produits laisse entrevoir des perspectives intéressantes. En revanche, le CSE reste inquiet sur la pérennité des emplois à court terme pour les services redondants entre les deux entreprises, notamment à la suite d'absence de réponses d'Atec sur ce sujet. Le CSE regrette un manque de visibilité sur l'intégration d'EOS au sein d'Atec. Enfin, la situation financière d'Atec, principalement son endettement, ne rassure pas le CSE.

La séance a été levée à 11h55

Fait à Paris, le 15 Janvier 2021

Le secrétaire du CSE,

Sylvain Jeanne



ANNEXE 2
Rapport de l'Expert Indépendant



in excellent company

Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique
d'Alphatec Holdings, Inc.
sur les actions et OCEANES d'EOS Imaging

4 mars 2021

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique d'Alphatec Holdings, Inc. sur les actions et OCEANes d'EOS Imaging SA

EOS Imaging SA (ci-après « **EOS Imaging** », la « **Société** », la « **Cible** ») est une société de technologie médicale (*Medtech*) qui conçoit, développe et commercialise un dispositif médical d'imagerie innovant peu irradiant dédié aux pathologies ostéo-articulaires et à l'orthopédie (technologie par rayons X), baptisé *EOS®*. Depuis quelques années, la Société a également développé des applications permettant la modélisation de l'ensemble du corps du patient et la planification chirurgicale. Créée en 1989 par le Prix Nobel de Physique 1992, Georges Charpak, *EOS Imaging* a installé depuis sa création 400 équipements à travers le monde. Elle a enregistré un chiffre d'affaires de près de 24 m€ en 2020 et affiche des pertes opérationnelles depuis sa création.

Introduite en bourse en février 2012 et cotée depuis au compartiment C du marché réglementé d'*Euronext* à Paris, *EOS Imaging* voyait sa capitalisation boursière s'élever à 46 m€ préalablement à l'annonce de l'offre décrite ci-dessous. *EOS Imaging* n'a pas d'actionnaire de contrôle et son capital est très largement réparti, puisqu'aucun actionnaire ne détient plus de 15% du capital. À fin décembre 2020, les principaux actionnaires détenaient 21,29 % du capital et des droits de vote de la Société et se répartissaient comme suit : *Fosun Pharma* (12,93 %), *Bpifrance Investissement* (8,36 %). À cette même date, le reste du capital (soit 78,71 %) était assez équitablement réparti entre investisseurs financiers, notamment *Oddo AM*, *Saint Olive Gestion*, *Aviva Investors France* et *Covéa Finance* et les actionnaires individuels.

Le 17 décembre 2020, la Société a annoncé que son Conseil d'Administration avait approuvé la signature d'un accord relatif au dépôt d'un projet d'offre publique (*Tender Offer Agreement*) avec le groupe américain *Alphatec Holdings, Inc.* (ci-après « **ATEC** » ou « **l'Initiateur** »), groupe de technologie médicale coté au *Nasdaq* et spécialisé dans le développement de solutions et de dispositifs médicaux innovants pour la chirurgie du rachis. Le 28 février 2020, un premier accord avait été conclu entre la Société et *ATEC* aux termes duquel ce dernier s'était engagé à lancer une offre publique d'achat sur les titres *EOS Imaging*, mais cet accord avait finalement été résilié par *ATEC* le 24 avril 2020 en raison de son appréciation de l'impact de l'épidémie de la Covid-19 sur *EOS Imaging*.

Selon les termes du nouvel accord, *ATEC* déposera une offre publique d'achat en numéraire (« **l'Offre** ») au prix de 2,45 € par action *EOS Imaging*. L'Offre visera également l'intégralité des OCEANes en circulation émises par *EOS Imaging* et proposera à leurs détenteurs un prix de (i) 7,01€ par OCEANE (coupon dû le 31 mai 2021 attaché) ou de (ii) 6,81€ (coupon dû le 31 mai 2021 détaché). L'Offre ne portera pas sur les bons de souscription d'actions de la Société encore en circulation dans la mesure où, soit ces instruments ne sont pas librement cessibles, soit leurs détenteurs ont signé des actes de renonciation préalablement au dépôt de l'Offre. Enfin, dans l'hypothèse où les conditions applicables seraient remplies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a indiqué qu'il se réservait la possibilité de demander, conformément à la réglementation boursière, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (portant, selon le cas, sur les actions ou les actions et OCEANes).

Les deux principaux actionnaires d'*EOS Imaging*, *Fosun Pharma* et *Bpifrance Investissement* (agissant en sa qualité de société de gestion de *FPS Bpifrance Innovation I*), de même que la

fondatrice et ex-dirigeante Marie Meynadier et le directeur général actuel Mike Lobinsky, également administrateurs de la Société, se sont d'ores et déjà engagés à apporter leurs titres (représentant au total 23,0% du capital et droits de vote de la Société) à l'Offre.

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

- (i) « *Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (alinéa I – 2°) ;
- (ii) « *Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (alinéa I – 4°) ;
- (iii) « *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* » (alinéa I – 5°).

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en sept parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente le contexte de l'Offre et en particulier les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission, ainsi que les premières conclusions afférentes. Les quatrième et cinquième parties détaillent les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions et des OCEANes d'*EOS Imaging*, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La sixième partie expose nos commentaires sur les éléments d'appréciation de l'Offre élaborés par *ODDO BHF*, banque présentatrice de l'Offre (ci-après la « **Banque** »). La septième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des motifs qui ont justifié notre nomination.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

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

Forte d'une équipe de plus de 450 consultants (dont plus de 200 à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (Management package, options, actions de préférence, etc.).

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

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis 24 mois

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
fév.-21	Sofibus Patrimoine SA	SEGRO France	Offre publique d'achat suivie d'un retrait obligatoire	Lazard Frères Banque
janv.-21	La Foncière Verte	PH Finance, Foncière PH Green	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	ODDO BHF
oct.-20	Le Bélier	Guangdong Wencan	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Société Générale
avr.-20	agata record	Assay Abloy	Offre publique d'achat	BNP Paribas
mars-20	EOS Imaging	Alphatec Holdings	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire (offre non aboutie)	ODDO BHF
août-19	Supersonic Imagine	Hologic	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	Rotschild Martin Maurel

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

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'*Accuracy* et Laura Surun, Directeur.

- Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'*ESC Bordeaux*, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également maître de conférences à l'*Ecole des Ponts ParisTech* et chargé de cours au *Groupe HEC*.
- Laura Surun a une expérience de plus de douze ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation portant

notamment sur des entreprises à forte composante technologique (*Thales, Dassault Systèmes, etc.*). Elle a également participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Laura Surun est diplômée d'*HEC*.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe et Laura Surun ont été assistés par un consultant expérimenté disposant d'une expérience de près de cinq ans en conseil financier, ainsi que par un consultant junior.

Dans le cadre du contrôle qualité, Bruno Husson, Associé honoraire, qui n'est plus salarié d'*Accuracy*, a été assisté par Margaux Saint-Exupéry, *Senior Manager*.

- Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'*HEC* et docteur d'État en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du *Groupe HEC*, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié.
- Margaux de Saint-Exupéry a une expérience de près de huit ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation pour de grands groupes et a participé à plusieurs missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Margaux de Saint-Exupéry est diplômée d'*HEC*.

1.3. Déclaration d'indépendance

Dans le cadre du premier accord conclu entre la Société et l'Initiateur, *Accuracy* a été mandaté fin février 2020 afin d'intervenir en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique qu'*ATEC* devait lancer sur les titres *EOS Imaging*. Compte tenu de la résiliation de cet accord deux mois plus tard, *Accuracy* avait arrêté ses travaux en cours et n'avait communiqué ni résultat ni rapport à la Société.

Dans la mesure où l'Offre constitue le prolongement du projet initial avec les mêmes parties et qu'aucun rapport n'avait été remis par *Accuracy*, il n'existe aucun conflit d'intérêts en lien avec cette première mission.

Excepté ces travaux inachevés, *Accuracy* n'a jamais réalisé aucune mission ni pour la Société, ni pour l'Initiateur, ni pour *Fosun Pharma*.

Au cours des dix-huit derniers mois, *Accuracy* a réalisé trois missions, relevant d'activités de *due diligence* ou du domaine bancaire et services financiers, pour le compte de *Bpifrance*. Ces missions ont représenté environ 0,5% de son chiffre d'affaires en France sur la période. Les associés et directeur participant à la présente attestation d'équité n'ont participé à aucune des missions susmentionnées.

Accuracy précise en outre qu'il n'a procédé à aucune évaluation d'*EOS Imaging* dans le cadre de ces missions pour le compte de *Bpifrance*.

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'*AMF* (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), considérant en particulier le caractère ponctuel des missions réalisées pour le compte du groupe *Bpifrance*, le montant non significatif des honoraires facturés au titre de ces missions eu égard au chiffre d'affaires réalisé par *Accuracy*, et l'absence de participation des associés signataires à ces missions, *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils,

susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 50 000 euros hors taxes. En rémunération de ses travaux inachevés menés dans le cadre du premier accord conclu entre la Société et l'Initiateur au cours du premier trimestre 2020, *Accuracy* avait perçu des honoraires forfaitaires d'un montant de 75 000 euros hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Offre,
- entretiens avec des dirigeants opérationnels et financiers d'*EOS Imaging*,
- entretiens avec des représentants de la Banque, *ODDO BHF*,
- analyse des accords conclus par la Société, ses représentants, ses actionnaires ou ses bailleurs de fonds dans le cadre de l'Offre, à savoir le *Tender Offer Agreement* et les engagements d'apport à l'Offre,
- analyse des actes de renonciation signés par les détenteurs de BSA de la Société encore en circulation,
- analyse de la performance financière historique de la Société à partir des rapports annuels de la période récente et de l'atterrissage sur l'exercice 2020 qui nous a été communiqué par la Société,
- analyse de la vie boursière des actions et OCEANES d'*EOS Imaging* sur la période pré et post-annonce de l'Offre, de la liquidité de ces titres, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- examen critique des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des titres de la Cible (actions et OCEANES),
- analyse de la performance prévisionnelle d'*EOS Imaging* fondée sur le jeu de prévisions élaboré par le Management de la Société,
- évaluation de l'action *EOS Imaging* selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et de la méthode des comparaisons boursières,
- dans le cadre de ces deux méthodes, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et de détermination du taux d'actualisation applicable,
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
- analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,

-
- évaluation des OCEANEs émises par la Société sur la base d'une approche par composante (valeur nue de l'obligation et valeur optionnelle) et tenant compte des dispositions du contrat d'émission de ces instruments prévoyant notamment l'éventualité d'un changement de contrôle de la Société et/ou d'une offre publique d'achat,
 - analyse critique des éléments d'appréciation de l'Offre fournis par la Banque dans le cadre de l'Offre,
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

Le contrôle qualité a été réalisé par Bruno Husson, Associé honoraire d'*Accuracy*, qui n'a pas participé directement à la mission.

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

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

1.5.2. Calendrier de l'étude

La présente mission s'est formellement déroulée du 15 décembre 2020, date de notre désignation par le conseil d'administration de la Société, au 4 mars 2021, date de signature du présent rapport. Cependant, nous nous sommes appuyés, pour une part importante, sur les travaux d'analyse et les entretiens avec des représentants de la Cible et de l'Initiateur que nous avons menés entre le 24 février 2020 et le 24 avril 2020, dans le cadre du premier accord conclu entre *EOS Imaging* et *ATEC*.

Sur la période de réalisation de la présente mission, nous avons eu des échanges et des réunions de travail avec le comité *ad hoc* du conseil d'administration constitué d'administrateurs administrateurs indépendants ou ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts de la Société, son Management, ses conseils, la Banque :

- Semaines du 15 décembre 2020 au 30 décembre 2020 :
 - échanges avec le cabinet *Gide* sur l'Offre, le calendrier et la mission de l'expert indépendant,
- Semaine du 4 janvier au 8 janvier 2021 :
 - échange avec le Management sur l'évolution de la Société au cours des neuf derniers mois (impact de la crise sanitaire notamment) et sur la disponibilité d'informations financières actualisées par rapport à celles qui nous avaient été communiquées au premier trimestre 2020 (atterrissage 2020, jeu de prévisions actualisé),
- Semaine du 11 janvier au 15 janvier 2021 :
 - réunion téléphonique avec le Management sur la présentation de la performance opérationnelle et financière de l'année 2020 et du jeu de prévisions actualisé 2021-2024,
 - réunion téléphonique avec la Banque sur les premiers résultats de leurs travaux d'évaluation des actions et des OCEANEs *EOS Imaging*, et sur le calendrier indicatif de l'Opération,

-
- Semaine du 18 au 22 janvier 2021 :
 - échange avec le Management sur des informations financières fournies préalablement,
 - Semaine du 8 au 12 février 2021 :
 - réunion téléphonique avec le comité *ad hoc* du conseil d'administration de la Société, le Management ainsi que le cabinet *Gide*,
 - Semaine du 15 au 19 février 2021 :
 - réception du Plan d'Affaires réactualisé comprenant notamment les données du budget 2021 de la part du Management,
 - Semaine du 22 au 26 février 2021 :
 - réunion téléphonique avec le comité *ad hoc* du conseil d'administration de la Société, le Management ainsi que le cabinet *Gide*,
 - réception d'un compte de résultat sur 2020, d'un tableau de flux de trésorerie et d'un bilan au 31 décembre 2020 de la part du Management.

1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations qui nous ont été communiquées par le Management de la Société, dont :

- comptes consolidés de la Société, dont les derniers datant du 30 juin 2020,
- communiqué de presse de la Société datant du 11 janvier 2021 et annonçant le chiffre d'affaires 2020 et le niveau de trésorerie au 31 décembre 2020,
- atterrissage complet pour l'année 2020 (compte de résultat, bilan, tableau de flux) préparé par le Management en novembre 2020 et actualisé en janvier et février 2021,
- jeu de prévisions comprenant un compte de résultat, un bilan et un tableau de flux, élaboré par le Management de la Société en novembre 2020 et couvrant la période 2021-2024,
- certaines informations financières complémentaires présentant un niveau de détail supérieur à celui des annexes aux comptes consolidés publics pour certains postes de bilan, dont le montant des déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2020,
- contrat d'émission (*Terms and conditions*) des OCEANes émises par la Société en date du 24 mai 2018,
- accord sur l'offre publique d'achat (*Tender Offer Agreement*) signé par *EOS Imaging* et l'Initiateur en date du 16 décembre 2020,
- engagements d'apport de leurs titres à l'Offre signés par *Fosun Pharma*, *Bpifrance*, *Mike Lobinsky* et *Marie Meynadier* en date du 16 décembre 2020,
- état détaillé des instruments dilutifs en circulation au 15 décembre 2020 (figurant en annexe du *Tender Offer Agreement*),
- actes de renonciation à des BSA conclus par des détenteurs de ces instruments,
- état détaillé de l'actionariat et des droits de vote au 19/01/2021,
- notes d'analystes financiers récentes sur le titre *EOS Imaging*,
- projet de note d'information, daté du 4 mars 2021,
- projet de note en réponse, daté du 4 mars 2021,
- rapport d'évaluation élaboré par la Banque daté du 1^{er} mars 2021.

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

- rapports annuels et semestriels de la Société,
- communiqués de presse de la Société,
- présentations des résultats de la Société faites par les dirigeants à l'occasion des publications annuelles,

-
- présentations aux investisseurs,
 - rapports annuels des sociétés comparables,
 - informations de marché diffusées par les bases de données financières, *Capital IQ* et *Mergermarket*.

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

Dans le cadre de notre mission, nous avons échangé avec les personnes suivantes :

- Mike Lobinsky, Directeur général, *EOS Imaging*,
- Valérie Worrall, Directrice financière, *EOS Imaging* (désignés ensemble comme le « **Management** »),
- Gerard Hascoët, président du conseil d'administration, *EOS Imaging*,
- Michèle Lesieur, administrateur indépendant, *EOS Imaging*,
- Charles de Réals, avocat-conseil de la Société, *Gide*,
- Corentin Charlès, avocat-conseil de la Société, *Gide*,
- Romain Attard, Managing director, *ODDO BHF*,
- François Dalbès, Associate, *ODDO BHF*.

Dans le cadre des travaux que nous avons réalisés lors du premier accord conclu entre la Société et l'Initiateur au premier trimestre 2020, nous nous étions également entretenus avec les personnes suivantes :

- Eric Beard, administrateur indépendant, *EOS Imaging*,
- Patrick Miles, *Chief Executive Officer*, *ATEC*,
- Jeffrey Black, *Chief Financial Officer*, *ATEC*.

1.5.5. Limites de nos travaux

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

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

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

Dans le cadre de notre mission, nous avons obtenu de la part de la Société une lettre d'affirmation.

2. Contexte de l'Offre

2.1. Présentation d'EOS Imaging

2.1.1. Caractéristiques opérationnelles

Une offre innovante à l'intersection de deux marchés en croissance, celui de l'imagerie médicale et celui de l'orthopédie

Fondé en 1989 par Georges Charpak, prix Nobel de Physique 1992, *EOS Imaging* développe et commercialise un dispositif d'imagerie médicale innovant, peu irradiant, dédié aux pathologies ostéo-articulaires et à l'orthopédie, ainsi que des applications associées.

Concrètement, l'offre d'*EOS Imaging* associe :

- des solutions d'imagerie intégrant deux plateformes d'imagerie, *EOS* et *EOSedge*, qui permettent de réaliser des radiographies basse dose du corps entier en position fonctionnelle (assise ou debout), et exploitant des technologies permettant de minimiser l'exposition aux radiations (le système *EOS* de première génération est commercialisé depuis 2007 et le système *EOSedge* depuis novembre 2019),
- des solutions orthopédiques :
 - de modélisations 3D, à partir des images biplan *EOS*,
 - de planification chirurgicale avec *EOSapps*,
 - d'intégration au bloc, avec *EOSlink*,
 - et des guides de coupe sur mesure, par le biais de sa filiale *oneFIT* basée à Besançon.

EOS Imaging a obtenu les autorisations nécessaires pour commercialiser ses équipements en Europe et aux États-Unis en 2007, au Japon, à Singapour et en Corée du Sud entre 2012 et 2014, et en Chine en 2016. Aujourd'hui, la Société vend ses produits dans près d'une cinquantaine de pays et son chiffre d'affaires 2020 se répartit comme suit : 46,3% en Europe et Moyen-Orient, 31,2% en Amérique du Nord, 22,3% en Asie et 0,2% en Amérique Latine.

Les solutions développées par *EOS Imaging* s'adressent à deux marchés mondiaux, tous deux estimés à plus de 20 milliards de dollars par an¹ :

- le marché de l'imagerie médicale, *EOS Imaging* complétant l'offre d'imagerie classique (scanner, IRM, échographie),
- le marché de l'orthopédie, *EOS Imaging* apportant un support radiographique inédit (image de plain-pied, en 3D et en position debout) adapté aux problématiques ostéo-articulaires, marché dont la croissance est portée par le vieillissement de la population, l'augmentation de la population en surpoids et le mode de vie sédentaire.

Ce positionnement dual rend la commercialisation des solutions *EOS Imaging* complexe. Depuis leur lancement, les plateformes *EOS* sont plébiscitées par la recherche orthopédique, car elles répondent bien aux besoins de la chirurgie ostéo-articulaire. En revanche, elles peinent à séduire les radiologues, car elles sont plus onéreuses que les solutions d'imagerie concurrentes² et

¹ Voir Document de Référence 2018 page 70.

² Le prix de vente (hors taxes) d'un terminal *EOS* au client final varie entre environ 400 k€ et 1,0 m€ suivant le modèle (version 3.5 ou 4.0) et la zone géographique où il est commercialisé (en Asie, il est vendu beaucoup plus cher en raison d'un modèle de distribution indirect, c'est-à-dire via des distributeurs).

fournissent paradoxalement des images dont la qualité ne correspond pas aux critères des radiologues.³ Pour ces différentes raisons, les clients d'*EOS Imaging* sont aujourd'hui presque exclusivement de grands hôpitaux publics ou cliniques privées ayant une renommée nationale ou mondiale.

Afin de contourner ces obstacles et d'augmenter à la fois la récurrence et le volume de ses revenus, la Société a progressivement mis en place une stratégie consistant à sortir de l'imagerie pure (c'est-à-dire la vente et la maintenance d'équipement) pour se tourner davantage vers la salle d'opération en fournissant des services additionnels à ses clients utilisateurs des systèmes *EOS*. Ces services, qui sont facturés à la prestation et non inclus dans le prix de vente du système, visent à faciliter non seulement le diagnostic de pathologies ostéo-articulaires, mais aussi la planification, la réalisation et le suivi post-opératoire des interventions chirurgicales.

Cette stratégie a été amorcée en 2013 avec l'acquisition de la société française *OneFit* qui développe et commercialise des guides de coupes adaptés à l'anatomie du patient pour la pose de prothèses de genou. Elle s'est poursuivie à compter de 2016 par la conclusion d'accords de distribution et/ou de partenariats avec des sociétés fabricant des implants médicaux, comme *Stryker*⁴ au Royaume-Uni, *Spinologics*⁵ au Canada et *Medtronic*⁶ au Japon ; puis, plus récemment, la Société a conclu un partenariat avec *Intellijoint Surgical*, visant à proposer aux chirurgiens orthopédiques une solution clé en main, combinant la planification chirurgicale d'*EOS Imaging* (planification en 3D) et les outils de mesure et de guidage en temps réel d'*Intellijoint*.

Cette stratégie a conduit la Société à créer en 2019 une division baptisée « *Advanced Orthopedic Solutions* » (AOS) regroupant l'ensemble des solutions de modélisation 3D (*EOS 3DServices*) et de planification chirurgicale (*EOS apps*) qu'elle propose à ses clients. Elle a également conduit la Société à lancer la solution *EOSlink* qui permet l'intégration, via un transfert sécurisé de données, des images et des données 3D *EOS* dans des logiciels de navigation chirurgicale utilisés au bloc opératoire. Si l'offre AOS représente l'un des leviers de croissance de la Société sur les années à venir, son poids relatif dans le chiffre d'affaires d'*EOS Imaging* reste aujourd'hui limité, puisque le chiffre d'affaires associé a représenté moins de 2%⁷ du chiffre d'affaires total en 2019 et en 2020.

En se concentrant sur les centres de soins spécialisés dans les pathologies ostéo-articulaires, l'offre d'*EOS Imaging* adresse un marché mondial que la Société estime à 2 milliards de dollars par an, correspondant à 12 000 sites, uniformément localisés en Europe, en Amérique du Nord et en Asie-Pacifique⁸. Avec un chiffre d'affaires de près de 24 m€ en 2020 et 400 systèmes installés dans le monde, soit une part de marché se situant entre 1,2% et 3,3%⁹, *EOS Imaging* fait donc figure d'*outsider* sur ce marché.

³ Les atouts des produits *EOS* résident avant tout dans (i) le caractère peu irradiant et (ii) la reconstitution d'image de plain-pied en 3D, permettant des mesures anatomiques précises. Le nouveau produit *EOSedge* lancé fin 2019 fournit des images de meilleure qualité et devrait ainsi mieux répondre aux besoins des radiologues.

⁴ *Stryker* est une société américaine, cotée au NYSE, spécialisée dans la fabrication d'implants et d'équipements chirurgicaux, opérant dans 75 pays et dont le chiffre d'affaires s'est élevé à 14,9 milliards de dollars en 2019. Cet accord n'a pas été renouvelé.

⁵ *Spinologics* est une société canadienne fondée en 2010, spécialisée dans les solutions d'imagerie orthopédiques.

⁶ *Medtronic* est une société irlandaise, cotée au NYSE, spécialisée dans la fabrication et la distribution d'équipements médicaux et chirurgicaux, dont le chiffre d'affaires s'est élevé à 31 milliards de dollars en 2019.

⁷ Chiffre d'affaires des services AOS, nets du chiffre d'affaires des PSI commercialisés par la filiale *OneFit Medical*.

⁸ Voir Document de Référence 2018 page 73.

⁹ Selon que cette part de marché est calculée en valeur (1,2 % = 24 m€ / 2 000 m€) ou en volume (3,3% = 400 / 12 000).

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

EOS Imaging sous-traite l'essentiel de l'assemblage de ses produits au groupe *AXE Systems*¹⁰. La Société se concentre donc sur la conception et la commercialisation de ses produits, mais son activité n'en demeure pas moins capitalistique.

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

- l'amélioration permanente de la gamme de produits et de services commercialisés, avec récemment le développement de nouvelles solutions logicielles dédiées à la planification, la réalisation et le suivi d'intervention chirurgicale (*EOS 3D services*, *EOS apps*, *EOSlink*),
- le développement de la prochaine génération de produits *EOS*, étant précisé que la durée de vie d'une génération est d'environ 10 à 12 ans et que la phase de développement s'étale généralement sur quatre à cinq années.

Ainsi, sur la période 2015-2019 qui correspond à la période de développement du système *EOSedge* et des applications chirurgicales (lancées fin 2019), *EOS Imaging* a engagé un montant cumulé de 25,4 m€ en dépenses de R&D¹¹, soit près de 16 % du chiffre d'affaires enregistré sur la même période. Le poids des dépenses en R&D est cependant allégé par le mécanisme du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) et par les subventions ponctuelles dont bénéficie la Société (7,4 m€ de CIR et 2,1 m€ de subventions perçus sur la période 2015-2019, soit 37 % des dépenses en R&D totales).

L'activité de la Société nécessite en outre un investissement important en moyens marketing et commerciaux, comme en témoigne le montant annuel des coûts afférents sur la période 2015-2019 (environ 9,5 m€ par an, soit près de 30 % du chiffre d'affaires annuel moyen). Cela tient d'abord à la nature même de l'équipement commercialisé par la Société : comme tout dispositif médical, le bénéfice et la valeur ajoutée par rapport aux produits existants doivent être attestés par des études cliniques régulières dont le coût est supporté par la Société. Cela tient également au modèle de distribution privilégié par la Société, à savoir une distribution majoritairement en direct auprès des cliniques, hôpitaux et centres de radiologie, grâce à une force de vente salariée, et seulement partiellement via l'intermédiaire de distributeurs spécialisés¹². Ce modèle de distribution directe est notamment celui adopté par la Société sur ses principaux marchés, à savoir la France et les États-Unis (où *EOS* a également mis en place un partenariat de crédit-bail avec la société *K2*).

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

¹⁰ Voir Document de Référence 2018 page 84.

¹¹ Dépenses totales engagées y compris frais de R&D capitalisés, hors dotation aux amortissements des immobilisations dédiées à la R&D et avant imputation du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) et des subventions.

¹² Au cours de l'exercice 2018, « 79 % des ventes ont été réalisées directement par les équipes commerciales du Groupe et 21 % par son réseau de distributeurs », Voir Document de Référence 2018, page 80.

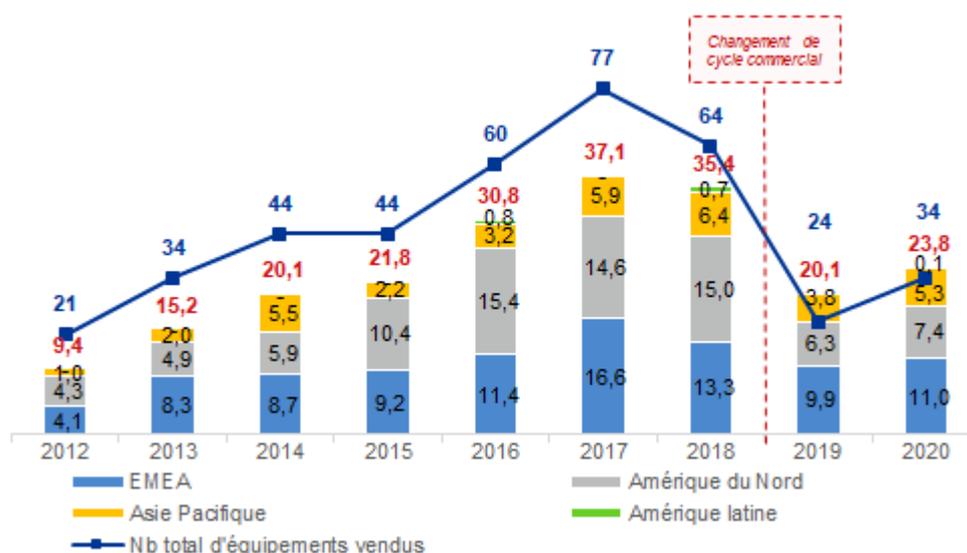
2.1.2. Performance financière historique et prévisionnelle

Un volume de ventes insuffisant pour atteindre le point mort opérationnel

À la suite de son introduction en bourse en 2012, la Société connaît deux ans d'expansion rapide avec une croissance annuelle du chiffre d'affaires de 46 % et un doublement des ventes annuelles d'équipement (21 en 2012 contre 44 en 2014). Cette forte croissance s'explique alors principalement par la concrétisation de nouveaux prospects à l'international avec l'obtention d'autorisations de commercialisation du système *EOS* dans plusieurs pays d'Asie (Singapour, Japon et Corée du Sud). Dès 2015 cependant, la croissance ralentit avec un chiffre d'affaires en progression de 8,7%, mais un nombre d'équipements vendus stable par rapport à 2014.

En réaction, la Société amorce dès le deuxième semestre 2015 une réorganisation de son approche marketing et commerciale, qui se concrétise notamment par la signature en 2016 de partenariats stratégiques avec *Stryker* au Royaume-Uni, *Medtronic* au Japon, et d'accords de recherche avec *Spinologics* au Canada ou encore *Anatroscope* en France. Cette stratégie porte rapidement ses fruits avec une progression significative des ventes aux États-Unis en 2015 (+ 76 %) et 2016 (+ 47 %), suivie en 2017 d'une hausse des ventes de la région EMEA (+ 45 %) et Asie Pacifique (+ 83 %).

EOS Imaging - Evolution du chiffre d'affaires par région (en m€)



Sources : Rapports annuels 2012-2019 d'EOS Imaging - Communiqué de presse du 11/01/2021

Ces efforts s'avèrent toutefois insuffisants pour dynamiser la croissance sur le long terme. En 2018, *EOS Imaging* voit en effet son chiffre d'affaires baisser de 4,6%, conséquence d'une contraction des revenus sur la zone Europe/Moyen-Orient et d'une stagnation des ventes sur le marché américain, celles-ci plafonnant aux alentours de 15 m€ par an depuis 2016.

Début 2019, afin de s'aligner sur les pratiques en vigueur dans son secteur et d'abaisser son niveau de BFR très élevé (cf. *infra*), la Société opère un changement de cycle commercial. Historiquement, la Société livrait les systèmes *EOS* à ses clients quelques jours après la commande. La Société reconnaissait donc le chiffre d'affaires afférent très peu de temps après la commande, et ce, même si les équipements étaient installés et mis en service chez les clients en moyenne une dizaine de mois après la livraison. Ce cycle commercial avait plusieurs conséquences :

-
- La Société n'avait pas de carnet de commandes (le chiffre d'affaires de l'année correspondait à la prise de commandes sur l'année).
 - Ce modèle était très consommateur de trésorerie pour la Société : elle devait maintenir un stock de produits finis important pour pouvoir honorer les commandes, elle devait donc lancer la production très en amont sur la base de prévisions de ventes futures (par définition incertaines) ; enfin, ses créances clients étaient très importantes puisque ses clients réglaient 30% de l'équipement à la commande et 70% à l'installation.

Depuis le premier trimestre 2019, la Société lance la production d'un équipement une fois la commande enregistrée, la livraison – et donc la reconnaissance du chiffre d'affaires – est désormais proche de la date d'installation de l'équipement (le séquençage du paiement des clients restant quant à lui inchangé).

Compte tenu du délai nécessaire à la constitution d'un carnet de commandes, la Société a enregistré en 2019 une forte baisse de son chiffre d'affaires qui s'est élevé à 20,1 m€ (-40 % par rapport à 2018), avec une vente de 24 équipements seulement. Ces niveaux de vente et de chiffre d'affaires ne sont pas directement comparables à ceux de la séquence historique (antérieure à 2019). Cependant, même en retraçant l'impact de ce changement de cycle commercial, la Société estime que son chiffre d'affaires sur l'année 2019 se serait élevé à 35,7 m€¹³, confirmant la stagnation observée depuis 2017.

En 2020, la Société a réalisé un chiffre d'affaire de 23,8 m€. Ce chiffre d'affaire a continué d'être marqué par la fin de la transition de cycle commercial (effet d'environ 9,8 m€ vs. activité économique d'installation 2020), mais aussi par la crise de la Covid-19 qui s'est traduite par une baisse significative des commandes au premier semestre (10 contre 30 l'année précédente : - 67%) ; en partie compensée par une reprise sur le deuxième semestre (30 contre 26 : +15%). La crise sanitaire a en partie privé la Société de bénéficier de la forte croissance de commandes attendue sur la première année de lancement de sa nouvelle plateforme. Cette nouvelle plateforme a pour autant été très bien accueillie, puisqu'elle représente 50% des commandes, et 85% des commandes enregistrées sur les marchés dans lesquels elle est commercialisée. La performance commerciale 2020, sur base comparable à celle de 2018 (35,4 m€) et de 2019 (35,7 m€), s'est établie à 31,2 m€, soit un retrait de 12,6%, la baisse des volumes de commandes d'équipements étant en partie compensée par l'augmentation de la valeur des systèmes *EOSedge* vs. *EOS* et par la croissance du chiffre d'affaires récurrent de maintenance en lien avec la progression de la base installée.

Conséquence d'un niveau de chiffre d'affaires insuffisant pour absorber des investissements commerciaux et en R&D importants, *EOS Imaging* enregistre des pertes opérationnelles depuis sa création. Ainsi sur la période 2012-2018, l'EBIT de la Société a oscillé selon les années entre -4,6 m€ et -8,2 m€. Les phénomènes conjoncturels survenus au cours des deux derniers exercices (changement de cycle commercial, puis crise sanitaire) ont entraîné un accroissement des pertes opérationnelles de la Société (EBIT de -16,7 m€ en 2019 et de -9,4 m€ en 2020¹⁴).

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

- (i) La Société intègre le CIR dans sa marge opérationnelle. Ce produit non taxable, dont le montant annuel a oscillé entre 1,3 m€ et 1,9 m€ sur les cinq dernières années,

¹³ Dans son communiqué de presse du 15 janvier 2020, la Société communique sur sa performance commerciale sur l'année 2019, celle-ci étant calculée en remplaçant le chiffre d'affaires réel des ventes d'équipement 2019 par le montant des prises de commandes sur l'année, ce qui donne un comparateur identique au modèle commercial 2018.

¹⁴ Atterrissage 2020 tel qu'il nous a été communiqué par la Société.

relève d'un dispositif d'incitation fiscal exclusivement français dont la pérennité à long terme n'est pas assurée.

- (ii) La Société immobilise une fraction significative de ses dépenses annuelles en R&D, ce qui a plusieurs conséquences. Tout d'abord, cela rend plus difficile la comparabilité des niveaux de marge d'une année sur l'autre étant donné que la fraction des dépenses en R&D qui sont immobilisées varie chaque année, parfois dans des proportions significatives (par exemple 18 % des dépenses en 2015 et 40 % en 2019). Cela complique également la comparabilité des taux de marge enregistrés ou visés à terme par la Société avec ceux d'autres sociétés du secteur qui n'ont pas nécessairement les mêmes pratiques sur ce sujet (*cf. infra* – section 4.4.). Enfin, cela signifie qu'un EBITDA calculé classiquement, c'est-à-dire en ajoutant la dotation aux amortissements au résultat opérationnel (EBIT) tel qu'il est communiqué par la Société¹⁵, ne peut constituer une approximation satisfaisante du flux de trésorerie généré par son activité.

Par ailleurs, si la Société affiche plus de 62 m€ de pertes cumulées en EBIT sur la période 2012-2019, son exploitation a consommé près de 92 m€ de trésorerie sur la même période, la différence venant principalement (i) des dépenses en R&D capitalisées, (ii) d'autres investissements récurrents et nécessaires à l'activité (achat de matériel technique, achat de licences et de brevets, acquisition de *Onefit*), (iii) d'un niveau de BFR historiquement très élevé (plus de 230 jours de CA en moyenne sur la période) pour les raisons évoquées plus haut.

Le changement de cycle commercial intervenu en 2019 avec une nouvelle organisation de la production en flux tendus a permis à la Société de réduire significativement son BFR sur les deux derniers exercices. Ainsi, *EOS Imaging* a enregistré pour la première fois en 2019 une baisse de son BFR (-9 m€¹⁶), puis une nouvelle baisse en 2020 (-13 m€). À fin 2020, son BFR ne représente plus qu'environ 40 jours de CA, sachant que les effets du changement de cycle commercial expliqués ci-dessus devraient se poursuivre en 2021.

Le financement : un enjeu clé pour la Société

Conséquence d'une exploitation historiquement déficitaire et consommatrice de trésorerie, la recherche de financement constitue pour *EOS Imaging* une problématique clé, qui s'avère d'autant plus délicate que l'activité présente un profil de risque élevé et que la structure actionnariale de la Société est éclatée, sans actionnaire de contrôle.

En janvier 2015, trois ans après avoir levé 37,9 m€ lors de son introduction en bourse, la Société se trouve dans l'obligation de trouver de nouvelles sources de financement et émet une Obligation à Bons de Souscription d'Actions (« **OBSA** ») pour 15 m€, auprès du fonds *IPF*, spécialisé dans les *venture loans*. En octobre 2015, soit 10 mois plus tard, la Société fait de nouveau appel à un financement extérieur sous la forme d'une augmentation de capital à hauteur de 8,7 m€, souscrite à 40% par *Bpifrance*.

Deux ans plus tard, face à la consommation de trésorerie des exercices précédents et afin d'assurer ses besoins de trésorerie à venir, la Société sollicite à nouveau le concours de financements extérieurs : dans un premier temps en juin 2017, *EOS Imaging* renforce ses capitaux propres à hauteur de 7,8 m€ à l'aide d'un Programme d'Augmentation de Capital par

¹⁵ La société ne communique pas d'EBITDA dans ses publications financières. Dans le présent rapport, l'EBITDA est calculé de façon usuelle en ajoutant les dotations aux amortissements au résultat opérationnel (EBIT).

¹⁶ Variation calculée sur la base d'un BFR hors affacturage en 2018

Exercice d'Options (« **PACEO** »)¹⁷ puis, dans un second temps en janvier 2018, la Société émet une nouvelle tranche d'obligations de 5 m€ auprès d'*IPF* tout en négociant un aménagement et un report des échéances existantes.

En mai 2018, afin de bénéficier de conditions de financement jugées plus avantageuses, *EOS Imaging* émet des Obligations à option de Conversion et/ou d'Échange en Actions ordinaires Nouvelles ou Existantes (« **OCEANEs** ») ayant une maturité de cinq ans pour un montant total de 29,5 m€, dont 21,3 m€ sont alloués au remboursement anticipé des obligations *IPF*¹⁸. Puis en juillet 2018, la Société procède de nouveau à une augmentation de capital de 15 m€, signant l'entrée de *Fosun Pharma* à hauteur de 13,2 % de son capital.

Ainsi, après avoir été en situation de trésorerie nette positive sur la période 2012-2015, la Société affiche à son bilan, depuis 2016, un endettement financier net positif qui n'a cessé de croître jusqu'à fin 2019 pour atteindre 18,2 m€¹⁹. En 2020, la poursuite de la réduction du BFR entamée en 2019 permet à la Société, en dépit d'un EBITDA toujours négatif (-6,1 m€²⁰), de dégager pour la première fois un *free cash flow*²¹ positif sur l'année. *EOS Imaging* voit ainsi son niveau d'endettement financier net à fin d'année diminuer de 1,9 m€ pour s'établir à 16,3 m€ à fin 2020.

Si le niveau de trésorerie dont bénéficie la Société à fin 2020 est *a priori* suffisant pour assurer le financement de son exploitation – qui devrait être encore déficitaire – sur les deux prochaines années, il n'est en revanche pas suffisant pour faire face à l'échéance de remboursement des **OCEANEs** le 31 mai 2023 (29,5 m€). La conversion des **OCEANEs** étant très peu probable au vu des niveaux actuels du cours de l'action *EOS Imaging* (*cf. infra – sections 2.2 et 2.3*) et le dépassement du point mort financier n'étant pas prévu avant l'année 2023 (*cf. paragraphe suivant*), la Société se trouve aujourd'hui dans l'obligation de trouver des solutions pour financer le remboursement des **OCEANEs**, au risque que la contrainte représentée par cette échéance ne devienne de plus en plus prégnante à mesure qu'elle se rapproche et qu'elle ne vienne grever sa flexibilité financière et ses capacités de développement.

Un plan d'affaires ambitieux qui reflète un scénario optimiste

Conscient de ces enjeux de financement à moyen terme, le Management a construit dès 2019 un plan d'affaires détaillé en vue de lever de nouveaux financements ou de trouver de nouveaux investisseurs ou acquéreurs pour la Société. Le plan d'affaires à quatre ans (2021-2024) auquel nous avons eu accès (ci-après le « **Plan d'Affaires** ») en constitue la mise à jour la plus récente puisqu'il date de novembre 2020.

Le Plan d'Affaires prévoit une croissance très soutenue sur les prochaines années qui devrait permettre un quasi triplement du chiffre d'affaires à l'horizon 2024 (taux de croissance annuel moyen de plus de 28% sur la période 2021-2024). Les principaux leviers de cette croissance sont les suivants :

- (i) une croissance rapide et importante des commandes d'équipements sur la région Amérique du Nord (États-Unis principalement), et dans une moindre mesure en Asie

¹⁷ PACEO conclut avec la Société Générale en juin 2014 et exercé en juin 2017 en émettant 185 000 nouvelles actions au prix de 5,52 €

¹⁸ Remboursement des obligations (nominal et intérêts) pour 19,3 m€, majoré d'une pénalité de remboursement anticipé de 2,0 m€. Les BSA émis dans le cadre de l'OBSA demeurent toutefois la propriété d'*IPF*, tout en restant incessibles.

¹⁹ Ce montant de dette financière nette n'inclut pas la dette locative au titre de la norme IFRS 16 (4,4 m€) et inclut 26,0 m€ au titre de la composante dette des **OCEANEs** enregistrée au bilan de la Société (il n'inclut pas la composante optionnelle de ces instruments qui est enregistrée en capitaux propres).

²⁰ Atterrissage 2020 tel qu'il nous a été communiqué par la Société.

²¹ Flux de trésorerie avant impact du financement.

(Chine principalement) et sur la région EMEA²², portée par les nouvelles fonctionnalités du nouveau terminal *EOSedge*, dont les performances améliorées en termes d'imagerie font espérer un meilleur taux d'adoption auprès des radiologues, ainsi que par le développement de partenariats avec des fabricants d'implants visant à améliorer la notoriété d'*EOS Imaging* auprès des prescripteurs,

- (ii) un développement soutenu des ventes de la nouvelle division AOS (services 3D logiciels *EOS apps*, *EOSlink*), dont le poids relatif dans le chiffre d'affaires est attendu à 12% en 2024, contre seulement 1,0% en 2020.

Par ailleurs, la croissance de la base installée d'équipements, qui devrait atteindre près de 700 équipements à la fin du Plan d'Affaires, devrait permettre, via la facturation de services de maintenance, d'assurer des revenus récurrents représentant 20% à 25% du chiffre d'affaires annuel.

Le Plan d'Affaires anticipe en outre une forte et rapide amélioration de la marge opérationnelle : la marge d'EBITDA²³ visée en fin de plan se situe autour de 18 %, avec un premier objectif d'équilibre en 2023. Si l'on réintègre les dépenses en R&D capitalisées à l'EBITDA (« **EBITDA ajusté** »), la marge d'EBITDA ajusté devrait atteindre 16 % en fin de plan. Cette forte progression résulte de la combinaison de plusieurs effets :

- une progression de l'ordre de 5 pts du taux de marge brute, qui s'explique principalement par (i) une amélioration du taux de marge brute sur les ventes d'équipements grâce à un prix de vente moyen plus élevé pour *EOSedge* que pour *EOS 3.5*, à un mix géographique plus favorable des ventes d'équipement²⁴, et une réduction des coûts de production, notamment liée à des séries de production en hausse, et par (ii) une augmentation du poids relatif de la division AOS dans le CA total, sachant que celle-ci dégage un taux de marge brute plus élevé que le reste de l'activité, et que ce taux de marge brute est lui-même projeté en progression sur l'horizon du Plan (grâce notamment au développement de l'intelligence artificielle permettant de diminuer le temps humain nécessaire au traitement des données),
- une progression limitée des dépenses en R&D sur la durée du plan, étant donné que le développement de la prochaine génération de plateforme d'imagerie ne devrait pas débuter avant quatre à cinq ans,
- la pérennisation supposée du CIR et des subventions, pour un montant annuel d'environ 18% de la dépense R&D, en retrait par rapport à la moyenne historique (années marquées par de fortes dépenses R&D pour le lancement d'*EOSedge*, ainsi que par des subventions liées à la crise de la Covid-19),
- une meilleure absorption des coûts fixes, conséquence de la très forte hausse du volume d'activité anticipée.

S'agissant du BFR, celui-ci devrait encore diminuer en 2021 (fin de l'impact du changement de cycle commercial) pour atteindre un niveau quasiment nul sur la durée du Plan selon le Management. S'agissant du niveau d'investissements (autres que les dépenses R&D capitalisées), le Plan d'Affaires prévoit un niveau moyen de l'ordre de 0,5 m€ par an, supérieur à celui des deux derniers exercices impactés par des phénomènes conjoncturels, mais globalement inférieur à celui enregistré sur les cinq années antérieures marquées par le

²² Le Plan d'Affaires suppose une multiplication par 2,4 du nombre d'équipements vendus chaque année en Amérique du Nord entre 2021 et 2024 (contre une multiplication par 1,9 sur la région Asie Pacifique et par 2,2 sur la région EMEA).

²³ Pré-IFRS 16

²⁴ Prix de vente du produit plus élevé en Amérique du Nord, région qui devrait représenter environ 45% des ventes annuelles d'équipement à l'horizon 2024 contre 17% en 2020.

développement d'*EOSedge*. En conséquence, en dépit d'une activité qui devrait rester déficitaire encore quelques années, celle-ci devrait être moins consommatrice de trésorerie que par le passé.

En conclusion, au regard de l'historique récent de la Société et des conséquences de la crise sanitaire de la Covid-19, les objectifs du Plan d'Affaires nous semblent particulièrement ambitieux, tant en termes de volume d'activité que de marge visés pour 2024. De plus, le Plan d'affaires suppose implicitement que la Société sera en mesure de financer sa croissance future et de faire face à l'échéance de remboursement des OCEANes en 2023, ce qui, malgré les efforts réalisés pour diminuer le BFR ces dernières années, est loin d'être assuré au vu du contexte et des problématiques de financement évoqués plus haut.

2.2. Vie boursière de l'action EOS Imaging

2.2.1. Structure de l'actionnariat et liquidité du titre

Depuis le 16 février 2012, la Société est cotée sur le compartiment C de la bourse *Euronext Paris*. *EOS Imaging* fait partie des indices *CAC Small* et *CAC all-tradable*. Le 16 décembre 2020, à la veille de l'annonce au marché du nouvel accord conclu entre *ATEC* et *EOS Imaging*, la capitalisation boursière de la Société s'élevait à 46 m€, ce qui la range dans la catégorie des petites valeurs (*small caps*).

Avant cette annonce, le capital d'*EOS Imaging* était réparti entre plusieurs fonds d'investissement, le management ancien ou présent de la Société, et des actionnaires individuels, sans qu'aucun actionnaire n'en détienne à lui seul le contrôle. Au 16 décembre 2020, les principaux actionnaires de la Société étaient le fonds d'investissement *Fosun Pharma*, entré au capital en 2018 (12,93% du capital), et les fonds gérés par *Bpifrance* (8,36%). À la même date, le reste du capital se répartissait entre des investisseurs financiers tels que *Oddo AM*, *Saint Olive Gestion*, *Aviva Investors* et *Covéa Finance* détenant des blocs d'actions compris entre 2,0 % et 3,5 % du capital, le Management actuel ou ancien de la Société (dont la fondatrice et ex-dirigeante Marie Meynadier détenant 1,45% du capital et l'actuel directeur général Mike Lobinsky détenant 0,26%) et les actionnaires individuels. Au total, le flottant effectif de la Société représentait environ 75% des actions en circulation, soit environ 34 m€ à la veille de l'annonce de l'Offre.

Pour apprécier la liquidité du titre *EOS Imaging*, nous avons limité notre période d'analyse aux six mois précédant l'annonce de l'Offre, car les six mois antérieurs (et plus précisément la période de deux mois allant du 28 février 2020 au 24 avril 2020) avaient été impactés par la conclusion puis la résiliation d'un premier accord entre la Société et l'Initiateur.

Sur cette période de six mois avant l'annonce de l'Offre, le volume échangé est égal à 131% du flottant. Néanmoins, le volume quotidien des échanges sur cette période ne représente en moyenne que 300 k€. À l'évidence de tels volumes ne permettent pas aux actionnaires minoritaires significatifs de réaliser leur investissement sans perturber le marché du titre.

EOS Imaging - Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'opération

	Cours de bourse moyen ⁽¹⁾ (en €)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé		
		Nombre de titres	en % du capital	Nombre de titres	en % du capital	en % du flottant
Au 16 décembre 2020	1,74	61 980	0,2 %	61 980	0,2 %	0,3 %
Dernière semaine	1,77	216 566	0,8 %	1 082 830	4,1 %	5,5 %
Dernier mois	1,70	363 115	1,4 %	7 988 540	30,1 %	40,2 %
3 derniers mois	1,59	263 036	1,0 %	17 097 320	64,4 %	86,1 %
6 derniers mois	1,52	199 182	0,7 %	26 092 830	98,2 %	131,3 %

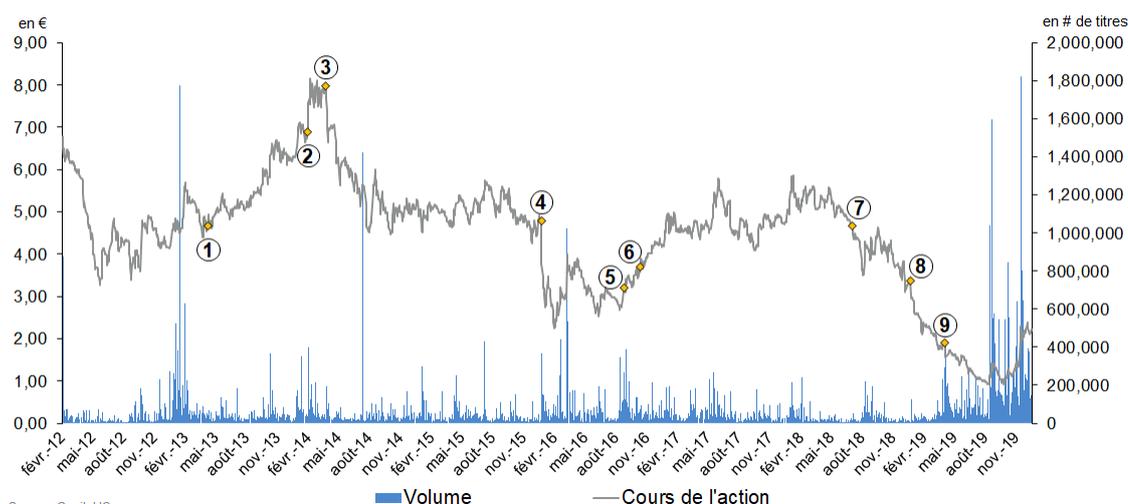
Source: Capital IQ et analyse Accuracy

Note ⁽¹⁾ : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

2.2.2. Évolution historique du cours jusqu'à fin 2019

Introduit en bourse le 16 février 2012 au prix de 6,79 €, le titre *EOS Imaging*, peu liquide, a été particulièrement sensible aux différentes annonces de la Société concernant ses ventes d'équipements. En effet, en l'absence de profitabilité, le chiffre d'affaires est le principal indicateur de la performance de la Société, et son évolution a été l'un des principaux facteurs expliquant les variations du cours de bourse au cours des neuf dernières années.

Evolution du cours d'EOS Imaging et volume échangés depuis l'introduction en bourse et jusqu'à fin 2019



Source : Capital IQ

Légende du graphique

- (1) 23 avril 2013 : Annonce de résultats annuels 2012 en ligne avec les attentes et de résultats du T1 2013 en progression (4 machines vendues contre 3 au T1 2012).
- (2) 13 février 2014 : Installation d'une quatrième machine au sein du réseau *Shriners Hospitals* aux États-Unis.
- (3) 8 avril 2014 : Annonce des résultats annuels 2013 avec une forte progression du chiffre d'affaires (+61%) et réduction de la perte opérationnelle, et chiffre d'affaires du T1 2014 en progression de 14%.
- (4) 6 janvier 2016 : Annonce du chiffre d'affaires pour 2015, stable à 21,8 m€ (vs 20 m€ en 2014) affecté par un faible dernier trimestre.
- (5) 8 septembre 2016 : Résultats du premier semestre 2016 (+39 % de chiffre d'affaires, réduction de 31% de la perte opérationnelle).
- (6) 27 octobre 2016 : Annonce du chiffre d'affaires pour le troisième trimestre 2016 (+39%).
- (7) 17 juillet 2018 : Annonce du chiffre d'affaires pour le deuxième trimestre 2018 (+11%) et de l'entrée au capital de *Fosun Pharma* (13% pour 15 m€).
- (8) 7 janvier 2019 : Annonce du chiffre d'affaires 2018 en baisse de 5% par rapport à 2017.
- (9) 16 avril 2019 : Annonce des résultats annuels 2018, du chiffre d'affaires du T1 2019 et du changement du cycle commercial impactant la reconnaissance du chiffre d'affaires.

Après la forte correction intervenue dans les quelques mois suivant l'introduction en bourse, avec un cours divisé par deux (3,30 € en juin 2012 contre 6,79 € en février), le titre connaît une période haussière pendant près de deux ans jusqu'à atteindre un plus haut historique à 8,11 € le 11 mars 2014. La progression du titre est alors tirée par le dynamisme des ventes d'équipements, en particulier en Europe et aux États-Unis, par l'obtention de nouvelles autorisations de mise sur le marché du produit *EOS* dans plusieurs pays d'Asie et par l'élargissement de l'offre de la Société avec l'acquisition, en novembre 2013, de la société *Onefit* proposant des solutions de guide de coupe orthopédique. Les analystes financiers suivant la valeur sont alors optimistes et anticipent l'atteinte de l'équilibre opérationnel dès l'année 2015.

Le 8 avril 2014, au vu de la publication d'un chiffre d'affaires sur le T1 2014 en progression moins importante qu'attendue, le titre *EOS Imaging* chute et perd 30% en un mois. Entre mai 2014 et fin décembre 2015, le titre baisse plus progressivement, oscillant sur la période entre 6,30 € et 4,25 €.

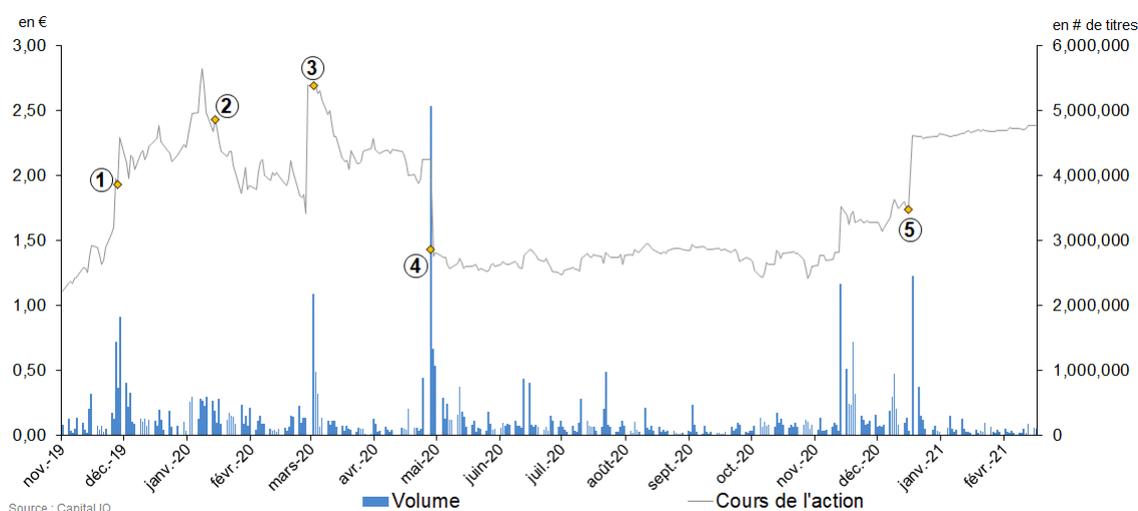
La publication, le 6 janvier 2016, du chiffre d'affaires 2015, qui montre une croissance marquant le pas par rapport aux années précédentes et une stabilité du nombre d'équipements vendus, entraîne une nouvelle chute brutale du cours qui s'établit à 2,24€ en février 2016, moins d'un mois après cette annonce.

En septembre 2016, la publication de résultats encourageants pour le premier semestre 2016 (+39% de CA, réduction de 31% de la perte opérationnelle), qui semblent confirmer la pertinence de la nouvelle stratégie de partenariats mise en place dès la mi-2015 pour dynamiser la croissance du chiffre d'affaires notamment aux États-Unis, marque le début d'une période d'embellie pour le cours de bourse, qui atteint un point haut de 5,86 € le 22 janvier 2018. S'appuyant sur cette progression du cours suivie d'une relative stabilisation, le management de la Société renforce la structure financière de la Société à travers (i) deux augmentations de capital (dans le cadre du PACEO en juin 2017 puis en juillet 2018 avec l'entrée de *Fosun Pharma*), (ii) l'émission d'une OCEANE en mai 2018 qui permet notamment de rembourser par anticipation les obligations *IPF*.

Cependant, au cours de l'année 2018, à mesure que les publications de la Société laissent présager une performance commerciale décevante pour l'exercice, le titre *EOS Imaging* rentre dans une nouvelle spirale baissière jusqu'à atteindre un plus bas historique de 0,93 € le 9 octobre 2019. La publication en janvier 2019 d'un chiffre d'affaires annuel en retrait de 5% par rapport à l'exercice précédent (avec une baisse du nombre d'équipements vendus), suivie quelques mois plus tard par l'annonce du changement de cycle commercial (dont les impacts, complexes à mesurer, affectent la lisibilité de la performance de la Société et ont probablement été mal compris par le marché) sont autant d'éléments qui ont pesé sur le cours boursier en 2019.

2.2.3. Évolution du cours sur la période récente

Evolution du cours d'EOS Imaging depuis fin 2019



Légende du graphique

- (1) 29 novembre 2019 : Validation par la FDA du nouveau produit *EOSedge*.
- (2) 15 janvier 2020 : Publication du chiffre d'affaires 2019.
- (3) 28 février 2020 : Annonce d'un accord entre *ATEC* et *EOS Imaging* en vue du dépôt d'une offre publique mixte par *ATEC* sur les titres *EOS*.
- (4) 27 avril 2020 : Annonce de la résiliation unilatérale de l'accord par *ATEC* en raison de son appréciation des conséquences de la crise sanitaire de la Covid-19 sur les perspectives d'*EOS Imaging*.
- (5) 17 décembre 2020 : Annonce de la conclusion d'un nouvel accord *ATEC* et *EOS Imaging* en vue du dépôt d'une offre publique d'achat d'*ATEC* sur les titres *EOS*.

Après avoir touché un plus bas historique en octobre 2019 et porté par l'annonce du lancement mondial de la plateforme *EOSedge* aux États-Unis, obtenue fin novembre 2019, le cours d'*EOS Imaging* rebondit jusqu'à atteindre 2,83 € le 8 janvier 2020, soit une semaine avant la publication du chiffre d'affaires 2019. Cette publication, qui montre une performance commerciale en stagnation par rapport à 2017 et 2018, entraîne de nouveau le titre dans un mouvement baissier ; celui-ci cote ainsi 1,71 € le 27 février 2020, à la veille de l'annonce du premier accord entre *ATEC* et *EOS Imaging*.

Le 28 février 2020, la Société annonce avoir conclu un accord avec *ATEC* en vue du dépôt par ce dernier d'une offre publique principale avec une branche en numéraire à 2,80 € par action *EOS Imaging* et une branche subsidiaire en titres proposant aux actionnaires de recevoir 1 action ordinaire *ATEC* pour 2 actions *EOS Imaging*. Cette offre devait également viser les *OCEANES* de la Société avec un prix de 7,01 € par *OCEANE*.

Au lendemain de cette annonce, le cours d'*EOS Imaging* atteint immédiatement 2,69€, soit un niveau un peu inférieur au prix proposé par *ATEC* dans le cadre de la branche en numéraire de l'offre, reflétant les incertitudes liées au caractère mixte de l'offre et à sa réalisation. Moins d'une semaine plus tard, à mesure que l'épidémie de la Covid-19 s'intensifie dans les pays occidentaux et que des mesures de confinement sont prises en France et dans de nombreux pays européens, le titre *EOS* chute de nouveau et oscille autour de 2,0 € entre mi-mars et mi-avril 2020. Cette baisse du cours d'*EOS*, en dépit de l'offre d'*ATEC*, atteste du manque de confiance du marché dans la réalisation de l'opération, au vu du contexte de crise sanitaire mondiale sans précédent.

Le 27 avril 2020, *EOS Imaging* annonce qu'*ATEC* a résilié unilatéralement l'accord conclu, invoquant l'impact de la crise sanitaire sur *EOS Imaging*. La Société exprime son désaccord vis-à-vis de cette décision, justifiant que cette crise n'a pas d'incidence sur ses perspectives à long terme et se réserve le droit de mener une action judiciaire contre *ATEC*. Au lendemain de cette annonce, le cours d'*EOS Imaging* chute de 33% pour s'établir à 1,43 €.

Après une période de stabilité autour de 1,40€, le cours d'*EOS* enregistre une hausse de 25% le 13 novembre 2020 pour s'établir à 1,76€, sans annonce ni évènement particulier expliquant cette progression. Le 16 décembre 2020, veille de l'annonce de l'Offre, le titre *EOS* cote 1,74 €.

Depuis l'annonce de l'Offre, le cours de la Société s'est stabilisé aux alentours de 2,30 € puis a lentement augmenté et approche 2,40 €, toujours en dessous du prix de l'Offre de 2,45 €, ce qui traduit la prudence du marché quant à l'aboutissement de l'Offre. Ceci tient probablement, d'une part, à l'échec de la première offre au premier semestre 2020 et, d'autre part, au fait que l'Offre reste soumise à certaines conditions suspensives, dont l'autorisation du Ministère de l'Économie dans le cadre de la procédure du contrôle des investissements étrangers en France.

2.3. Analyse du marché de l'OCEANE

2.3.1. Caractéristiques du titre

Le 24 mai 2018, la Société a émis un emprunt de 29 543 626,80 € sous la forme d'Obligations à option de Conversion et/ou d'Échange en Actions ordinaires Nouvelles ou Existantes (« **OCEANE** »). Ces OCEANES, d'un montant nominal unitaire de 6,80 €, portent intérêt annuellement à un taux de 6% du nominal, payé semi-annuellement les 31 mai et 30 novembre jusqu'à la maturité fixée au 31 mai 2023. À compter de la date d'émission, elles sont échangeables à tout moment en actions de la Société sur la base d'un ratio d'attribution (i.e. nombre d'actions obtenues en échange d'une OCEANE) automatiquement ajusté à la hausse en cas de distribution de dividendes. Fixé initialement à 1,00, ce ratio n'a pas été ajusté depuis, mais peut changer sous certaines conditions, en particulier dans le cas d'une offre publique portant sur les actions de la Société.

Aux termes du contrat d'émission, le remboursement anticipé des OCEANES peut notamment intervenir :

- à l'initiative de la Société, si le cours de bourse dépasse certaines limites (150% du nominal de l'obligation pendant 20 jours consécutifs),
- à l'initiative des porteurs, en cas de changement de contrôle de la Société.

En cas de succès de l'Offre, qui traduirait nécessairement le changement de contrôle de la Société²⁵, tout porteur d'OCEANE se trouverait donc en position d'exiger le remboursement anticipé de ses titres.

2.3.2. Liquidité du titre

Les OCEANES s'échangent essentiellement hors marché (*over the counter* - OTC). Nous ne disposons donc pas d'information relative aux échanges réalisés sur le titre historiquement. On peut toutefois présumer que, étant donné la taille de l'émission et celle de la Société, le marché du titre est peu liquide.

²⁵L'Offre sera notamment soumise, outre le seuil de caducité de 50% réglementaire, au seuil d'acceptation de deux tiers du capital et des droits de vote d'*EOS Imaging* (sur une base diluée).

2.3.3. Évolution historique du cours

Afin de comprendre les évolutions historiques du cours de l'OCEANE depuis son émission en mai 2018, il convient de préciser les deux éléments qui composent la valeur théorique d'une OCEANE.

- La valeur nue (ou composante obligataire de l'OCEANE) est indépendante de la valeur de l'action. La valeur de cette composante évolue en effet en fonction de deux paramètres : le premier (macro-économique) est l'évolution générale des taux d'intérêt, le second (micro-économique) reflète l'évolution du risque de défaut d'*EOS Imaging* (*spread* emprunteur).
- La valeur de l'option de conversion (ou composante optionnelle de l'OCEANE), est directement dépendante de la valeur de l'action. Dans le cas d'espèce, cette composante optionnelle est très largement en dehors de la monnaie depuis l'émission de l'OCEANE, le cours de l'action *EOS Imaging* n'ayant jamais dépassé le prix de conversion (6,80 €).

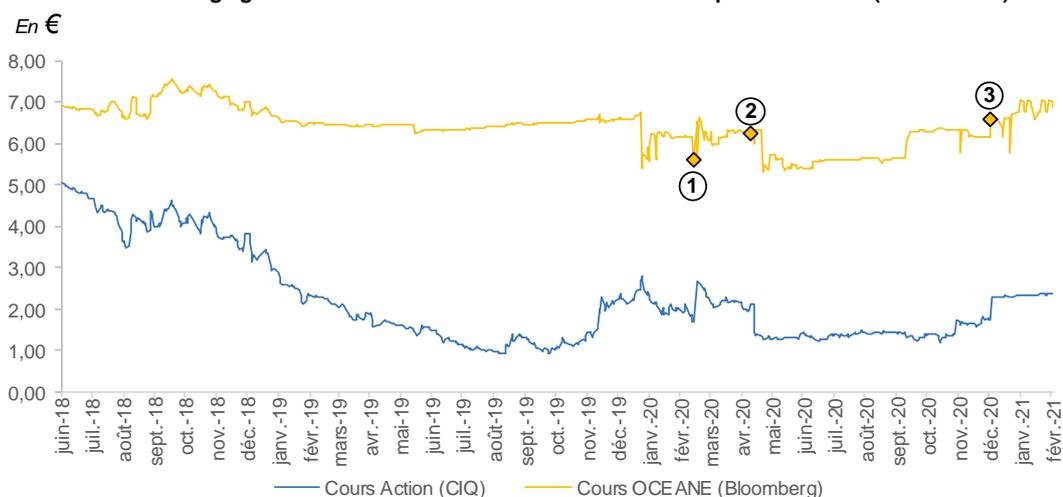
Ainsi, l'essentiel de la valeur de l'OCEANE repose donc, depuis la date d'émission, sur sa valeur nue, composante nettement moins volatile que la composante optionnelle. Après quelques fluctuations entre 6,60 € et 7,59 € sur la fin de l'année 2018, le cours de l'OCEANE s'est stabilisé autour de 6,50 € pendant plus un an (janvier 2019 à janvier 2020), alors que l'action perdait 30% sur la même période.

Depuis janvier 2020, on observe quelques mouvements erratiques sur le cours de l'OCEANE, ce dernier enregistrant certains jours des fluctuations significatives sans que l'on en comprenne précisément la raison (pas d'annonce de la Société), ou qui s'inscrivent à contre-courant des variations observées sur l'action. À titre d'exemple, on peut citer le 8 janvier 2020, où le cours de l'OCEANE perd 20,5% pour s'établir à 5,38 €, alors qu'il n'y a aucune annonce de la Société ce jour-là (publication du chiffre d'affaires annuel 2019 prévue une semaine plus tard) et que, parallèlement, le cours de l'action progresse de 5,2% ; ou encore la progression de 11,2% observée sur le cours de l'OCEANE entre le 24 et le 28 septembre 2020, suite à la publication des résultats du S1 2020 le 23 septembre, alors que le cours de l'action perd 4% sur la même période. Ceci tient probablement à la très petite taille de l'émission (moins de 30 m€), donc il suffit d'un volume d'échanges faible sur le titre pour impacter significativement le cours.

Les différentes annonces en lien avec le projet de dépôt d'une offre publique d'*ATEC* sur les titres de la Société au cours de l'année 2020 ont impacté le cours de l'OCEANE.

- Suite à l'annonce du 28 février 2020, le cours de l'OCEANE progresse de 16% le jour suivant (contre 58% pour l'action) pour s'établir à 6,53 €.
- L'annonce du 27 avril 2020 impacte à la baisse le cours de l'OCEANE, mais avec quelques jours de décalage (-16% le 6 mai), quand l'action baisse de 33% dès le lendemain.
- À la veille de l'annonce de l'Offre le 16 décembre 2020, le cours de l'OCEANE s'élève à 6,17 €. Il progresse de 7% immédiatement après l'annonce et continue sa progression depuis pour s'établir aux alentours du prix de l'Offre (7,01 €) depuis le 22 janvier 2021.

EOS Imaging - Cours de l'action et cours des OCEANES depuis l'émission (31 mai 2018)



Légende du graphique

(1) 28 février 2020 : Annonce d'un accord entre ATEC et EOS Imaging en vue du dépôt d'une offre publique mixte par ATEC sur les titres EOS Imaging.

(2) 27 avril 2020 : Annonce de la résiliation unilatérale de l'accord par ATEC en raison de son appréciation des conséquences de la crise sanitaire de la Covid-19 sur EOS Imaging.

(3) 17 décembre 2020 : Annonce de la conclusion d'un nouvel accord entre ATEC et EOS Imaging en vue du dépôt d'une offre publique d'achat par ATEC sur les titres EOS Imaging.

2.4. Implications sur nos travaux

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

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

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

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

- En dépit du succès du lancement du nouveau système *EOSedge* fin 2019, les objectifs de croissance sur les prochaines années, notamment aux États-Unis, sont très ambitieux,

d'autant plus que la Société n'a pas, à ce stade, conclu de nouveaux partenariats visant à faciliter ou accélérer la commercialisation de ses produits sur ce marché. S'agissant de la division AOS, qui représente plus de 15% du gain de chiffre d'affaires anticipé d'ici à 2024 et l'un des leviers d'amélioration de la marge, la Société n'a pas démontré le potentiel de cette nouvelle offre qui doit encore convaincre ses clients utilisateurs des systèmes EOS.

- La prolongation de la crise sanitaire de la Covid-19 sur une grande partie de l'année 2021, avec de nouvelles phases de confinement strict dans de nombreux pays européens, est un scénario qui ne peut aujourd'hui être exclu. Sans remettre complètement en cause les prévisions du Plan d'Affaires, cela rend la réalisation de celui-ci encore plus incertaine.
- Enfin, ce plan suppose la mise à disposition de nouvelles ressources financières pour la Société (en capitaux propres puis éventuellement en dettes), notamment pour lui permettre de faire face à l'échéance des OCEANES en mai 2023.

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

Enfin, la Société présente des caractéristiques qui la rendent difficilement comparable aux autres sociétés du secteur, et cela pour deux raisons. Première difficulté, la Société doit consentir un effort très important en matière de R&D, qui pèse d'autant plus que la Société présente une taille plus petite que la plupart de ses concurrents. Au niveau des pratiques comptables, elle a en outre retenu une politique consistant à capitaliser une fraction importante de ses dépenses de R&D (de l'ordre de 30% à 40% des dépenses annuelles). À cet égard, elle se distingue d'autres sociétés du secteur, de plus grandes tailles, et notamment des sociétés américaines qui capitalisent peu, voire pas du tout, leurs dépenses de R&D. À cette première difficulté, s'ajoute la situation stratégique de la Société qui est, comme on l'a rappelé, à un point d'inflexion dans son histoire. Pour ces deux raisons, la Société affiche le profil de croissance bénéficiaire spécifique des sociétés en retournement, comparable à celui des sociétés en démarrage (*start-up*). Dans ce contexte, l'identification de sociétés véritablement comparables, c'est-à-dire engagées dans le même type d'activité et présentant le même profil de croissance bénéficiaire, s'avère *a priori* très difficile. Dès lors, il est probable que la mise en œuvre des deux méthodes d'évaluation analogiques (i.e. méthodes des comparaisons boursières et méthode des transactions récentes) soit vouée à l'échec.

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

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

L'analyse de l'Offre fait apparaître trois caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) volontaire, (ii) portant sur plusieurs catégories de titres et (iii) visant l'acquisition du contrôle. Ces caractéristiques sont essentielles pour comprendre le rôle et les objectifs de la mission confiée à *Accuracy* en sa qualité d'expert indépendant.

Premièrement, l'Offre est une offre « volontaire » en ce sens qu'elle est lancée à la seule initiative de l'Initiateur et en l'absence de toute obligation réglementaire. Parallèlement, les actionnaires et les porteurs d'OCEANes sont libres d'y répondre, favorablement ou non, en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Deuxièmement, l'Offre porte sur deux catégories de titres distinctes, actions et OCEANes, et propose donc des prix différenciés aux deux catégories d'investisseurs, à savoir 2,45 € par action et 7,01 € par OCEANE (ou 6,81 € après détachement du coupon le 31 mai 2021).

Troisièmement, l'Offre vise le contrôle de la Société. Cet objectif apparaît clairement à travers le seuil de renonciation de 66,66% du capital et des droits de vote d'*EOS Imaging* (sur une base entièrement diluée) que l'Initiateur a décidé librement de fixer pour conditionner le succès de son offre. Dans l'hypothèse où les conditions applicables seraient remplies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a par ailleurs indiqué qu'il se réservait la possibilité de demander, conformément à la réglementation boursière, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (portant, selon le cas, sur les actions ou les actions et OCEANes).

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

Tout d'abord, comme nous l'avons rappelé en introduction du présent rapport :

- La Cible a conclu avec l'Initiateur un accord relatif au dépôt d'un projet de l'Offre publique d'achat (« **Tender Offer Agreement** ») en date du 16 décembre 2020.
- *Fosun Pharma*, ayant un représentant au Conseil d'Administration de la Société²⁶, et deux autres de ses administrateurs (la fondatrice et ex-dirigeante ainsi que l'actuel directeur général) ont conclu avec l'Initiateur un engagement d'apport de leurs titres à l'Offre.

Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise car l'Offre est susceptible de générer, au sein du Conseil d'Administration de la Société, des conflits d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé que les administrateurs doivent rendre sur l'intérêt de l'Offre (article 261-1, alinéa I-2°).

En outre, préalablement à l'Offre, certains des dirigeants ou administrateurs actuels ou anciens (MM. Eric Beard, Gérard Hascoët et Mme Paula Ness Speers) de la Société ont signé des engagements de renonciation au bénéfice d'une offre publique visant leurs BSA (qui sont hors de

²⁶ *Bpifrance*, qui n'est pas représentée au Conseil d'administration a conclu un engagement d'apport similaire sur la totalité de ses actions.

la monnaie), sans préjudice de leur faculté d'exercer leurs BSA et d'apporter à l'Offre les actions de la Société résultant de l'exercice des BSA.

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

Enfin, la désignation d'un expert indépendant est aussi requise afin de s'assurer que les prix proposés aux deux catégories de porteurs de titres (actionnaires et porteurs d'OCEANES) dans le cadre de l'Offre ne traduisent pas une quelconque inégalité de traitement entre eux (article 261-1, alinéa I-5°).

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise a donc un double objectif : (i) s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts (ii) s'assurer que les conditions financières de l'Offre ne portent pas atteinte à l'égalité de traitement entre actionnaires et porteurs d'OCEANES.

Même si l'Offre est susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires et porteurs d'OCEANES résiduels, comme il s'agit d'une offre volontaire s'inscrivant dans le cadre de la procédure normale régissant les offres publiques, aucune attestation n'est requise au titre de la réglementation boursière sur le caractère équitable du prix de l'Offre en tant que prix d'indemnisation dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire²⁷.

Enfin, ce rapport vise également, à travers l'évaluation des titres de la Société (actions et OCEANES), à éclairer les administrateurs de la Société sur l'intérêt que présente l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires, d'une part, et pour les porteurs d'OCEANES, d'autre part, notamment au regard de la prime (ou décote) offerte à chaque catégorie d'investisseurs en fonction de sa situation propre.

3.2. Effets attendus du rapprochement avec ATEC

Fondé en Californie en 1990 et coté au *Nasdaq*, *ATEC* est un groupe américain de technologie médicale spécialisé dans le traitement chirurgical des troubles de la colonne vertébrale. À l'aune d'un changement de management et d'un virage stratégique amorcé en 2017, l'activité d'*ATEC*, qui était historiquement centrée sur les matériels facilitant l'accès à la zone d'intervention (écarteurs, guide de serrage, etc.) et les implants chirurgicaux (fixations permettant la fusion de vertèbres, déplacement de la hanche, etc.), s'est progressivement diversifiée pour intégrer des solutions logicielles fournissant une assistance en temps réel lors d'une intervention chirurgicale. Affichant au 16 décembre 2020, une capitalisation boursière proche de 1,0 md\$, *ATEC* a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires d'environ 145 m\$.

Dans sa communication financière, *ATEC* souligne les bénéfices qu'il attend de l'acquisition d'*EOS Imaging*.

- L'un des axes de la stratégie mise en place par *ATEC* ces dernières années est de focaliser son effort commercial sur les chirurgiens orthopédiques en leur fournissant, non plus seulement des implants, mais des solutions complètes visant à faciliter la planification, le déroulé et les suites d'une intervention chirurgicale. L'acquisition d'*EOS Imaging*, dont les technologies et les récents développements (la division *AOS* notamment) poursuivent le même objectif, permettra de compléter de façon pertinente

²⁷ S'agissant des actions, si à l'issue de l'Offre, l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, cela signifie que l'Offre a été plébiscitée par les actionnaires et que le prix proposé constitue un juste prix d'indemnisation pour exproprier les actionnaires minoritaires résiduels.

l'offre d'ATEC. Plus précisément, ATEC estime que la richesse et la qualité des informations fournies par les technologies d'imagerie d'EOS permettront entre autres :

- une planification plus précise du nombre et du type d'implants et d'instruments nécessaires aux interventions, et par conséquent d'en réduire les stocks – et donc les coûts – afférents,
 - une meilleure sélection et adaptation des implants à la densité osseuse de chaque patient, garantissant de meilleurs résultats pour les interventions,
 - une optimisation de l'alignement de la posture du patient, facteur-clé de la réussite à long terme d'une opération de la colonne vertébrale.
- En cohérence avec sa stratégie de montée en gamme, ATEC compte s'appuyer sur le positionnement haut de gamme d'EOS Imaging et son réseau de clients prestigieux pour accroître sa présence dans les hôpitaux universitaires les plus renommés des États-Unis. De son côté, EOS Imaging pourra compter sur le réseau commercial dense d'ATEC sur son marché domestique afin d'accroître sa notoriété et ses ventes de systèmes auprès d'établissements de plus petite taille, segment que la Société ne parvient pas à adresser aujourd'hui compte tenu de l'ampleur de l'effort commercial que cela requiert.
 - Depuis la cession de ses activités hors des États-Unis au groupe Globus en 2016, ATEC réalise la quasi-totalité de ses ventes aux États-Unis. En tirant parti de la base installée de systèmes EOS, qui se situe à plus de 60% en dehors des États-Unis, ATEC peut espérer accélérer l'expansion de son empreinte géographique en dehors de son marché domestique.

Pour résumer, grâce à l'acquisition d'EOS Imaging, ATEC s'offre (i) des technologies qu'il ne possède pas, qui viennent parfaitement compléter son offre et renforcer la différenciation de son positionnement par rapport à celui de ses principaux concurrents fournisseurs d'implants et (ii) la possibilité d'une expansion géographique plus rapide.

À notre connaissance, l'Initiateur n'a pas effectué à ce stade d'exercice de quantification précise des synergies (commerciales principalement) qu'il attend de l'acquisition d'EOS Imaging. Nous ne sommes donc pas en mesure d'estimer la valeur des synergies attendues du rapprochement de la Société et de l'Initiateur, et *a fortiori* d'estimer la quote-part de ces synergies qui serait rétrocédée par l'Initiateur dans le prix de l'Offre.

Ceci étant, il ressort de l'analyse des bénéfices attendus par l'Initiateur de l'acquisition d'EOS Imaging que le Plan d'Affaires de la Société, s'il reste optimiste, est rendu plus crédible par la perspective de l'entrée du groupe ATEC au capital de la Société, grâce à :

- la facilitation (i) du développement commercial de la Société sur le marché américain et (ii) du développement des solutions de sa nouvelle division AOS grâce à leur intégration aux solutions logicielles développées par ATEC (plateforme *Alphainformatix*),
- l'accès à des ressources financières suffisantes pour financer l'exploitation et le développement de la Société sur les années à venir, et la disparition probable de la contrainte représentée par l'échéance prochaine (2023) des OCEANES.

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

3.3.1. Appréciation du caractère équitable au regard des conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Cible et des accords connexes conclus préalablement à l'Offre

Dans le cas présent, s'agissant de l'égalité de traitement entre les actionnaires (qu'ils soient représentés au sein du Conseil d'Administration ou non), la situation créée par les termes de l'Offre nous a conduits à réaliser les diligences suivantes :

- prise de connaissance du *Tender Offer Agreement* conclu par l'Initiateur et la Cible en date du 16 décembre 2020,
- prise de connaissance des engagements d'apport de leurs titres à l'Offre signés par *Bpifrance Investissement, Fosun Pharma, Marie Meynadier* et Mike Lobinsky, en date du 16 décembre 2020.
- prise de connaissance des courriers actant la renonciation de porteurs de BSA à bénéficier d'une offre sur leurs bons.

S'agissant de Mike Lobinsky, actuel DG de la Société, le *TOA* mentionne l'engagement de l'Initiateur à voter à la prochaine assemblée générale de la Société en faveur d'une rémunération en numéraire que le Conseil pourra décider de lui attribuer pour compenser les plans (actions gratuites et stock-options) que la précédente assemblée générale avait autorisés et qui n'ont pu être attribués compte tenu notamment de l'opération en cours.

Nous comprenons enfin qu'il n'y a pas de mécanisme de liquidité mis en place pour les porteurs de BSA, d'actions gratuites ou de stock-options, ceux-ci étant exerçables ou pouvant être apportés à l'Offre. S'agissant du cas spécifique des BSA détenus par *IPF* suite à l'émission d'OBSA réalisée en janvier 2015, étant incessibles, nous comprenons qu'ils ne sont pas susceptibles de faire l'objet d'une offre.²⁸

Sur la base de ces différents éléments, nous n'avons pas identifié de clauses ou de conditions (telles que des compléments de prix par exemple) qui soient susceptibles de remettre en cause l'équité des conditions financières de l'Offre.

3.3.2. Appréciation du caractère équitable au regard de l'égalité de traitement entre actionnaires et porteurs d'OCEANES

Dans le contexte spécifique de l'Offre, le respect de l'équité doit aussi être examiné au regard des deux conditions suivantes :

- (i) Les prix intègrent correctement la Valeur Intrinsèque des titres (telle que définie ci-dessous) à la veille de l'Offre.
- (ii) Ces prix ne traduisent pas une quelconque inégalité de traitement entre les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.

Dans le présent rapport, le terme « **Valeur Intrinsèque** » appliqué indifféremment à l'action ou à l'OCEANE désigne la valeur du titre en question en « *stand alone* », c'est-à-dire sans intégrer les

²⁸ Ces BSA sont en dehors de la monnaie et seront caduques au 31 mai 2021.

effets attendus du rapprochement avec ATEC et en considérant la stratégie définie par les actionnaires actuels de la Société et conduite par le Management en place.

La première condition requiert que, pour chacune des deux catégories de titres visés par l'Offre, le prix proposé soit au moins égal à la Valeur Intrinsèque. L'évaluation multicritères des actions et des OCEANes, qui est détaillée dans les sections suivantes, a pour objet de procéder à cette vérification.

Dans le cas présent, cette vérification est compliquée par le fait que la Valeur Intrinsèque de la Société (et par conséquent celle de ses actions et de ses OCEANes) ne peut être déterminée de façon fiable. En effet, comme expliqué précédemment, le scénario décrit par le Plan d'Affaires semble difficile à atteindre en « *stand alone* ». Dès lors, en retenant le Plan d'Affaires dans nos travaux d'évaluation, nous intégrons implicitement une fraction des synergies apportées par ATEC à la Société, si bien que l'estimation obtenue, désignée ci-après « **Valeur Transactionnelle** » de la Société, sera nécessairement supérieure à la Valeur Intrinsèque. Il conviendra d'en tenir compte pour pouvoir conclure quant à la satisfaction de cette première condition.

Pour vérifier que la seconde condition est remplie, il convient de comparer la situation des actionnaires et des porteurs d'OCEANes. Le contrôle de l'entreprise et la prime qui s'y rattache éventuellement en cas de transfert à un investisseur tiers appartiennent aux actionnaires et non aux créanciers, car ces deux éléments sont indissociables du droit de vote que les actionnaires sont les seuls à détenir. Qu'en est-il pour les porteurs de titres hybrides donnant un accès différé ou une option d'accès au capital de l'entreprise et, dans le cas d'espèce, des porteurs d'OCEANes ?

Les relations entre actionnaires et porteurs d'OCEANes sont définies dans le contrat d'émission des OCEANes, que ces derniers ont implicitement approuvé en souscrivant à l'émission. À cet égard, le contrat envisage notamment la survenance d'événements exceptionnels tels que le lancement d'une offre publique. Dans ces conditions, les porteurs d'OCEANes ne peuvent *a priori* prétendre obtenir, en cas d'offre publique, une prime (par rapport à la Valeur Intrinsèque de leurs titres) différente de celle résultant de l'application des dispositions prévues en pareilles circonstances dans le contrat d'émission.

Dans le contrat d'émission, deux dispositions ont pour objectif d'assurer une protection aux porteurs d'OCEANE en cas d'offre publique susceptible d'entraîner un changement de contrôle. La première prévoit l'ajustement du ratio de conversion à la hausse, tandis que la seconde ouvre la possibilité d'un remboursement immédiat de l'OCEANE.

L'intérêt de ces deux dispositions pour le porteur d'OCEANE dépend de l'évolution du cours de bourse depuis la date d'émission des titres :

- En cas d'évolution très favorable du cours de l'action (l'option de conversion de l'OCEANE est alors dans la monnaie), le nouveau prix de conversion donné par l'application de la première disposition définit une référence plancher pour fixer le prix d'Offre de l'OCEANE.
- En cas d'évolution très défavorable du cours de l'action (la probabilité de conversion de l'OCEANE est alors proche de zéro), cette référence plancher résulte de l'application de la seconde disposition et correspond au « **Prix de Remboursement Anticipé** ».
- En cas d'évolution moins tranchée du cours de l'action, la référence plancher qui s'imposera à l'initiateur de l'offre pour la fixation du prix de l'Offre de l'OCEANE sera le

prix le plus élevé entre le nouveau prix de conversion et le Prix de Remboursement Anticipé.

Dans le cas d'espèce et comme on l'a vu plus haut (cf. section 2.3), le cours de l'action *EOS Imaging* a évolué très défavorablement depuis la date d'émission des OCEANEs, si bien que l'option de conversion s'est toujours trouvée largement en dehors de la monnaie. Dans ce contexte où le porteur d'OCEANEs s'apparente plus à un créancier qu'à un actionnaire potentiel de la Société, c'est la deuxième disposition du contrat d'émission susmentionnée, qui lui apporte une protection en cas de changement de contrôle, à savoir la possibilité d'obtenir le remboursement anticipé de ses titres au prix contractuellement prévu. D'après les termes du contrat d'émission, le Prix de Remboursement Anticipé correspond au nominal de l'OCEANE, soit 6,80 €, majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement du coupon et jusqu'à la date du changement de contrôle. D'après le calendrier prévisionnel de l'Offre qui prévoit un règlement-livraison de l'Offre initiale le 13 mai 2021²⁹, la dernière date de paiement de coupon de l'OCEANE serait le 30 novembre 2020 et le Prix de Remboursement Anticipé s'élèverait donc à 6,98 €³⁰, correspondant à 3 centimes près au prix de l'Offre des OCEANEs (7,01 €).

Au total, le prix offert aux porteurs d'OCEANE dans le cadre de l'Offre respecte les dispositions du contrat d'émission de ces titres. Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'Offre n'introduisent aucune rupture d'égalité entre les deux catégories d'investisseurs visés par l'Offre (actionnaires et porteurs d'OCEANE), ce qui permet de présumer du caractère équitable des conditions financières de l'Offre, sous réserve de vérifier formellement que, tant pour l'action que pour l'OCEANE, le prix de l'Offre est au moins égal à la Valeur Intrinsèque.

²⁹ On suppose que le changement de contrôle de la Société interviendrait à cette date.

³⁰ Soit 6,80 € de nominal auquel s'ajoutent 0,183 € d'intérêts courus.

4. Évaluation des actions

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

4.1.1. Actif net comptable consolidé

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

Pour mémoire, au 30 juin 2020, l'actif net comptable de la Société ressortait à 7,2 m€ et au 31 décembre 2020, il s'élève à 0,7 m€³¹, soit 0,03 € par action.

4.1.2. Cours de bourse

Comme on l'a indiqué plus haut (section 2.2), les conditions d'une bonne efficacité du marché du titre *EOS Imaging* ne sont pas réunies : taille limitée du flottant réel, faible volume des échanges journaliers, auxquels s'ajoutent une relative complexité de la situation de la Société.

Dès lors, nous considérons que le cours de bourse ne constitue pas une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

4.1.3. Prix-cible des analystes financiers

Au cours de l'année écoulée, le titre *EOS Imaging* a été suivi par trois sociétés d'analyse financière : *Kepler Cheuvreux*, *Portzamparc* (filiale du groupe *BNP Paribas*) et *Gilbert Dupont* (filiale du groupe *Société Générale*), sachant que ce dernier assure la liquidité du titre (en tant de *liquidity provider*) et a un engagement de recherche sur le titre.

Nous avons analysé les prix cibles et recommandations de ces trois sociétés sur le titre *EOS Imaging* avant la date d'annonce de l'Offre (16 décembre 2020). Deux d'entre elles ont mis à jour leur prix cible et recommandation suite à la publication le 15 octobre 2020 par la Société de son chiffre d'affaires sur le T3 2020 (la troisième n'ayant procédé à aucune mise à jour depuis la publication des résultats du S1 2020 le 23 septembre 2020). Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, les prix cibles des analystes à la veille de l'annonce de l'Offre s'échelonnent dans une fourchette relativement large allant de 1,35 € à 1,75 €, pour un cours de référence se situant à 1,40 € environ, reflétant l'absence de consensus sur la valeur (deux recommandations à l'achat et une neutre).

EOS Imaging - Prix cible et recommandations des analystes avant l'annonce de l'Offre

Date	Bureau d'étude	Recommandation	Cours de la veille	Prix cible	Prix / (Décote)
15-oct.-20	Portzamparc	Acheter	1,41	1,75	24 %
24-sept.-20	Gilbert Dupont	Accumuler	1,43	1,5	5 %
15-oct.-20	Kepler Cheuvreux	Hold	1,41	1,35	(4)%

Note : Capital IQ, notes publiées par les bureaux d'étude

³¹ D'après le bilan non audité au 31 décembre 2020 communiqué par le Management.

Au total, si ces prix cibles constituent des références de valeur qui ne peuvent être ignorées pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, nous en relativisons néanmoins la pertinence en raison du nombre limité d'analystes suivant la valeur.

4.1.4. Transactions récentes sur le capital

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

La dernière augmentation de capital significative d'*EOS Imaging* (hors exercice de bons de souscription) est intervenue en décembre 2018 pour un montant de 15,0 m€ et à un prix unitaire de 4,37 € par action. Elle avait été entièrement souscrite par *Fosun Pharma* en vertu d'un accord conclu en juillet 2018 avec la Société. Il est rappelé que *Fosun Pharma* a conclu un engagement d'apport à l'Offre portant sur l'intégralité de sa participation.

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

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

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

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

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. À ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*), qui ne sont guère pertinentes pour évaluer une société historiquement déficitaire et qui ne devrait pas atteindre son point mort financier avant quelques années.

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

Avant de présenter les résultats de la méthode DCF (*cf. infra*, section 4.3), qui conclut sur la Valeur Transactionnelle du portefeuille d'activités de la Société, nous présentons les deux autres

éléments qui permettent d'estimer la valeur des titres *EOS Imaging*, à savoir l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 4.2.2) et le nombre de titres (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

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

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan consolidé d'*EOS Imaging* disponible à la date des présentes, à savoir le bilan arrêté au 31 décembre 2020 non audité.

Trésorerie nette

En excluant les OCEANES, *EOS Imaging* affiche au 31 décembre 2020 une position de trésorerie nette positive de 9,4 m€ constituée (i) d'emprunts divers pour un montant total de 0,3 m€, (ii) et de disponibilités pour 9,7 m€.

OCEANES

En mai 2018, la Société a émis des OCEANES pour un montant nominal de 29,5 m€, remboursable *in fine* le 31 mai 2023, payant un coupon semestriellement (30 novembre et 31 mai) au taux annuel de 6,0% (voir section 2.3.1). La valeur des OCEANES prise en compte dans l'évaluation s'élève à 29,6 m€. Ce montant, qui correspond à la valeur nue de l'obligation, est égal à la valeur nominale des OCEANES, augmentée des intérêts courus entre la date du dernier paiement de coupon (30 novembre 2020) et la date d'évaluation, à savoir le 31 décembre 2020. Ce montant correspond donc à la Valeur de Remboursement Anticipé de l'OCEANE à supposer qu'un changement de contrôle de la Société intervienne le 31 décembre 2020.

En effet, comme expliqué précédemment (*cf. supra* – sections 2.1.2 et 3.3.2), le Plan d'Affaires ne reflète pas un scénario moyen de développement de la Société en *stand alone*, car il postule notamment que la Société sera en mesure de faire face à l'échéance de l'OCEANE en 2023. Au vu de la situation financière de la Société décrite précédemment, cela suppose à notre avis, à court ou moyen terme, l'entrée d'un nouvel investisseur à son capital et un possible changement de contrôle de la Société. Par souci de cohérence, étant donné que notre estimation de la valeur d'entreprise de la Société repose sur la réalisation de ce Plan, nous retenons pour l'OCEANE la valeur qui s'appliquerait en cas de changement de contrôle au 31 décembre 2020.

Provisions pour retraites

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

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

Économies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

La Société enregistrant des pertes depuis sa création, elle a accumulé un stock conséquent de déficits fiscaux reportables en France et aux États-Unis (et dans une moindre mesure au Canada), s'élevant au total à 125,1 m€ au 31 décembre 2020³².

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

Autres éléments pris en compte

Les autres éléments pris en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres comprennent les provisions pour litige prud'homains (nettes de l'impact fiscal) retenues à leur valeur comptable au 31 décembre 2020 et la trésorerie provenant de l'exercice des instruments dilutifs dans la monnaie, en cohérence avec le nombre d'actions diluées retenu dans nos travaux (cf. *infra*).

Synthèse

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

EOS Imaging - Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation au 31/12/2020

en m€

OCEANE	29,6
- Trésorerie nette	9,4
+ Provisions pour retraite	0,5
- Economies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables	11,3
+ Provisions pour litiges prud'homains	0,0
- Trésorerie issue de l'exercice des BSA et Stock-options	0,0
= Total au 31/12/2020	9,4

Source : Projet de comptes 2020 non audités et analyses Accuracy

Note : Trésorerie issue de l'exercice des stock-options dans la monnaie au 31 décembre 2020

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

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

Le calcul s'appuie sur le nombre total d'actions émises, diminué du nombre d'actions autodétenues et majoré du nombre d'actions résultant de l'exercice des instruments dilutifs émis par la Société, qui sont encore en circulation et dans la monnaie à la date de notre évaluation.

³² Montant communiqué par le Management, incluant le résultat fiscal de 2020.



S'agissant des instruments dilutifs encore en circulation, il y a aujourd'hui, d'après les informations qui nous ont été communiquées par la Société :

- 350 000 BSA détenus par des dirigeants actuels et anciens de la Société (MM. E. Beard, G. Hascoët et Mme P. Ness Speers) et le fonds *IPF*. Ces BSA, qui ont des maturités s'échelonnant entre mai 2021 et janvier 2026 et des prix d'exercice compris entre 3,42€ et 4,71€, sont aujourd'hui très en dehors de la monnaie.
- 1 376 182 *stock-options* détenues par des mandataires sociaux et certains salariés de la Société. Seules 6 000 *stock-options* attribuées en 2010, expirant en mai 2021 et ayant un prix d'exercice de 1,00€ sont aujourd'hui dans la monnaie (les autres ont des dates d'expiration s'échelonnant entre septembre 2022 et janvier 2029 et des prix d'exercice compris entre 2,68€ et 6,14€).

En outre, il n'y pas aujourd'hui d'actions gratuites en période d'acquisition en lien avec les plans passés accordés par la Société à certains de ses dirigeants (plans accordés en 2015, 2016 et 2017), en ce compris celles dont l'attribution était soumise à des conditions de performance.

EOS Imaging - Nombre dilué d'actions au 31/12/2020

#		
	Nombre d'actions composants le capital	26 656 946
-	Nombre d'actions d'autocontrôle	53 363
+	Nombre d'actions liés à l'exercice des Stocks options dans la monnaie	6 000
=	Nombre d'actions dilué total	26 609 583

Source : Données Management et analyses Accuracy

4.3. Méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2021-2024 s'est appuyée sur le Plan d'Affaires préparé par le Management d'*EOS Imaging*.

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

4.3.2. Détermination d'une valeur terminale

Compte tenu du caractère optimiste du Plan d'Affaires, notamment de la croissance anticipée du chiffre d'affaires, nous avons délibérément choisi de ne pas construire de période d'extrapolation et donc de déterminer une valeur terminale au terme du Plan d'Affaires (soit à fin 2024).

Cette valeur terminale a été estimée par la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

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

Le flux de trésorerie normatif a été estimé sur la base des hypothèses suivantes.

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,5 %, soit le taux de croissance perpétuel retenu,
- une marge d'EBITDA ajusté de 12 % (intégrant la totalité des dépenses de R&D estimée à 11% du chiffre d'affaires³³), en ligne avec le niveau médian observé sur des sociétés cotées matures de taille moyenne dans le secteur de la radiographie et de l'imagerie médicale (*cf. infra* - section 4.4.1),
- des investissements corporels et incorporels (hors dépenses de R&D capitalisées) représentant environ 0,8% du chiffre d'affaires, soit un niveau en ligne avec le niveau d'investissement envisagé par le Management sur la fin du Plan d'Affaires (2023-2024),
- des dotations aux amortissements pour 2,2 m€ (hors amortissement des dépenses de R&D capitalisées) représentant environ 2,5% du chiffre d'affaires, soit un ratio en ligne avec celui estimé par le Management en 2024,
- une variation de BFR nulle ce qui constitue une approche prudente, compte tenu des niveaux de BFR négatifs envisagés sur le Plan d'Affaires,
- un flux théorique d'impôts à dette nulle en retenant un taux d'imposition de 25,8 % et un maintien du CIR dans les mêmes proportions que sur la période du Plan (soit un montant annuel représentant environ 20% des dépenses R&D totales).

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

4.3.3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les *free cash flows* espérés de la Société au coût du capital. Celui-ci a été estimé à partir du coût d'opportunité du capital (k_a) à l'aide du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers – MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) :

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

où :

- R_F est le taux d'intérêt sans risque, fixé à 2,5%, niveau cohérent avec les niveaux d'inflation et de taux d'intérêt réel anticipés sur le moyen-long terme (respectivement 1,5% et 1,0%).
- β_a est le coefficient bêta de l'activité, estimé à 1,5 correspondant au coefficient bêta désendetté moyen observé sur une période de 5 années sur un échantillon de sociétés cotées comparables.
- P_M est la prime de risque moyenne anticipée sur le marché financier (PRM), estimée à 5,5% sur la base d'études académiques récentes sur le sujet.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 10,8%, soit :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M = 2,5\% + 1,5 \times 5,5\% = 10,8\%$$

Les modalités de détermination des paramètres présentés ci-dessus sont détaillées en annexe du présent rapport.

³³ Soit un ratio en ligne avec le ratio moyen observé sur les sociétés cotées et matures du secteur.



4.3.4. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après la méthode DCF fait ressortir une Valeur Transactionnelle des titres *EOS Imaging* au 31 décembre 2020 de 1,75 € par action.

EOS Imaging - Valeur Transactionnelle des titres

en m€

Valeur actualisée des flux 2021 - 2024	(4,2)
+ Valeur terminale actualisée	60,3
= Valeur d'entreprise au 31/12/2020	56,1
Multiple CA 2021	1,6 x
- Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation au 31/12/2020	9,4
= Valeur des capitaux propres au 31/12/2020	46,7
/ Nombre dilué d'actions	26 609 583
= Prix par action (en €)	1,75

Sur cette base, le prix de l'Offre de 2,45 € par action proposé par l'Initiateur extériorise une prime d'environ 40%.

La Valeur Transactionnelle a été estimée en appliquant la méthode DCF au Plan d'Affaires du Management. Or, ce plan très ambitieux ne peut être considéré comme un scénario « moyen » pour le développement de la Société. Plutôt que d'ajouter une prime de risque spécifique au taux d'actualisation, afin de tenir compte des risques de réalisation conséquents qui pèsent sur ce plan, nous avons pris le parti de considérer que le rapprochement d'*EOS Imaging* et d'*ATEC* rendait plus probable sa réalisation. En conséquence, la valeur qui ressort de la mise en œuvre de la méthode DCF ne constitue pas une estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société, mais bien une estimation de sa Valeur Transactionnelle, c'est-à-dire une valeur qui intègre une fraction des synergies attendues de l'Opération.

À titre d'information, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur les deux paramètres qui nous semblent les plus délicats à estimer dans le cas présent, à savoir : (i) le taux de marge d'EBITDA ajusté normatif, et (ii) le taux d'actualisation, sachant que le taux d'actualisation retenu de 10,8 % constitue selon nous un taux plancher au regard de l'activité de la Société, de sa taille et de son profil de risque.

EOS Imaging - Analyse de sensibilité

Taux d'actualisation (en %)	Marge d'EBITDA ajusté				
	11,0 %	11,5 %	12,0 %	12,5 %	13,0 %
10,8 %	1,56 €	1,66 €	1,75 €	1,85 €	1,95 €
11,3 %	1,40 €	1,49 €	1,58 €	1,67 €	1,76 €
11,8 %	1,26 €	1,34 €	1,43 €	1,51 €	1,60 €

4.4. Méthode des comparaisons boursières

La mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières se heurte dans le cas d'*EOS Imaging* à plusieurs difficultés majeures : (i) l'absence de sociétés cotées développant le même type d'activité, (ii) des spécificités, liées à l'hétérogénéité des niveaux de dépenses de R&D et à leur mode de comptabilisation, qui rendent délicate la comparaison avec les autres sociétés du

secteur (cotées ou non) et (iii) le profil de risque de la Société, acteur de petite taille par rapport aux autres sociétés du secteur et parvenu à un point d'inflexion dans son développement.

4.4.1. L'absence de société parfaitement comparable en termes d'activité

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

À bien des égards, il est difficile d'identifier des sociétés proches d'*EOS Imaging*, car la Société se situe à l'intersection de deux marchés distincts : d'une part, le marché de l'imagerie médicale avec la fourniture d'équipements peu irradiant et, d'autre part, le marché de l'orthopédie avec la fourniture d'images grand format par balayage du patient de la tête au pied, permettant la reconstitution d'image en 3D et donc la planification et la réalisation d'interventions chirurgicales. En termes d'implantation géographique, la Société est relativement diversifiée avec 46 % de son chiffre d'affaires 2020 en provenance d'Europe et du Moyen-Orient, 31 % des États-Unis et 22% d'Asie. Compte tenu de ce profil très particulier, nous avons constitué plusieurs échantillons de sociétés comparables.

Le premier échantillon comprend neuf sociétés qui développent et commercialisent des solutions d'imagerie médicale par radiation. Ces sociétés présentent l'avantage d'opérer directement sur le même segment qu'*EOS Imaging*. Cependant, leur implantation géographique (trois d'entre elles sont des sociétés coréennes) et leur niveau de diversification, mesuré par la taille (ainsi *Elekta AB* a réalisé un chiffre d'affaires de 1,3 md€ en 2019), limitent la pertinence de la comparaison avec *EOS Imaging*.

Le second échantillon regroupe deux sociétés appartenant à des grands groupes médicaux diversifiés qui opèrent sur plusieurs segments : imagerie, mais solutions de diagnostic plus larges et solutions de traitements thérapeutiques. Ces sociétés exercent des activités plus diversifiées qu'*EOS Imaging*. Elles ne présentent donc pas nécessairement le même modèle économique (*premium* versus entrée de gamme) ou le même niveau d'effort en recherche et développement.

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

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

- En raison de différences de politique d'activation des dépenses de R&D, nous avons, lorsque cela était possible, retraité l'EBITDA des sociétés identifiées en y intégrant la totalité des dépenses de R&D de l'exercice afin de présenter des résultats opérationnels « comparables ». En l'absence d'information prévisionnelle sur ces éléments, cet ajustement n'a pu être réalisé que sur les agrégats financiers historiques des sociétés identifiées, ce qui réduit la pertinence de la comparaison. À cet égard, on peut remarquer que les sociétés américaines ne capitalisent pas ou peu de dépenses de R&D, contrairement à certaines sociétés européennes. On peut également conclure de cette analyse que la comparaison de marges non retraitées entre différents pays ou différentes sociétés s'avère peu pertinente.

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

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

EOS Imaging - Données opérationnelles des sociétés comparables

en m€	Pays	CA			EBITDA retraité ¹			Marge EBITDA retraité ¹ (incl. R&D capitalisée)		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Echantillon 1 - Radiographie et imagerie										
Elektä AB (publ)	SE	1 182	1 281	1 460	162	128	176	13,7 %	10,0 %	12,1 %
Varex Imaging Corporation	US	584	638	648	94	86	69	16,2 %	13,5 %	10,7 %
Accuray Incorporated	US	327	336	333	7	3	10	2,1 %	0,8 %	3,1 %
Arcoma AB	SE	9	12	13	(1)	0	1	(9,3)%	1,0 %	7,9 %
Mauna Kea Technologies SA	FR	7	7	7	(9)	(11)	(13)	(139,8)%	(170,1)%	(176,6)%
Diagnostic Medical Systems S.A.	FR	27	24	31	(5)	(7)	(6)	(19,3)%	(27,1)%	(19,2)%
Value Added Technology Co., Ltd.	KR	162	173	201	34	35	39	21,2 %	20,0 %	19,5 %
Rayence Co., Ltd.	KR	79	86	93	17	20	23	22,1 %	23,6 %	24,2 %
Genoray Co., Ltd.	KR	33	42	48	6	10	13	18,3 %	23,2 %	27,4 %
Médiane - Radiographie et imagerie								14,9 %	11,7 %	11,4 %
<i>Ecart-type - Radiographie et imagerie</i>								1,2 %	1,7 %	0,7 %
Echantillon 2 - Grands groupes médicaux diversifiés dont imagerie, diagnostic										
Siemens Healthineers AG	DE	13 514	13 532	14 804	2 475	2 304	2 628	18,3 %	17,0 %	17,8 %
Hologic, Inc.	US	2 539	2 655	2 761	820	833	846	32,3 %	31,4 %	30,6 %
Médiane - Grands groupes médicaux diversifiés								25,3 %	24,2 %	24,2 %
<i>Ecart-type - Grands groupes médicaux diversifiés</i>								7,0 %	7,2 %	6,4 %
Echantillon 3 - Equipements médicaux divers										
Geratherm Medical Ag	DE	21	22	20	2	2	1	8,8 %	8,4 %	5,1 %
Biosynex Sa	FR	31	31	34	1	1	1	3,1 %	2,0 %	4,3 %
Inspiration Healthcare Group Plc	GB	17	17	20	1	1	2	4,5 %	7,0 %	9,1 %
Pulsion Medical Systems Se	DE	26	25	26	4	2	3	14,3 %	9,9 %	11,2 %
Amplitude Surgical Sa	FR	96	103	105	8	18	21	8,7 %	17,2 %	19,6 %
Biocartis Group Nv	BE	23	29	38	(39)	(39)	(51)	(167,1)%	(136,8)%	(135,1)%
Immunodiagnostic Systems Holdings Plc	GB	43	42	43	3	(0)	1	6,0 %	(0,2)%	2,4 %
Ion Beam Applications Sa	BE	236	257	283	(14)	8	3	(5,9)%	3,3 %	1,2 %
Lantheus Holdings, Inc.	US	270	280	283	58	64	53	21,5 %	22,8 %	18,7 %
Strata Skin Sciences, Inc.	US	26	24	26	4	2	1	15,0 %	7,7 %	4,7 %
Semler Scientific, Inc.	US	10	18	27	(0)	4	9	(2,4)%	25,4 %	33,1 %
Hamilton Thorne Ltd.	US	18	24	29	3	3	3	16,5 %	13,6 %	11,6 %
Sensus Healthcare, Inc.	US	17	22	22	(3)	(1)	(1)	(16,2)%	(5,1)%	(5,2)%
ViewRay, Inc.	US	28	66	72	(37)	(58)	(88)	(134,9)%	(88,4)%	(123,3)%
Micro-X Limited	AU	1	1	1	(11)	(9)	(8)	(1596)%	(821,2)%	(698,0)%
Médiane - Equipements médicaux divers								8,8 %	9,9 %	11,2 %
<i>Ecart-type - Equipements médicaux divers</i>								7,1 %	7,3 %	8,9 %
Médiane total								14,3 %	13,5 %	11,6 %
<i>Ecart-type total</i>								8,5 %	8,0 %	8,9 %

Source: Capital IQ et rapports annuels, données au 07/01/2021

Note ⁽¹⁾ : Les EBITDA et marges d'EBITDA présentés ont été retraités de l'impact de la norme comptable IFRS 16.

Note : Les sociétés grisées n'ont pas été retenues pour l'une des raisons suivantes : manque d'information sur la R&D capitalisée (pour les coréennes), sociétés affichant des pertes et sociétés dont on estime qu'elles n'ont pas atteint un stade de maturité suffisant (trop proche de leur point mort)

4.4.2. Conclusion sur la méthode des comparaisons boursières

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

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

4.5. Méthode des transactions comparables

À la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transactions utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement des primes par rapport à la valeur intrinsèque des sociétés acquises. Ces primes sont le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction. De ce fait, la méthode des transactions comparables apparaît moins pertinente dans le contexte spécifique de l'Offre, car elle inclut les synergies envisagées sans qu'on puisse les isoler, alors que nos travaux cherchent à estimer la Valeur Intrinsèque d'*EOS Imaging*, c'est-à-dire hors synergies.

Cette approche théorique se heurte malheureusement dans le cas présent à des écueils qui nous ont conduits à écarter la méthode pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

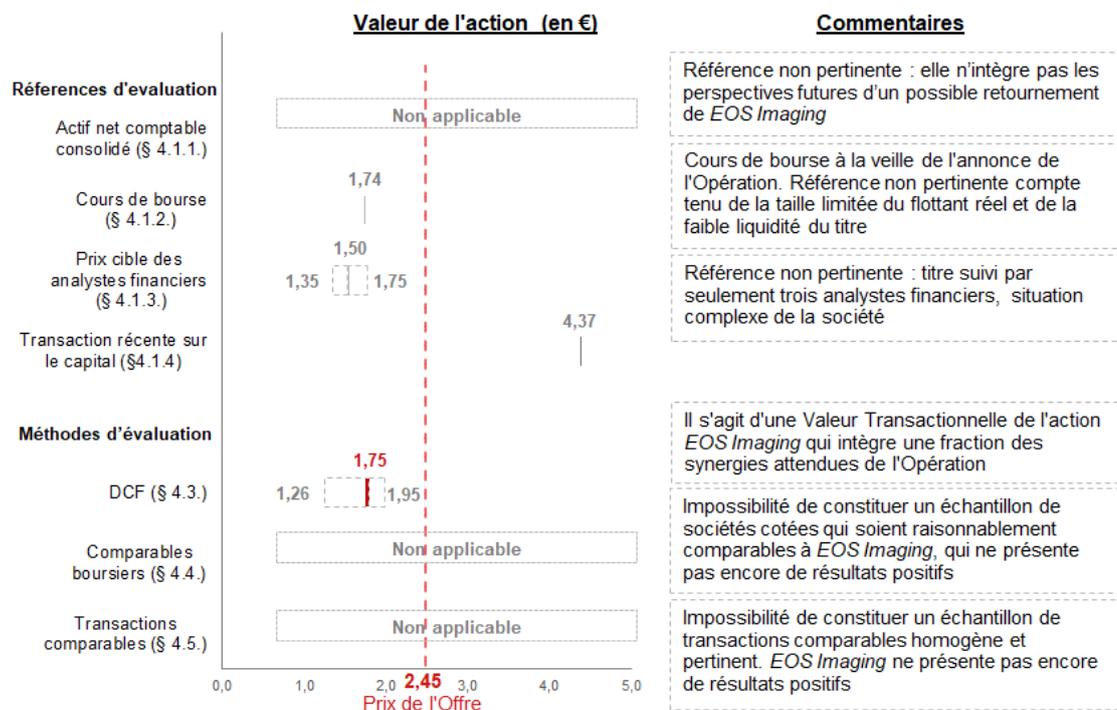
- Il n'existe pas, à notre connaissance de transactions portant sur des sociétés parfaitement comparables à *EOS Imaging* en termes de taille, de profitabilité, de zone d'implantation ou de modèle économique. Plus spécifiquement, nous n'avons pas été en mesure, comme précédemment dans le cadre de la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

Pour information, nous vous précisons avoir identifié deux échantillons de transactions comparables. Le premier liste les transactions des entreprises d'imagerie médicale, donc les entreprises cibles les plus proches d'*EOS Imaging*, tandis que le second se concentre sur les transactions des entreprises de la *Medtech*. Ces deux échantillons sont présentés en annexe du présent rapport.

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

4.6. Synthèse des résultats

Le graphique ci-dessous rappelle de façon synthétique les résultats de notre analyse des références d'évaluation disponibles pour l'action *EOS Imaging* et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèque et analogique.



5. Évaluation des OCEANES

5.1. Références disponibles

5.1.1. Cours de bourse

Comme indiqué plus haut, comme les échanges sur le titre interviennent principalement en dehors des marchés réglementés (OTC), il est difficile d'estimer précisément la liquidité du titre et donc la pertinence du cours des OCEANES.

Dès lors, présumant la liquidité réduite des titres, nous considérons que le cours de bourse de l'OCEANE ne constitue pas une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de ces titres.

5.1.2. Prix de Remboursement Anticipé

Les termes du contrat d'émission prévoient une modalité de remboursement anticipé au gré des porteurs des OCEANES en cas de changement de contrôle de la Société.

Selon les termes du prospectus, le remboursement interviendrait à un prix égal au pair (soit 6,80 €) majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement. En supposant un remboursement anticipé au 13 mai 2021, les intérêts courus s'élèvent à 0,183 €.

Au total, le « Prix de Remboursement Anticipé » s'élève à 6,98 €. L'Offre entraînant, en cas de succès, un changement de contrôle, le prix de remboursement anticipé constitue une référence incontournable pour les porteurs d'OCEANE.

5.1.3. Prix de Conversion des OCEANE

Le « **Prix de Conversion** » de l'OCEANE mesure la contrepartie obtenue par le porteur d'OCEANE dans l'hypothèse où il décide de convertir ses titres en actions de la Société.

En cas d'offre publique susceptible d'entraîner le changement de contrôle de la Société, le ratio d'attribution fait l'objet d'un ajustement à la hausse. Le coefficient d'ajustement du ratio d'attribution dépend de deux facteurs : la prime d'émission initiale des OCEANES (35%) et le délai restant à courir entre l'ouverture de l'Offre et la maturité des OCEANES. En supposant l'ouverture de l'Offre le 1^{er} avril 2021, il reste 790 jours à courir jusqu'à la maturité de l'OCEANE (sur une durée de vie totale des OCEANES de 1 826 jours). Sur cette base, le ratio d'attribution serait porté à 1,151.

Sur la base de ce ratio et du prix offert pour l'action (2,45 €), chaque OCEANE permet donc d'obtenir une contrevaletur en actions de 2,82 €.

5.2. Estimation de la valeur théorique des OCEANES

S'agissant d'un actif dérivé, dont la valeur dépend de l'évolution d'un actif sous-jacent, l'action, la valeur théorique d'une OCEANE rejoint la notion de Valeur Intrinsèque de l'action. À ce titre, nous considérons qu'elle constitue une valeur de référence pertinente à prendre en compte dans le cadre de l'Offre, dès lors que les dispositions contractuelles figurant dans le contrat d'émission des OCEANES donnent des références moins favorables.

Comme on l'a rappelé plus haut, cette valeur théorique comprend deux composantes :

- la valeur nue (ou composante obligataire de l'OCEANE), que nous avons estimée sur la base d'une approche actuarielle traditionnelle,
- la valeur de l'option de conversion (ou composante optionnelle de l'OCEANE), que nous avons estimée à l'aide un modèle d'évaluation binomial adapté pour tenir compte des caractéristiques de l'OCEANE.

L'option de conversion étant très largement en dehors de la monnaie (le prix de conversion est de 6,80 €), la valeur théorique de l'OCEANE repose donc essentiellement sur la valeur nue de l'obligation.

L'estimation de la valeur nue de l'obligation repose sur deux paramètres.

Taux d'intérêt sans risque. Nous avons retenu un taux sans risque à 0 % pour une maturité de trois ans. Ce niveau de taux est en ligne avec nos observations des Obligations Assimilables du Trésor (OAT) à 3 ans et des taux SWAPS affichés pour cette même maturité.

Coût du risque emprunteur (*spread*) de l'OCEANE. Le coût du risque a été estimé sur la base du rendement moyen des OCEANES *EOS Imaging* sur le marché. Le rendement retenu est de 10%, sur la base (i) du prix moyen au cours des 120 derniers jours précédant le 16 décembre 2021 et (ii) d'une analyse des obligations émises avec des maturités proches, notamment pour des sociétés similaires du secteur.

L'estimation de la composante optionnelle de l'OCEANE s'est appuyée sur les paramètres suivants.

Volatilité anticipée du sous-jacent. La volatilité attendue à long terme par les investisseurs sur une action donnée n'est pas directement observable sur le marché puisqu'il s'agit de l'estimation d'une volatilité future. Toutefois, deux approches (historique et implicite) sont généralement envisagées pour estimer ce paramètre, sans qu'aucune de ces deux approches ne soit pleinement satisfaisante.

- S'agissant de la mesure de la volatilité implicite du titre, le seul actif dérivé disponible est l'OCEANE. Cependant cette référence est peu pertinente en raison de la faible liquidité de l'actif qui s'échange *over the counter*.
- S'agissant de la mesure de la volatilité historique de l'action. Nous avons retenu une fourchette d'estimations pré Covid-19 pour la volatilité comprise entre 40% et 50% (voir tableaux en Annexe 3).

Prix d'exercice de l'option de conversion. Il correspond au nominal de l'obligation, soit 6,80 €.

Valeur du sous-jacent (i.e. action *EOS Imaging*). Dans le contexte de l'Offre, nous avons considéré plusieurs références pour estimer la valeur de référence de l'action *EOS Imaging*.

- La première référence est le dernier cours de l'action avant l'annonce de l'Offre (soit 1,74 €), le cours moyen pondéré par les volumes observés sur les 20 derniers cours de bourse précédant l'Offre étant de 1,64 €.
- La seconde est la Valeur Transactionnelle de l'action. À cet égard, nous avons retenu le résultat de notre estimation issue de la méthode DCF, soit 1,75 €.
- Enfin, nous avons également estimé la valeur de l'OCEANE sur la base du Prix de l'Offre proposé pour l'action, soit 2,45 € par action.

Coût du refinancement (*repo rate*). Considérant la petite taille de la Société et la faible liquidité du titre, le coût de refinancement retenu, soit 5,00 %, correspond à la valeur haute des fourchettes d'estimations généralement retenues en la matière.

Maturité. La date de maturité de l'OCEANE est le 31 mai 2023.

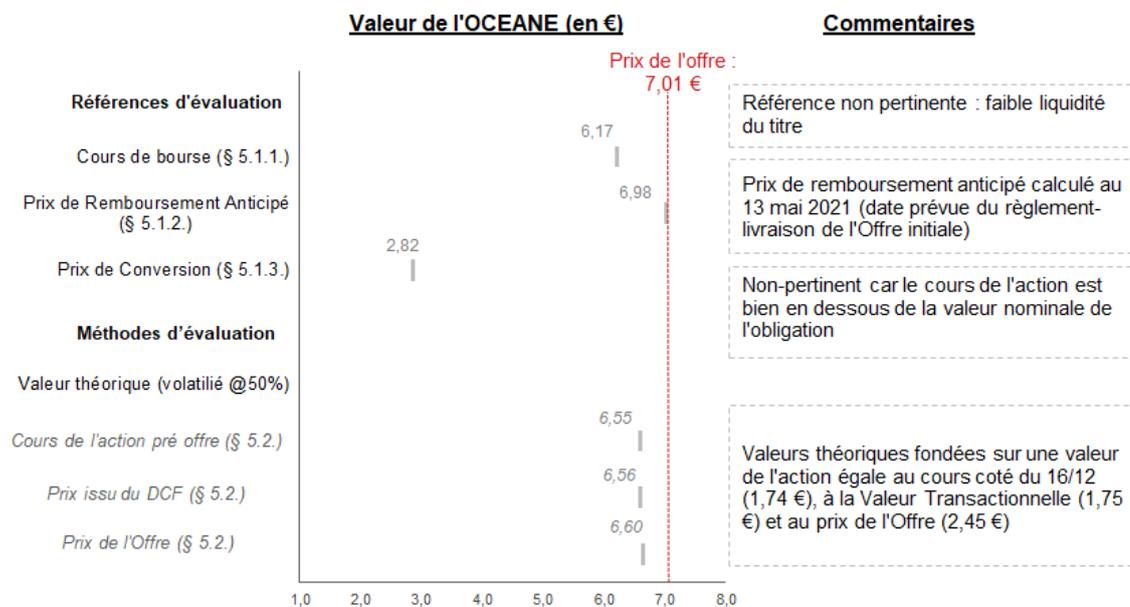
Sur la base des hypothèses précédentes, la valeur théorique des OCEANES à la date du 13 mai 2021 ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 6,54 € et 6,60 €.

Le bas de cette fourchette d'estimations, assis sur une estimation de la valeur de l'action *EOS Imaging* égale au cours de bourse avant l'annonce de l'Offre (soit une valeur d'OCEANE de 6,54 € et de 6,55 € en fonction du niveau de volatilité considéré), constitue à l'évidence un minorant du prix susceptible d'être proposé dans le cadre de l'Offre, puisqu'elle correspond à la valeur théorique de l'OCEANE avant l'Offre.

Le haut de la fourchette d'estimations, assis sur une estimation de la valeur égale au prix de l'Offre (soit une valeur de l'OCEANE de 6,56 € et de 6,60 € en fonction du niveau de volatilité considéré), constitue en revanche un majorant du prix susceptible d'être proposé dans le cadre de l'Offre, puisque cette estimation fait l'hypothèse qu'à la suite de l'Offre et quel que soit le résultat observé, le cours de l'action se stabilisera durablement au niveau du prix de l'Offre.

5.3. Synthèse des résultats

Le graphique ci-dessous rappelle de façon synthétique les résultats de notre analyse des références d'évaluation disponibles pour l'OCEANE EOS *Imaging* et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation disponibles.



6. Analyse des éléments d'appréciation de l'Offre élaborés par la Banque

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les éléments d'appréciation de l'Offre fournis par *Oddo BHF*, banque présentatrice, dans le projet de note d'information qui sera déposé auprès de l'AMF le 5 mars 2021. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

6.1. Evaluation des actions

6.1.1. Méthodologie d'évaluation

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

La Banque écarte, tout comme nous, les deux méthodes relevant de l'approche analogique (absence de sociétés suffisamment comparables cotées en bourse ou ayant fait l'objet de transactions), ainsi que la référence d'évaluation représentée par l'actif net comptable consolidé (qui ne prend pas en compte les performances futures de la Société). En l'absence de dividendes versés par la Société depuis sa création, la Banque écarte également la méthode d'actualisation des dividendes.

La Banque retient finalement, tout comme nous, la méthode DCF pour évaluer la Société. En revanche, contrairement à nous, elle retient également les trois références d'évaluation représentées par les prix observés lors des dernières transactions sur le capital (i.e. engagements d'apport dans le cadre du projet d'Offre de décembre 2020), les prix cibles des analystes financiers ainsi que le cours de bourse (à titre indicatif). Nous avons considéré que la liquidité du titre n'était pas suffisante pour que le cours de bourse constitue une référence solide. De même, dans la mesure où seuls trois analystes financiers suivent la valeur, nous avons considéré que les « prix cibles » affichés ne constituaient pas une référence pertinente.

6.1.2. Méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit à une estimation de la valeur de l'action *EOS Imaging* de 2,05 € (en valeur centrale).

L'écart par rapport à notre estimation s'explique par des différences dans la démarche d'évaluation ainsi que dans certains paramètres. Les différences les plus significatives sont les suivantes.

- La Banque a choisi d'extrapoler les prévisions du Management jusqu'en 2027 (hors année normative). Ce choix méthodologique a principalement pour objectif de réduire le poids relatif de la valeur terminale et de faire décroître progressivement le taux de croissance du chiffre d'affaires (+31,0% en fin de plan d'affaires en 2024, +10,0% en 2025 et 2,0% en année normative en 2028). S'agissant de ce taux de croissance perpétuelle, nous retenons dans nos travaux un taux de 1,5% (dès 2025).
- Le taux d'EBITDA retenu en normatif est également supérieur dans les travaux de la Banque (19,1% en moyenne sur la période d'extrapolation et 14,0% en normatif contre 12,0% dans nos travaux). L'ensemble de ces éléments (période d'extrapolation,

croissance de chiffre d'affaires et marge d'EBITDA) traduisent une vision plus ambitieuse par la Banque des performances opérationnelles futures de la Société.

- L'impact positif de cette vision ambitieuse est contrebalancé par l'impact négatif du taux d'actualisation retenu par la Banque, plus élevé que le nôtre (11,9% contre 10,8%). Cet écart de taux s'explique par des différences significatives dans l'estimation de ses différentes composantes. En effet, le taux retenu par la Banque repose sur un taux sans risque de 0% et une prime de marché de 8,53%, alors que, dans nos travaux, le taux d'actualisation repose sur une approche normative de ces deux paramètres (respectivement 2,5% et 5,5%). En outre, le coefficient bêta retenu par la Banque est de 1,081, contre 1,5 dans nos travaux. L'impact positif de cet écart de bêta est en grande partie compensé par l'impact négatif résultant de l'ajout, dans les travaux de la Banque, d'une prime spécifique de taille de 3,19%.

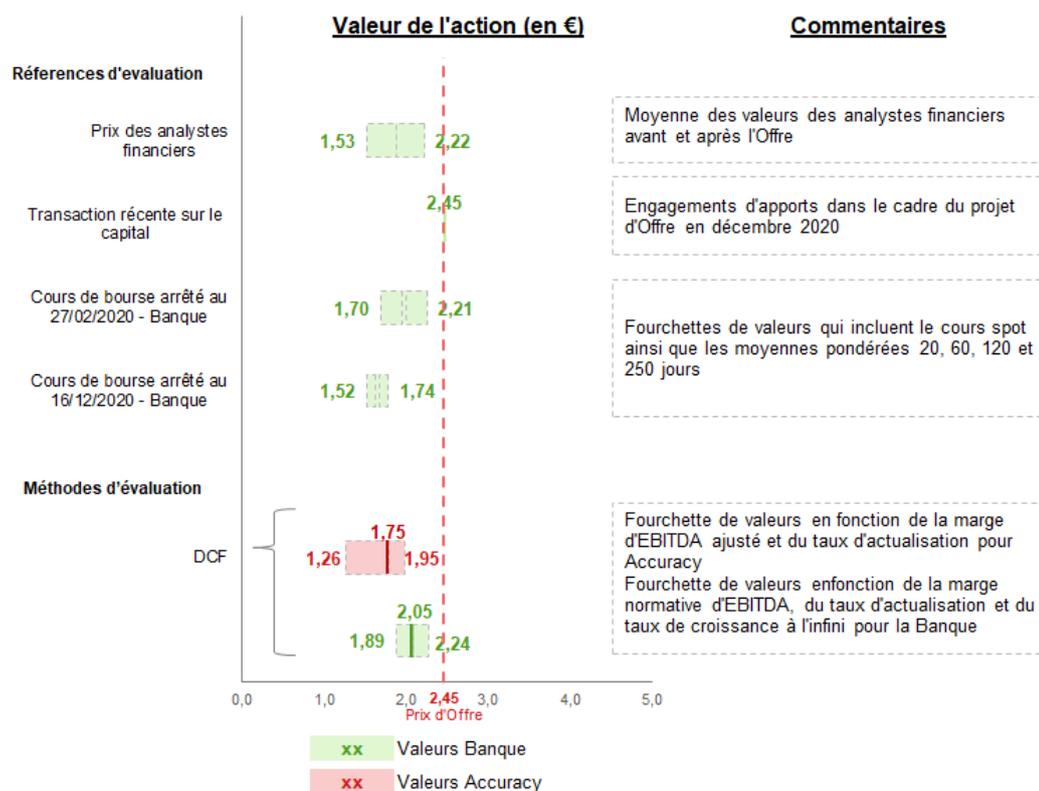
6.1.3. Méthode des comparaisons boursières

Pour la Banque comme pour nous, si la méthode des comparables boursiers est écartée pour estimer la valeur d'entreprise de la Société, l'échantillon de sociétés comparables est tout de même utilisé pour rationaliser la marge d'EBITDA en année normative.

La Banque s'appuie sur un échantillon plus restreint que le nôtre qui comprend uniquement six sociétés (*Hologic, Elekta, Varex Imaging, Accuray, Mauna Kea Tech* et *Arcoma*). De plus, la Banque s'intéresse aux marges prospectives d'EBITDA comptable quand nous retenons les marges historiques retraitées de la R&D capitalisée (retraitement impossible à effectuer sur les années futures).

6.1.4. Synthèse des résultats

Le graphique ci-dessous rappelle de façon synthétique les résultats obtenus par la Banque, ainsi que nos propres résultats.



6.2. Evaluation des OCEANES

6.2.1. Méthodologie d'évaluation

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

Tout comme nous, la Banque calcule la valeur de l'OCEANE dans le cadre de leur remboursement anticipé en cas de changement contrôle (7,003 € au 31 mai 2021³⁴) ainsi que dans le cadre d'une offre publique (valeur de conversion de 2,82 €). Elle examine en outre la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse – que nous n'avons pas retenue du fait du manque de liquidité.

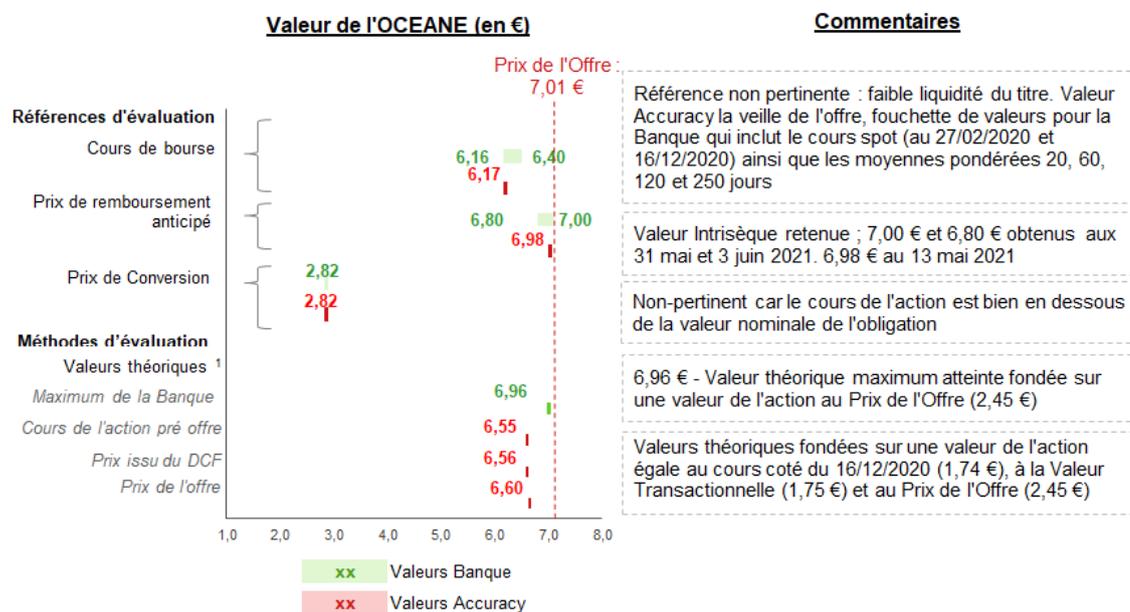
Concernant le calcul de la valeur théorique, l'estimation obtenue par la Banque (6,96 € en haut de fourchette) diffère de la nôtre, car, si la Banque retient comme nous un modèle d'évaluation binomial, certaines de leurs hypothèses diffèrent des nôtres.

- S'agissant de la volatilité attendue sur l'évolution de la valeur de l'action, la Banque retient un niveau de 60% (contre une fourchette de 40 à 50% dans nos propres travaux). Cet écart d'estimation a toutefois un impact mineur, puisque l'option de conversion de l'OCEANE est très en dehors de la monnaie.
- S'agissant du niveau de *spread* retenu pour estimer la valeur de l'obligation nue, la Banque retient un niveau de *spread* de 8%, contre 10% dans nos propres travaux.

³⁴ 6,803 € en cas de changement de contrôle au 3 juin 2021.

6.2.2. Synthèse des résultats

Le graphique ci-dessous rappelle de façon synthétique les résultats obtenus par la Banque, ainsi que nos propres résultats (en cas d'utilisation des mêmes méthodes appliquées).



Note ⁽¹⁾ : Volatilité à 50% pour Accuracy et 60% pour la Banque. Date de règlement au 13 mai 2021.

7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Le 17 décembre 2020, *EOS Imaging SA* (la « **Société** ») a annoncé que son Conseil d'Administration avait approuvé la signature d'un accord relatif au dépôt d'un projet d'offre publique (*Tender Offer Agreement*) avec le groupe américain *Alphatec Holdings, Inc.* (ci-après « **ATEC** » ou « **l'Initiateur** »), groupe de technologie médicale coté au *Nasdaq* et spécialisé dans le développement de solutions et de dispositifs médicaux innovants pour la chirurgie du rachis. Le 28 février 2020, un premier accord avait été conclu entre la Société et *ATEC* aux termes duquel ce dernier s'était engagé à lancer une offre publique d'achat sur les titres *EOS Imaging*, mais cet accord avait finalement été résilié par *ATEC* le 24 avril 2020 en raison de son appréciation de l'impact de l'épidémie de la Covid-19 sur *EOS Imaging*.

Selon les termes du nouvel accord, *ATEC* doit déposer une offre publique d'achat en numéraire (« **l'Offre** ») au prix de 2,45 € par action *EOS Imaging*. L'Offre vise également l'intégralité des OCEANEs en circulation émises par *EOS Imaging* et proposera à leurs détenteurs un prix de (i) 7,01€ par OCEANE (coupon dû le 31 mai 2021 attaché) ou de (ii) 6,81€ (coupon dû le 31 mai 2021 détaché). L'Offre ne porte pas sur les bons de souscription d'actions de la Société encore en circulation dans la mesure où, soit ces instruments ne sont pas librement cessibles, soit leurs détenteurs ont signé des actes de renonciation préalablement au dépôt de l'Offre. Enfin, dans l'hypothèse où les conditions applicables seraient remplies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a par ailleurs indiqué qu'il se réservait la possibilité de demander, conformément à la réglementation boursière, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (portant, selon le cas, sur les actions ou les actions et OCEANEs).

Les deux principaux actionnaires d'*EOS Imaging*, *Fosun Pharma* et *Bpifrance Investissement* (agissant en sa qualité de société de gestion de *FPS Bpifrance Innovation I*), de même que la fondatrice et ex-dirigeante Marie Meynadier et le directeur général actuel Mike Lobinsky, également administrateurs de la Société, se sont d'ores et déjà engagés à apporter leurs titres (représentant au total 23,0% du capital et droits de vote de la Société) à l'Offre.

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

- (i) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance. » (alinéa I – 2°)
- (ii) « Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée. » (alinéa I – 4°)
- (iii) « 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. » (alinéa I – 5°)

A la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément qui permette de penser que les accords conclus avec les dirigeants de la Société, les actionnaires cédants, ou que les accords connexes conclus avec d'anciens dirigeants ou administrateurs de la Société, ont biaisé les conditions financières de l'Offre.

S'agissant de l'équité des conditions financières de l'Offre en tant que telles, elle repose à notre avis sur le respect des deux conditions suivantes :

- (i) Les prix proposés par l'Initiateur intègrent correctement la Valeur Intrinsèque³⁵ des actions et des OCEANEs, c'est-à-dire la valeur de marché de ces titres à la veille de l'Offre.
- (ii) Ces prix ne traduisent pas d'inégalité de traitement entre les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.

Afin d'examiner ces deux conditions, nous avons tout d'abord observé que le prix de l'Offre proposé aux porteurs d'OCEANEs est très légèrement supérieur au Prix de Remboursement Anticipé. Il respecte de ce fait les dispositions spécifiques prévues dans le contrat d'émission des OCEANEs en cas d'offre publique susceptible d'entraîner un changement de contrôle. A cet égard, nous avons souligné que, en raison de l'évolution défavorable du cours de l'action depuis l'émission des OCEANEs, la référence donnée par le Prix de Remboursement Anticipé s'avérait autrement plus favorable pour le porteur d'OCEANE que la référence donnée par le Prix de Conversion, même après l'ajustement du ratio d'attribution prévu en cas d'offre publique.

Par ailleurs, s'agissant de l'action, nous avons observé que le prix de l'Offre proposé extériorisait une prime significative par rapport à la Valeur Transactionnelle³⁶, et donc, à plus forte raison, par rapport à la Valeur Intrinsèque de la Société, telle qu'estimée via une évaluation multicritères. Cette prime s'élève à 39,6% sur la base du résultat donné par la méthode DCF (considérée en l'espèce comme méthode la plus pertinente pour estimer la Valeur Transactionnelle de la Société).

S'agissant de l'OCEANE, nous avons observé également que le prix de l'Offre proposé extériorisait une prime par rapport à notre estimation de la Valeur Intrinsèque. Cette prime atteint respectivement 7,0%, 6,9% et 6,1% selon que l'on intègre dans le modèle d'évaluation théorique des OCEANEs une valeur de l'action égale au dernier cours coté avant l'annonce de l'Offre, le résultat de la méthode DCF ou le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur.

En conclusion, sur la base de ce qui précède, nous considérons que les conditions de cette Offre sont équitables, d'un point de vue financier, pour les deux catégories de porteurs de titres visés par l'Offre.

Paris, le 4 mars 2021.

Pour Accuracy,



Henri Philippe, Associé

³⁵ La Valeur Intrinsèque est définie dans le présent rapport comme la valeur d'un titre (action ou OCEANE) en *stand alone*, c'est-à-dire sans intégrer les effets attendus du rapprochement avec ATEC.

³⁶ La Valeur Transactionnelle résulte de la mise en œuvre de la méthode DCF au plan d'affaires de la Société. En effet ce plan très ambitieux est rendu plus probable par la réalisation du rapprochement avec ATEC. En ce sens, la Valeur Transactionnelle est supérieure à la Valeur Intrinsèque puisqu'elle intègre une partie des effets attendus de l'opération dans la valeur.

8. Annexes

Annexe 1. Lettre de mission



in excellent company

EOS Imaging

Proposition de services

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique
d'Alphatec Holdings, Inc. sur les actions et OCEANES
d'EOS Imaging

Mars 2020

Transactions

Disputes

Crises

Decisions



LETTRE DE MISSION

Monsieur Gérard Hascoët
Président du Conseil d'Administration
10, rue Mercœur
75011 Paris

Fait à Neuilly-sur-Seine, le 30 mars 2020

Confidentiel

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « **Services** »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

EOS Imaging SA (ci-après désigné « **EOS Imaging** », le « **Client** » ou la « **Société** ») et *Accuracy* seront désignés conjointement comme les « **Parties** ».

Contexte et objet de la mission

EOS Imaging (la « **Société** ») est une société de technologie médicale (« **Medtech** ») qui conçoit, développe et commercialise un dispositif médical d'imagerie innovant peu irradiant dédié aux pathologies ostéo-articulaires et à l'orthopédie (technologie par rayons X), baptisé EOS. Depuis quelques années, la Société a également développé des applications associées permettant la modélisation de l'ensemble du corps du patient et la planification chirurgicale.

Créée en 1989 par le Prix Nobel de Physique 1992, *EOS Imaging* a installé plus de 300 équipements à travers le monde et elle a enregistré un chiffre d'affaires de près de 35 m€ en 2018. La Société affiche toutefois des pertes opérationnelles depuis sa création.

La Société a été introduite en bourse en 2012, elle est depuis cotée sur le marché réglementé d'*Euronext Paris* (compartiment C). Préalablement à l'annonce de l'Offre décrite ci-dessous, à la fin février 2020, sa capitalisation boursière s'élevait à 49 m€ environ.

Le 28 février 2020, la Société a annoncé que son Conseil d'Administration a approuvé la signature d'un accord relatif au dépôt d'un projet d'offre publique (« *tender offer agreement* ») avec le groupe américain *Alphatec Holdings, Inc.* (ci-après « **ATEC Spine** », « **ATEC** » ou « **l'Initiateur** »), groupe de technologie médicale coté au *Nasdaq* et spécialisé dans le développement de solutions et de dispositifs médicaux innovants pour la chirurgie du rachis. Selon les termes de cet accord, *ATEC* déposerait une offre publique d'achat en numéraire, à titre principal, au prix de 2,80€ par action *EOS Imaging* et, à titre subsidiaire, une offre publique d'échange avec une parité d'échange de 1 action ordinaire *ATEC* pour 2 actions *EOS Imaging*. L'offre en numéraire viserait également l'intégralité des OCEANES en circulation émises par *EOS Imaging* et proposerait à leurs détenteurs un prix de 7,01 € par OCEANE. L'offre en numéraire et l'offre d'échange sont conjointement désignées sous le terme « **l'Offre** » dans la suite de la présente lettre.



Nous comprenons qu'il n'est pas prévu que l'Offre porte sur les bons de souscription d'actions de la Société encore en circulation dans la mesure où les détenteurs de ces instruments, qui sont aujourd'hui très en dehors de la monnaie, devraient conclure des accords de renonciation avec la Société préalablement au dépôt de l'Offre ou bénéficieraient de la faculté de les exercer pour participer à l'Offre.

Par ailleurs, les principaux actionnaires de la Société, *Fosun Pharma* et *Bpifrance Investissement*, détenant au total 21,35% du capital d'*EOS Imaging* se sont engagés à apporter leurs titres à l'offre d'échange, tout comme la fondatrice et ex-dirigeante Marie Meynadier et le directeur général actuel de la Société Mike Lobinsky, qui sont également administrateurs de la Société.

Enfin, *A TEC* a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire de la Société à l'issue de l'Offre au prix de l'offre en numéraire (2,80 € par action *EOS Imaging*) si les résultats de l'Offre le permettent.

C'est dans ce contexte et conformément aux dispositions de l'article 261-1 (alinéas 1-2° et 5°) du Règlement Général de l'AMF, en raison d'une part des conflits d'intérêts potentiels générés par l'Offre au sein de son Conseil d'Administration, et d'autre part, compte tenu du fait que l'Offre vise deux catégories de titres différentes (actions et OCEANES), que vous nous avez sollicités afin qu'*Accuracy* intervienne en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

S'agissant des conflits d'intérêts potentiels générés par l'Offre au sein du Conseil d'Administration d'*EOS Imaging* et hormis ceux créés par la signature du *Tender Offer Agreement* et des engagements d'apport susmentionnés, nous n'avons pas, à ce stade, connaissance d'autres conflits.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a jamais réalisé aucune mission ni pour la Société, ni pour l'Initiateur, ni pour *Fosun Pharma*.

Au cours des dix-huit derniers mois, *Accuracy* a réalisé neuf missions, relevant d'activités de *due diligence* ou du domaine bancaire et services financiers, pour le compte de *Bpifrance*. Ces missions ont représenté environ 0,7% de son chiffre d'affaires en France sur la période. Les associés et directeur participant à la présente attestation d'équité n'ont participé à aucune des missions susmentionnées.

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

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

Produit fini

Nos travaux vous seront restitués sous la forme d'un rapport en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de l'Offre envisagée.

Ce rapport d'expertise sera conforme à l'instruction n° DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020 ainsi qu'à la recommandation n° DOC-2006-15 du 28 septembre 2006 de l'AMF telle que modifiée le 10 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'*Accuracy* ainsi que la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des douze derniers mois ;
- un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission ;



-
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF ;
 - la rémunération perçue dans le cadre de notre mission ;
 - une description détaillée des diligences et notamment du programme de travail mis en œuvre pour accomplir notre mission ;
 - notre propre estimation de la valeur des titres, actions et OCEANES, d'*EOS Imaging*, en *stand alone*, c'est-à-dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec *ATEC* ;
 - notre propre estimation de la valeur des titres d'*ATEC*, en *stand alone* également, afin de pouvoir apprécier le caractère équitable de la parité d'échange proposée dans le cadre de l'offre d'échange ;
 - une analyse critique des éléments d'appréciation de l'Offre fournis par la banque présentatrice ;
 - le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société ;
 - notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant ;
 - une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par l'associé du cabinet en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil d'administration de la Société et rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre, conformément au Règlement Général de l'AMF. Nous vous confirmons que nous pouvons être qualifiés d'expert indépendant au sens de ce Règlement et que nous établirons une attestation en ce sens, conformément à la réglementation boursière applicable.

Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation à compter de notre désignation, à savoir le 28 février 2020 et sous réserve de l'absence d'objection soulevée par l'AMF au sujet de cette désignation.

Nous comprenons en outre qu'il est prévu que la Société publie ses résultats annuels 2019 le 15 avril 2020. Dans ce contexte, et sous réserve de l'obtention de l'ensemble des documents et informations nécessaires à la réalisation de notre mission (états financiers à fin décembre 2019, projet de note d'offre notamment), nous nous engageons à vous transmettre un premier projet de rapport au plus tard le mercredi 8 avril 2020. Ce projet sera ensuite finalisé et sa version définitive devant être prête pour le 15 avril 2020 au plus tard.

Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'École des Ponts ParisTech et chargé de cours au Groupe HEC.

Il sera assisté par Laura Surun, Directeur, qui a une expérience de plus de dix ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation portant notamment sur des entreprises à forte composante technologique (Thales, Dassault Systèmes, etc.). Elle a également participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Laura Surun est diplômée d'HEC.



Tous deux seront assistés par une équipe de deux consultants juniors, ayant participé à plusieurs missions d'évaluation financière au cours des dernières années :

- Erwan Kerjouan, Senior Associate, diplômé de HEC et disposant d'une expérience de quatre ans en conseil financier ;
 - Pierre Trupin, Analyste, diplômé de l'ENS Cachan, doctorant en finance à l'Université Paris-Dauphine et disposant d'une expérience de trois ans en conseil financier ;
- et d'un stagiaire, actuellement étudiant à HEC.

A titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.

Répartition estimée des heures de travail

	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Semaine 5	Semaine 6	Total
	2-mars-20	9-mars-20	16-mars-20	23-mars-20	30-mars-20	6-avr.-20	
Partner / Director	10	10	20	20	20	10	90
Senior Associate	40	40	40	40	20	10	190
Analyste	40	40	40	-	-	-	120
							400

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ*, *Bloomberg*, *Thomson Reuters* ;
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant compris entre 80 000 et 100 000 (quatre-vingt mille à cent mille) euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à cinq pour cent de nos honoraires hors taxes), en fonction des éventuelles difficultés rencontrées dans l'exécution de notre mission. Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés. Il prend également en compte la responsabilité assumée par *Accuracy* en pareilles circonstances. Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* ou se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait *Accuracy* à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, dans le cas où d'autres catégories de titres seraient visées par l'Offre), les parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez *Accuracy* dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et



accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.

Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

Droit applicable

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus en équité et en vertu des usages plutôt qu'en droit strict. A titre supplétif, elles conviennent cependant de s'en référer aux dispositions du droit français.

Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Nanterre, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.

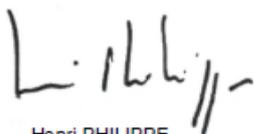
Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.



Veuillez croire, Cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

Accuracy



Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

EOS Imaging

Gérard Hascoët
Président



Annexe 2. Etats financiers consolidés de la société

Etat de la situation financière d'EOS Imaging

Actif (en m€)	2018	2019	2020
			<i>Non audités</i>
Ecarts d'acquisition	5,1	5,1	5,1
Immobilisations incorporelles	6,6	8,5	8,5
Droits d'usage (IFRS 16)	-	4,4	3,7
Immobilisations corporelles	2,4	2,1	1,5
Actifs financiers	0,3	0,2	0,2
Total des actifs non courants	14,4	20,3	19,0
Stocks et encours	8,8	13,5	13,5
Clients et comptes rattachés	32,7	17,7	9,8
Autres actifs courants	4,3	5,2	3,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	19,8	8,2	9,7
Total des actifs courants	65,5	44,6	36,2
Total de l'actif	80,0	64,9	55,2
			2020
Passif (en m€)	2018	2019	<i>Non audités</i>
Capital social	0,3	0,3	0,3
Actions propres	(0,4)	(0,4)	(0,4)
Primes liées au capital	21,6	6,9	0,2
Réserves	20,2	22,8	11,2
Réserves de conversion	0,6	1,0	0,4
Résultat consolidé, part du groupe	(13,0)	(18,4)	(10,9)
Total des capitaux propres	29,2	12,1	0,7
Provisions	0,9	1,1	0,7
Passifs financiers	25,7	24,6	24,5
Obligations locatives	-	3,9	3,2
Total des passifs non courants	26,6	29,7	28,4
Passifs financiers	1,6	1,7	1,6
Obligations locatives		0,5	0,5
Concours bancaires			
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	7,1	4,0	3,4
Autres passifs courants	15,5	16,9	20,6
Total des passifs courants	24,2	23,1	26,0
Total du passif	80,0	64,9	55,2

Source : Informations communiquées par le Management

Compte de résultat de EOS Imaging

en m€			2020
	2018	2019	Non audités
+Chiffre d'affaires	35,4	20,1	23,8
+Autres produits	1,4	2,1	2,2
=Total des produits des activités ordinaires	36,8	22,2	26,0
Coûts directs des ventes	(17,6)	(11,0)	(11,1)
Coûts indirects de production et service	(3,9)	(4,4)	(4,6)
Recherche et développement	(4,4)	(4,8)	(5,6)
Ventes, clinique et marketing	(10,9)	(11,2)	(7,4)
Réglementaire	(0,8)	(0,9)	(0,8)
Coûts administratifs	(6,8)	(5,9)	(6,0)
Paievements fondés sur des actions	(0,8)	(0,7)	(0,0)
=Total des charges opérationnelles	(45,1)	(38,9)	(35,4)
=Resultat Operationnel	(8,2)	(16,7)	(9,4)
+Charges financières	(5,5)	(1,9)	(1,8)
+Produits financiers	0,7	0,2	0,3
=Resultat courant avant impôts	(13,0)	(18,4)	(10,9)
-Impôts sur les bénéfices	-	-	-
=Resultat net (Part du groupe)	(13,0)	(18,4)	(10,9)
Ecart de conversion sur entités étrangères	0,5	0,3	(0,6)
Ecart actuariels sur engagements retraites	(0,1)	0,1	(0,0)
Resultat global de la période	(12,6)	(18,0)	(11,4)

Source : Informations communiquées par le Management

Tableau des flux de trésorerie de EOS Imaging

en m€	2018	2019	2020 Non audités
Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles			
Résultat net consolidé	(13,0)	(18,4)	(10,9)
Elimination des amortissements et provisions	1,5	2,2	2,7
Charges et produits calculés liés aux paiements en actions	0,8	0,7	0,0
Charges financières - Obligations locatives	-	0,1	0,1
Charges financières - Emprunt obligataire	2,8	-	-
Charges financières - OCEANES	1,0	(0,2)	(0,3)
Charges financières - Avances remboursables	0,0	0,0	0,0
Capacité d'autofinancement	(7,0)	(15,6)	(8,3)
Stocks et encours	(4,4)	(4,7)	0,1
Clients et comptes rattachés	(2,0)	15,4	7,1
Autres actifs courants	0,9	(0,9)	2,0
Fournisseurs et comptes rattachés	(0,8)	(3,1)	(0,5)
Autres passifs courants	4,6	1,4	4,3
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	(1,7)	8,0	13,0
Flux net de trésorerie lié aux activités opérationnelles	(8,7)	(7,6)	4,7
Flux de trésorerie liés aux activités d'investissement			
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	(3,9)	(3,3)	(2,7)
Cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	-	0,5	0,4
Variation des actifs financiers	(0,2)	0,1	0,0
Flux net de trésorerie lié aux activités d'investissement	(4,1)	(2,7)	(2,2)
Flux de trésorerie liés aux activités de financement			
Augmentation de capital	14,9	0,1	0,1
Flux de trésorerie associés à l'émission d'OCEANES	28,2	-	0,0
Flux de trésorerie associés à l'emprunt obligataire IPF	(16,7)	-	-
Remboursements d'avances et prêts à taux zéro	(0,9)	(0,7)	(0,1)
Obligations locatives	-	(0,7)	(0,8)
Créances mobilisées	-	-	-
Acquisition / cession d'actions propres	(0,1)	(0,0)	0,0
Flux net de trésorerie lié aux activités de financement	25,5	(1,3)	(0,8)
Incidences des variations des cours des devises	0,0	0,0	(0,2)
Variation de trésorerie	12,8	(11,5)	1,5

Source : Informations communiquées par le Management

Annexe 3. Détermination du taux d'actualisation

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

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

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

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

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

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_M = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_F)

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque centrale européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0 %), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone Euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement des pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed (fin 2011), suivie par la BCE (en 2015), ont eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation. Les dernières déclarations des banques centrales, à la suite de la crise

sanitaire actuelle, suggèrent d'ailleurs la poursuite du *quantitative easing* si bien que cet environnement de taux bas pourrait perdurer.

Si elle peut s'envisager à court/moyen terme cette situation n'est pas acceptable à long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans ce contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons de recourir à une approche normative, dérivée de l'équation de Fisher :

$$\text{Taux sans risque (nominal)} = \text{taux d'intérêt réel} + \text{inflation attendue à long terme}$$

Deux solutions équivalentes peuvent alors être envisagées, qui ont des conséquences dans nos travaux à la fois sur la mesure du taux sans risque, mais aussi sur l'estimation du taux de croissance perpétuelle (*cf. supra*) :

- Considérer que nous sommes entrés dans une ère de taux d'intérêt durablement bas, avec un niveau d'inflation faible (proche de zéro). Il s'agit alors d'estimer le taux sans risque sur la seule base du taux d'intérêt réel et de considérer un taux d'inflation nul à court, moyen et long termes. La conséquence est alors que le taux de croissance perpétuelle retenu dans l'évaluation (*cf. supra*), qui correspond au taux d'inflation à long terme, doit également être fixé à zéro. Cette approche est toutefois difficile à mettre en œuvre puisque la plupart des plans d'affaires d'entreprises reposent sur des taux d'inflation non nuls, généralement proches des taux historiques moyens.
- Considérer que les taux d'intérêt devraient revenir vers un niveau normatif à long terme. Il s'agit alors d'estimer le taux d'intérêt réel et d'estimer un taux d'inflation de long terme, cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel. C'est cette seconde approche que nous avons retenue dans nos travaux.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0 %, en ligne, par exemple avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2018 par *Dimson, Marsh et Staunton*³⁷ au Canada (1,5 %), en Grande-Bretagne (1,2 %) et aux États-Unis (0,9 %) ³⁸. S'agissant de taux d'intérêt réel, une fois corrigé de l'effet de l'inflation, qui est l'un des principaux facteurs de différence entre les taux d'intérêts des pays, l'absence de quelques grands pays européens, comme l'Allemagne ou la France, ne nous semble pas remettre en cause nos conclusions. Par ailleurs, rappelons que la prime de risque de marché reprise dans le cadre de nos travaux (*cf. supra*) repose également sur cette même estimation de 1 %.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la Zone Euro, celui-ci peut être estimé à 1,5 % (soit un niveau voisin de celui observé en 2019 et un peu inférieur à l'objectif de 2,0 % retenu par la BCE).

Sur ces bases, le taux d'intérêt sans risque (R_f) retenu par *Accuracy* s'établit à 2,5 % (soit : 1,0 % + 1,5 %).

³⁷ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2019), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

³⁸ L'Allemagne, l'Italie ou la France n'ont pu être retenues, car les bons du Trésor de ces pays ont extériorisé en moyenne sur 1900-2018 une rentabilité négative (respectivement -0,5 %, -1,6 % et -2,4 % sur la période 1900-2018) en termes réels en raison d'épisodes non anticipés de forte inflation. Dès lors, les pays anglo-saxons retenus apparaissent comme les proxys les plus pertinents pour estimer le taux réel.

Prime de risque de marché anticipée (P_M)

S'agissant de la PRM, nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la PRM (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2019 du "*Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook*", *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 119 années de données pour estimer à 5,0 % la PRM (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la PRM estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée amorcée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une PRM légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton*. La prime de risque PRM retenue par *Accuracy* s'élève ainsi à 5,5 %.

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché (notamment *Stoxx 600 Europe* pour les sociétés européennes et *S&P 500* pour les sociétés américaines).

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur longue période (4 ans et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15,0 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de

la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Dans le cas présent et comme détaillé à la section 4.4.1, nous avons constitué trois échantillons de sociétés cotées « comparables » regroupant (i) des sociétés spécialisées dans la radiographie et l'imagerie médicale, (ii) des grands groupes médicaux diversifiés ayant des activités d'imagerie médicale et de diagnostic, et (iii) des sociétés commercialisant divers produits ou équipements à destination du secteur médical (pas uniquement en lien avec l'imagerie).

Les impacts de la norme comptable IFRS 16 ont été retraités de la dette nette de ces sociétés cotées « comparables ».

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

Sur cette base, nous obtenons des mesures de coefficients bêta désendettés pour seulement sept sociétés (sur un total de 27 sociétés étudiées). Ces sept sociétés présentent des coefficients bêta désendettés qui se situent dans une fourchette d'estimations large, entre 1,1 et 1,9. Nous avons retenu la moyenne des coefficients bêta désendettés 4 et 5 ans, à savoir 1,5.

Conclusion

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 10,8 %, soit :

$$k_A = R_F + [\beta_A \times PRM] = 2,5 \% + [1,5 \times 5,5 \%] = 10,8 \%$$

Annexe 4. Échantillons des transactions comparables identifiées

EOS Imaging - Transactions comparables - Echantillon 1 - Entreprises d'imagerie médicale (cibles)

Date	Cible	Pays	Segment	Acquéreur	% Acquis	Valeur d'entreprise CA (en m€)	Multiple
novembre-20	Butterfly Network, Inc.	Etats-Unis	Ultrasons (diagnostic)	Longview Acquisition Corp.	n.a.	n.a.	n.a.
novembre-20	DMS Health Technologies, Inc.	Etats-Unis	Ultrasons, IRM, scanner	Undisclosed bidder	100%	16	0,4 x
novembre-20	Prismatic Sensors AB	Suède	Rayons X (diagnostic)	GE Healthcare Inc.	100%	n.a.	n.a.
novembre-20	Direct Radiology Pty Ltd	Australie	Rayons X (diagnostic)	Capitol Health Limited	100%	7	2,0 x
septembre-20	Biodex Medical Systems, Inc.	Etats-Unis	Rééducation, médecine nucléaire, imagerie médicale	Mirion Technologies, Inc.	100%	n.a.	n.a.
septembre-20	Medipass S.r.l.	Italie	Rayons X (diagnostic, traitement cancer)	DWS Alternatives Global Limited	100%	169	8,2 x
août-20	Acessa Health Inc.	Etats-Unis	Thérapie par radiofréquence	Hologic, Inc.	n.a.	68	n.a.
août-20	Varian Medical Systems	Etats-Unis	Traitements contre le cancer - Radiothérapie	Siemens Healthineers AG	100%	13 558	4,6 x
août-20	Statera Spine, Inc.	Etats-Unis	Analyse d'imagerie (chirurgie de la colonne vertébrale)	Wenzel Spine, Inc.	100%	n.a.	n.a.
juin-20	Apteryx Imaging Inc.	Canada	Analyse d'imagerie (chirurgie dentaire)	Planet DDS, LLC	100%	17	1,2 x
février-20	EOS imaging	France	Rayons X (diagnostic)	Alphatec Holdings, Inc.	100%	98	2,8 x
décembre-19	Condor SAS	Belgique	Imagerie dentaire	Biotech Dental, SAS	70%	n.a.	n.a.
septembre-19	Mobius Imaging	Etats-Unis	Scanner (diagnostic et chirurgie)	Stryker Corporation	100%	336	n.a.
juin-19	Perimeter Medical Imaging, Inc.	Etats-Unis	Tomographie (chirurgie)	New World Resource Corporation	100%	30	n.a.
juin-19	SuperSonic Imagine	France	Ultrasons (diagnostic)	Hologic, Inc.	81%	73	3,0 x
juillet-18	Opto-Tech s.r.l.	Italie	Imagerie dentaire	Faro Technologies Inc.	100%	17	2,0 x
juillet-18	Faxitron Bioptics	Etats-Unis	Rayons X (recherche)	Faro Technologies, Inc.	100%	73	3,1 x
juillet-18	EOS imaging	France	Rayons X (diagnostic)	Shanghai Fosun Pharmaceutical	13%	131	3,4 x
avril-18	Analogic Corporation	Etats-Unis	IRM, scanner, rayons X	Altaris Capital Partners	100%	800	2,0 x
mars-18	SafeOp Surgical	Etats-Unis	Surveillance neurophysiologique	Alphatec Holdings, Inc.	100%	24	n.a.
décembre-17	Esaote	Italie	Ultrasons (diagnostic)	Consortium d'investisseurs chinois	100%	248	0,9 x
juin-17	Spectranetics Corp	Etats-Unis	Équipement médicaux à usage unique	Koninklijke Philips N.V.	100%	1 720	6,7 x
juin-17	Detection Technology Plc	Finlande	Rayons X (diagnostic)	Ahlistrom Capital Oy	39%	237	3,1 x
janvier-17	Varex Imaging Corporation	Etats-Unis	Rayons X (diagnostic)	Varian Medical Systems, Inc. (Shareh	IPO	1 028	1,9 x
juin-16	ETView Medical Ltd.	Israël	Imagerie vidéo haute résolution	Ambu A/S	100%	14	7,4 x
mars-16	Canon Medical System	Japon	Ultrasons, IRM, scanner	Canon Inc	100%	5 196	2,3 x
juin-15	Internat. Medic. Equip. & Service	Etats-Unis	Ultrasons, IRM, scanner, rayons X	Richardson Electronics, Ltd.	100%	11	1,5 x
février-15	Volcano Corporation	Etats-Unis	Ultrasons intravasculaires	Koninklijke Philips Electronics N.V.	100%	1 079	3,4 x
novembre-13	Hitachi Medical Corporation	Japon	Ultrasons, IRM, scanner	Hitachi, Ltd.	36%	522	0,4 x
juin-13	Zonare Medical Systems	Etats-Unis	Ultrasons (diagnostic)	Mindray	100%	80	1,6 x
avril-13	SuperSonic Imagine	France	Ultrasons (diagnostic)	Alto Invest, Kuwait Life Sciences	100%	28	2,0 x
septembre-11	Impulse Monitoring	Etats-Unis	Surveillance neurophysiologique	NuVasive, Inc.	100%	59	n.a.
février-11	Prosonic Co.	Corée du Sud	Ultrasons (diagnostic)	Samsung	100%	28	3,8 x
Médiane							2,0 x
Ecart-type							1,8 x

Source: MergerMarket



EOS Imaging - Transactions comparables - Echantillon 2 - Medtech

Date	Cible	Pays	Segment	Acquéreur	% Acquis	Valeur d'entreprise (en m€)	Multiple CA
décembre-20	Veran Medical Technologies, Inc.	Etats-Unis	Solutions pour interventions pulmonaires	Olympus Corporation	100%	247	10,0 x
novembre-20	FH Orthopedics S.A.S.	France	Prothèses orthopédiques	Olympus Corporation	100%	n.a.	n.a.
août-20	Intact Vascular, Inc.	Etats-Unis	Prothèses vasculaires	Koninklijke Philips N.V.	100%	305	n.a.
juillet-20	Amplitude Surgical SAS	France	Prothèses orthopédiques	PAI Partners SAS	52%	210	2,4 x
mai-20	ActiGraph, LLC	Etats-Unis	Actimétrie médicale	Archimed SAS	75%	n.a.	n.a.
mai-20	Tissue Analytics, Inc.	Etats-Unis	Suivi de cicatrisation	Net Health Systems, Inc.	100%	n.a.	n.a.
avril-20	Beijing Libeier Bio-engin. Institute	Chine	Prothèses orthopédiques	AK Medical Holdings Limited	100%	37	3,4 x
mars-20	DeepHealth, Inc.	Etats-Unis	Intelligence artificielle pour examens mammaires	RadNet, Inc.	100%	15	n.a.
octobre-19	Eximo Medical Ltd	Israël	Technologie laser	AngioDynamics Inc	100%	42	n.a.
août-19	Corindus Vascular Robotics	Etats-Unis	Solutions pour interventions vasculaires	Siemens Healthineers AG	100%	781	83,0 x
juillet-19	Boston Scientific	Etats-Unis	Microsphères emboïques	Varian Medical Systems, Inc.	100%	80	4,3 x
juin-19	Endocare Inc.	Etats-Unis	Dispositifs médicaux cryothérapie et technologie du vide	Varian Medical Systems, Inc.	>30%	164	6,2 x
avril-19	Digital Healthcare Limited	UK	Diagnostic du diabète	Northgate Public Services Ltd.	>30%	17	0,7 x
septembre-18	MST Medical Surgery Techno	Israël	Technologie laser	TransEnterix Surgical, Inc.	100%	28	n.a.
mai-18	SIRTeX Medical Limited	Australie	Traitements contre le cancer du foie	Consortium led by CDH Investments	100%	1 145	7,3 x
mai-17	Financiere Elitech	France	Diagnostic in vitro	PAI Partners SAS	100%	355	2,9 x
août-16	BioClinica, Inc.	Etats-Unis	Solutions cliniques intégrées	Cliven Partners LLP	100%	1 239	n.a.
mars-16	VirtualScopes, Inc.	Etats-Unis	Solutions logicielles pour imagerie médicale	BioTelemetry, Inc.	100%	12	1,0x
août-15	Merge Healthcare Inc	Etats-Unis	Solutions logicielles pour imagerie médicale	IBM Corporation	100%	831	4,7x
novembre-15	Mindray	Chine	Equipements et solutions médicales	Consortium mené par Mr. Li Xiting	73%	3 147	2,5 x
novembre-13	Vital Signs	Etats-Unis	Solutions Cloud, 5G pour matériel médical	CareFusion Corporation	100%	367	2,0 x
juillet-13	EKOS Corporation	Etats-Unis	Solutions chirurgicales	BTG	100%	170	7,9 x
juillet-13	ZONARE Medical Systems	Etats-Unis	Radiologie haut de gamme (ultrasons)	Mindray Medical International Limited	100%	79	1,6 x
octobre-15	DMS Health Technologies	Etats-Unis	Imagerie médicale	Digirad corporation	100%	33	0,6 x
Médiane						3,1 x	
Ecart-type						20,0 x	

Source: MergerMarket



Annexe 5. Volatilité du cours de bourse EOS Imaging

EOS Imaging - Volatilité du cours de bourse au 1^{er} mars 2021

en %	Prix de clôture
1 an	58,8 %
2 ans	60,6 %
3 ans	53,8 %
4 ans	49,1 %
5 ans	47,4 %

Source : données Capital IQ au 1^{er} mars 2021

EOS Imaging - Volatilité du cours de bourse au 16 décembre 2020 (pré-Offre)

en %	Prix de clôture
1 an	60,7 %
2 ans	61,1 %
3 ans	53,4 %
4 ans	48,7 %
5 ans	50,3 %

Source : données Capital IQ au 16 décembre 2021

EOS Imaging - Volatilité du cours de bourse au 27 février 2020 (avant annonce du premier accord et avant crise de la Covid-19)

en %	Prix de clôture
1 an	61,7 %
2 ans	50,7 %
3 ans	45,1 %
4 ans	44,0 %
5 ans	44,4 %

Source : données Capital IQ au 27 février 2021