

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

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

BIOCORP

INITIEE PAR

NOVO NORDISK REGION EUROPE A/S

PRESENTEE PAR

LAZARD

Banque présentatrice

ET



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

Banque présentatrice et garante

PROJET DE NOTE EN RÉPONSE ETABLI PAR LA SOCIETE BIOCORP PRODUCTION



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information en réponse le (« **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 7 août 2023, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »). Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF.

Le projet d'offre publique d'achat simplifiée et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Avis important

En application des articles 261-1 I du règlement général de l'AMF, 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 est disponible sur les sites internet de la société Biocorp Production (www.biocorpsys.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

Biocorp Production
La Béchade ZI de Lavour
63500 Issoire

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société Biocorp Production seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

TABLES DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	4
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	4
2.1	Acquisition des Blocs par l'Initiateur.....	4
2.2	Signature du contrat d'acquisition d'actions portant sur le Bloc de Contrôle	5
2.3	Conclusion d'un accord de soutien à l'Offre avec la Société	5
2.4	Levée des conditions suspensives et opérations préalables à la réalisation.....	5
2.5	Réalisation de l'Acquisition des Blocs.....	5
2.6	Déclaration de franchissement de seuils	6
2.7	Changement de gouvernance	6
3.	AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL	6
4.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	6
5.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	6
6.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ 12	
7.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	12
8.	CONSEQUENCE DE L'OFFRE SUR LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES EMISES PAR BIOCORP	12
9.	ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	13
9.1	Structure du capital de la Société.....	13
9.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	14
9.3	Participations directes et 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	14
9.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	14
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	15
9.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	15
9.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	15
9.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	15
9.9	Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société	18
9.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de Biocorp ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	18
10.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	18
11.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	94

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

12. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE..... 94

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, Novo Nordisk Region Europe A/S, société de droit danois dont le siège social est situé c/o Novo Nordisk, Novo Alle 1, DK-2880 Bagsvaerd, Danemark, immatriculée sous le numéro 26 23 62 66 (l'« **Initiateur** » ou « **Novo Nordisk** »), a déposé le 7 août 2023 un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Biocorp Production, société anonyme dont le siège social est situé à La Béchade, ZI de Lavaur, 63500 Issoire, France, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Clermont-Ferrand sous le numéro 453 541 054 (« **Biocorp** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF par l'Initiateur le 7 août 2023 (le « **Projet de Note d'Information** »), la totalité de leurs actions Biocorp (les « **Actions** »), au prix de 35 euros par action (le « **Prix de l'Offre** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0012788065 (mnémonique : ALCOR).

L'Offre vise la totalité des Actions existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception des 9.724 Actions auto-détenues que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre. L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En conséquence, l'Offre porte sur un maximum de 1.563.893 actions de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Lazard et Portzamparc. Portzamparc garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur de 2.838.669 actions Biocorp à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini ci-dessous), représentant environ 64,34% du capital et 64,09% des droits de vote théoriques de la Société¹.

L'Acquisition des Blocs par l'Initiateur fait suite à des discussions engagées entre l'Initiateur et la Société sur l'intérêt de leur rapprochement et la mise à disposition par la Société d'un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « *data room* » conformément aux procédures de *data room* figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée. La Société considère que cette *data room* ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique depuis lors.

2.1 Acquisition des Blocs par l'Initiateur

L'Initiateur a consenti, le 4 juin 2023, à Bio Jag, actionnaire principal de Biocorp, une promesse d'achat d'actions portant sur 1.998.800 Actions représentant au total 45,30 % du capital et 62,19 % des droits de vote de la Société², au prix de 35 euros par action (le « **Bloc de Contrôle** »).

L'Initiateur a également conclu des contrats de cession distincts avec plusieurs actionnaires minoritaires³, aux termes desquels ces derniers se sont engagés à céder les Actions qu'ils détenaient à

¹ Sur la base d'un capital de la Société comprenant 4.412.286 Actions représentant 4.429.068 droits de vote théoriques au 31 juillet 2023, après perte des droits de vote double attachés aux actions détenues par Bio Jag.

² Incluant les droits de vote double attachés à ces actions de la Société.

³ Les actionnaires minoritaires concernés sont les suivants : Nyenburgh, Vatel Capital, Greenstock, SQUAD Growth fund, Fonds communs de placement représenté par Axxion SA, Claresco Finance et M. Jean-Marc Bignet.

l'Initiateur, sous réserve de la réalisation définitive de l'acquisition du Bloc de Contrôle (ensemble avec l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'« **Acquisition des Blocs** »).

Le 5 juin 2023, l'Initiateur a publié un communiqué afin d'annoncer s'être engagée à procéder à l'Acquisition des Blocs, ainsi que son intention de déposer l'Offre après la réalisation de cette acquisition (l'Acquisition des Blocs et l'Offre ensemble, l'« **Opération** »).

Préalablement, le 4 juin 2023, le Conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'administration** ») a décidé d'instituer un comité *ad hoc* composé de M. Jean-Yves Berthon et M. Stéphane Legastelois (administrateurs indépendants de la Société), et de M. Eric Dessertenne (directeur général et administrateur de la Société), chargé de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé de lui remettre, dans le cadre du dépôt de l'Offre, un rapport sur les conditions financières de l'Offre, de suivre les travaux de l'Expert Indépendant, et d'émettre une recommandation relative à l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le 16 juin 2023, le cabinet Accuracy a été nommé par le Conseil d'administration sur recommandation du comité *ad hoc*, en application des dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

2.2 Signature du contrat d'acquisition d'actions portant sur le Bloc de Contrôle

La Société a mis en œuvre une procédure de consultation de son comité social et économique (le « **CSE** »). Celui-ci a rendu un avis favorable sur l'Opération le 9 juin 2023.

À la suite de l'obtention de cet avis, la société Bio Jag, bénéficiaire de la promesse unilatérale d'achat, a levé son option et a conclu avec l'Initiateur le 16 juin 2023 un contrat de cession d'actions portant sur l'acquisition du Bloc de Contrôle, sous réserve de la levée des conditions suspensives listées à l'article 2.4 ci-après, pour un prix égal au Prix de l'Offre.

2.3 Conclusion d'un accord de soutien à l'Offre avec la Société

Au cours de sa réunion du 4 juin 2023, le Conseil d'administration de la Société a approuvé la conclusion d'un accord de soutien à l'Offre en langue anglaise entre la Société et l'Initiateur (le « **Tender Offer Agreement** »).

Le 16 juin 2023, la Société et l'Initiateur ont conclu le Tender Offer Agreement ayant pour objet d'encadrer la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, et aux termes duquel la Société s'est notamment engagée à coopérer avec l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Le Tender Offer Agreement prévoit notamment un engagement de mener les activités de la Société dans le cours normal des affaires jusqu'à l'issue de l'Offre, ainsi que des engagements de coopération réciproques habituels dans le cadre de l'Offre.

2.4 Levée des conditions suspensives et opérations préalables à la réalisation

Le 21 juillet 2023, le ministère de l'Economie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique français, a notifié à l'Initiateur que l'Acquisition des Blocs n'est pas soumise à autorisation préalable.

2.5 Réalisation de l'Acquisition des Blocs

L'Acquisition des Blocs a été réalisée le 4 août 2023 (la « **Date de Réalisation** »).

A la Date de Réalisation, et à la suite de la réception du rapport d'Accuracy sur les conditions financières de l'Offre, et postérieurement à la survenance des opérations décrites à l'article 2.7 ci-après, le Conseil d'administration a unanimement décidé que l'Offre était conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et a recommandé l'Offre aux actionnaires de la Société puisqu'elle

représente une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix considéré comme équitable par l'Expert Indépendant.

2.6 Déclaration de franchissement de seuils

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 12.1 des statuts de la Société, l'Initiateur a procédé aux déclarations de franchissement des seuils suivantes :

- Le 4 août 2023, déclaration auprès de l'AMF du franchissement à la hausse, à titre individuel, des seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société ; et
- Le 4 août 2023, déclaration auprès de la Société du franchissement à la hausse, à titre individuel, de tous les seuils compris entre 5% et 50% du capital et des droits de vote de la Société.

2.7 Changement de gouvernance

A la Date de Réalisation, Monsieur Jacques Gardette a démissionné de son mandat d'administrateur et de président du Conseil d'administration et Monsieur Julien Gardette a démissionné de son mandat d'administrateur de Biocorp. En remplacement, le Conseil d'administration a coopté Madame Marianne Ølholm et Monsieur Petter Bøggild et a nommé Madame Marianne Ølholm en qualité de président du Conseil d'administration.

3. AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL

La Société a mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son CSE sur l'Opération. Le CSE a rendu unanimement le 9 juin 2023 un avis favorable concernant l'Opération.

4. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

À l'exception des accords décrits aux sections 2.2 et 2.3 du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur n'a pas connaissance d'accord et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 4 août 2023 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents à la réunion par conférence téléphonique :

- M. Jacques Gardette, président du conseil d'administration de la Société (le « **Président** ») ;
- M. Eric Dessertenne, administrateur et directeur général de la Société ;
- M. Julien Gardette, administrateur ;
- M. Jean-Yves Berthon, administrateur ; et
- M. Stéphane Legastelois, administrateur.

Préalablement à la réunion du Conseil d'administration, les membres du Conseil d'administration ont reçu notamment les documents suivants :

- le communiqué de presse publié le 5 juin 2023 par l'Initiateur annonçant le projet d'Acquisition des Blocs et les principales caractéristiques de l'Offre à venir ;

- le projet de Note d'Information de l'Initiateur contenant les motifs et les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par Lazard et Portzamparc ;
- le Projet de Note en Réponse ;
- le projet de communiqué de presse relatif au projet de note en réponse établi par la Société en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF ;
- le rapport du cabinet Accuracy, Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1° et 2° et 261-1, II du règlement général de l'AMF ; le rapport de l'Expert Indépendant en date du 4 août 2023 est reproduit à la section 10 du présent Projet de Note en Réponse.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci- après :

Le Président rappelle aux administrateurs qu'ils sont convoqués pour statuer sur l'ordre du jour suivant :

- *Examen du projet d'offre publique d'achat obligatoire simplifiée sur les actions de la Société (l' « **Offre** ») qui, à la suite de l'acquisition par Novo Nordisk (l' « **Initiateur** » ou « **Novo** ») d'un bloc d'actions représentant 64,4% du capital et 64,09% des droits de vote de la Société⁴ (l' « **Acquisition du Bloc de Contrôle** »), doit être déposée par Novo auprès de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF, délivrance de l'avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences sur la Société, ses actionnaires et ses salariés ;*

[...]

*Le Président rappelle que conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, et notamment de l'article 261-1 III, le Conseil a constitué, à compter du 4 juin 2023, un Comité Ad Hoc composé de M. Jean-Yves Berthon, M. Stéphane Legastelois (administrateurs indépendants de la Société) et M. Eric Dessertenne (directeur général et administrateur de la Société) (le « **Comité Ad Hoc** »).*

Le Président informe le Conseil qu'à l'issue de ses missions, le Comité Ad Hoc a soumis son projet d'avis motivé au Conseil, et a recommandé au Conseil, à l'unanimité, de considérer que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et de recommander à ces derniers d'apporter leurs actions à l'Offre.

*Le Conseil **prend acte** des travaux du Comité Ad Hoc et de l'avis favorable de ce dernier contenu dans son projet d'avis motivé.*

Les étapes qui ont conduit à la désignation du Comité Ad Hoc, et les travaux effectués par ce dernier au cours de ses missions, sont résumés par le Président comme suit :

(i) Sélection et recommandation de l'expert indépendant

L'opération envisagée avec Novo étant susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil, et afin de se conformer à l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF, le Conseil a décidé, le 4 juin 2023, de constituer un Comité Ad Hoc composé d'une majorité d'administrateurs indépendants de la Société. Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III, le Comité Ad Hoc a pour mission de

⁴ Sur la base d'un capital de la Société comprenant 4.412.286 Actions représentant 4.429.068 droits de vote théoriques au 31 juillet 2023, après perte des droits de vote double attachés aux actions détenues par Bio Jag.

recommander au Conseil la désignation d'un expert indépendant chargé de remettre au Conseil, en cas d'Offre sur les actions de la Société, un rapport sur les conditions financières de ladite Offre, et de préparer un projet d'avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur la Société, ses actionnaires et ses salariés. En outre, le Comité Ad Hoc est chargé du suivi des travaux de l'expert indépendant.

*Le 15 juin 2023, le Comité Ad Hoc a examiné le projet d'intervention du cabinet Accuracy (« **Accuracy** »), représenté par M. Henri Philippe, présélectionné à l'issue d'un appel d'offres réalisé en juin 2023, comprenant trois cabinets d'experts indépendants, sollicités pour intervenir, le cas échéant, en qualité d'expert indépendant pour les besoins de l'Offre. Après avoir vérifié qu'Accuracy remplissait les critères de compétence et d'indépendance requis et qu'il n'était pas dans une situation de conflit d'intérêts au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08, le Comité Ad Hoc a décidé de recommander au Conseil la proposition d'intervention d'Accuracy, jugée satisfaisante en termes d'expérience dans des missions similaires, de composition et de qualification de son équipe, de moyens matériels et enfin de prix.*

*Le Conseil du 16 juin 2023 a décidé à l'unanimité de suivre la recommandation du Comité Ad Hoc de nommer Accuracy, représenté par M. Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I et II du Règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »), chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire que Novo a indiqué vouloir mettre en œuvre à l'issue de l'Offre, si les conditions réglementaires sont satisfaites.*

Le 30 juin 2023, le Directeur Général a signé la lettre de mission d'Accuracy.

(ii) Supervision du travail de l'Expert Indépendant

Le Comité Ad Hoc s'est ensuite réuni sept fois par téléconférence avec Accuracy pour assurer le suivi de ses travaux :

- 26 juin 2023 : présentation de l'Expert Indépendant sur ses missions, l'organisation des réunions avec le Comité Ad Hoc, le rôle du Comité Ad Hoc et information du Comité Ad Hoc sur ses disponibilités ;*
- 30 juin 2023 : point sur la réception par l'Expert Indépendant des documents demandés dans le cadre de son intervention ;*
- 7 juillet 2023 : point sur les différentes méthodes de valorisation de la Société et notamment la méthode « multicritères », suivi des travaux de l'Expert-Indépendant et échanges sur les affaires de la Société ;*
- 13 juillet 2023 : discussions générales sur l'état d'avancement des travaux et sur les missions du Comité Ad Hoc dans le cadre de l'Offre ;*
- 21 juillet 2023 : présentation par l'Expert Indépendant de l'état d'avancement de ses travaux et des différentes méthodes de valorisation qui pourraient être appliquées à la Société ;*
- 27 juillet 2023 : présentation par l'Expert Indépendant de l'état d'avancement de ses travaux et des premiers éléments chiffrés qui en ressortent ;*
- 4 août 2023 : présentation par l'Expert Indépendant de son rapport final et de ses conclusions, étant précisé que le projet de ce rapport a été transmis au Comité Ad Hoc le 1^{er} août 2023. Lors de cette dernière réunion, Accuracy a confirmé au Comité Ad Hoc avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de ses missions.*

(iii) Projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc au conseil d'administration

Le Président rappelle que le Comité Ad Hoc s'est réuni le 4 août 2023, préalablement à la présente séance du Conseil, pour finaliser les termes de son projet d'avis motivé à remettre au Conseil au

regard du rapport de l'Expert Indépendant et du Projet de Note d'Information communiqué par Novo.

Dans son projet d'avis, le Comité Ad Hoc a indiqué au Conseil que :

- dans le cadre de ses missions, il n'avait pas identifié d'éléments qui, à son avis, pourraient remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant ;*
- un plan d'affaires préparé par la direction de la Société et élaboré spécifiquement pour les besoins du processus de cession de la Société a été envoyé à l'expert indépendant pour examen ; bien que ce plan d'affaires n'ait pas été formellement examiné ou approuvé par le Conseil (conformément aux procédures habituelles de la société), la direction de la Société a indiqué qu'il est volontariste et qu'il intègre les effets d'un adossement à un acteur d'envergure ;*
- il avait constaté qu'aucune question ou réflexion d'actionnaires de la Société n'a, à la date de son projet d'avis motivé, été reçue par la Société ni porté à sa connaissance ;*
- il avait noté que Novo offrait aux actionnaires de la Société qui apporteraient leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate pour toutes leurs actions, au prix de l'Offre de 35 euros par action.*

Enfin, le Comité Ad Hoc a indiqué avoir pris bonne note de la prise en compte par l'Expert Indépendant, en vue de l'établissement de son rapport, des éléments ci-après, propres à l'Offre et au contexte dans lequel elle se déroule, tels que reflétés dans le Projet de Note d'Information de Novo, que le Comité Ad Hoc a également pris en considération dans la rédaction de son avis motivé au Conseil.

- Intérêt et conséquences de l'Offre pour la Société*

Le Conseil a pris connaissance des éléments suivants, qui résultent des intentions déclarées par Novo dans son Projet de Note d'Information et qui ont été portés à la connaissance de l'Expert Indépendant.

- Stratégie et politique industrielle et financière*

Novo a indiqué qu'il disposait de capacités solides et établies dans le développement, l'industrialisation et la fabrication à grande échelle de dispositifs d'injection innovants pour l'insuline et d'autres médicaments, et qu'il cherchait à accroître son agilité pour permettre une innovation et un développement plus rapides de nouveaux dispositifs connectés.

Le Conseil note que Novo et la Société collaborent depuis 2021 au développement et à la commercialisation de versions spécifiques de ses produits utilisés par les diabétiques ainsi que dans d'autres domaines thérapeutiques.

Novo a indiqué avoir l'intention de poursuivre les orientations stratégiques prises par la Société et de soutenir son développement dans le cadre de son intégration au sein du groupe Novo, notamment pour compléter ses efforts internes en matière de solutions de livraison connectée et pour accélérer ses ambitions en matière d'appareils et de solutions de distribution.

Novo a indiqué son intention de contribuer activement à la croissance de son groupe, à la fois de manière organique et par le biais d'accords externes, en particulier grâce au financement et aux ressources supplémentaires qui pourraient être mis à la disposition de la Société du fait de son appartenance au groupe Novo.

- Composition des organes sociaux et perspectives de réorganisation juridique*

Dans le cadre de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, le Conseil a pris les décisions suivantes, qui reflètent les changements dans l'actionnariat de la Société :

- Prise d'acte de la démission de M. Jacques Gardette de ses fonctions d'administrateur et de Président de la Société et nomination de Mme Marianne Ølholm pour le remplacer par cooptation, sous réserve de la ratification de ladite cooptation par la prochaine assemblée générale des actionnaires de la Société, conformément à l'article L. 225-24, alinéa 5 du Code de commerce et à l'article 15 des statuts de la Société ; et*
- Prise d'acte de la démission de M. Julien Gardette de ses fonctions d'administrateur de la Société et nomination par cooptation de M. Peter Bøggild en remplacement, sous réserve de la ratification de ladite cooptation par la prochaine assemblée générale des actionnaires de la Société, conformément aux articles L. 225-24, alinéa 5 du Code de commerce et à l'article 15 des statuts de la Société.*

Compte tenu des décisions qui précèdent, le Conseil sera composé, avec effet à l'issue du présent Conseil d'administration, de 5 administrateurs :

- Mme Marianne Ølholm, Présidente ;*
- M. Peter Bøggild ;*
- M. Eric Dessertenne ;*
- M. Jean-Yves Berthon ;*
- M. Stéphane Legastelois.*

Novo a déclaré que, sauf en cas de mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire, il n'est pas prévu de modifier la composition du Conseil de la Société dans les mois à venir.

Novo a également déclaré que si la Société n'est plus cotée sur Euronext Growth, Novo envisage de transformer la Société en société par actions simplifiée, et par conséquent de modifier sa structure de gouvernance d'entreprise pour en faire une filiale non cotée.

Avantages et conséquences de l'Offre pour les salariés

Novo a déclaré que l'Offre s'inscrit dans la stratégie de la Société de poursuivre son activité et son développement. L'Offre ne devrait donc pas avoir d'impact particulier sur les effectifs de la Société ou sur sa politique salariale et de gestion des ressources humaines.

Avantages et conséquences de l'Offre pour les actionnaires

Novo propose d'acheter en espèces et au prix de 35 euros par action, toutes les actions de la Société qu'il ne détient pas, à la date de dépôt de l'Offre.

Le Conseil a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix de l'Offre de 35 euros déterminés par Lazard Frères Banque et Portzamparc, banques présentatrices de l'Offre. Le Conseil note que l'Expert Indépendant a procédé à une analyse des éléments d'appréciation du prix présentés dans son Rapport contenu dans le projet de note en réponse.

La synthèse du rapport de l'Expert Indépendant est rappelée ci-dessous :

« Conclusions de nos travaux

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire stricto sensu, nous estimons que le prix de 35,00 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par Novo Nordisk, Initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les accords conclus par Novo avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé ses conditions financières.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 35,00 € par action qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, nos travaux ont permis de confirmer que le processus de cession ayant conduit à la formation du Prix d'Offre a été mené de manière professionnelle et concurrentielle. En particulier, il a permis de confronter différentes catégories d'acquéreurs potentiels et ainsi de sélectionner l'acquéreur le plus à même de valoriser le contrôle de la Société. Dès lors, il existe une forte présomption que le Prix d'Offre est équitable dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Cette présomption a été confortée par un travail d'évaluation formel. Ce travail a été néanmoins compliqué par le fait que la Valeur Intrinsèque (ou valeur en stand-alone) de la Société ne peut être déterminée de façon fiable. En effet, le scénario décrit par le Plan d'Affaires préparé par le Management préalablement à l'Opération intègre d'ores et déjà les effets attendus de l'adossement de Biocorp à un acteur d'envergure.

*Nos travaux ont donc consisté à déterminer la valeur des titres de la Société dans le scénario d'adossement considéré par le Management (la « **Valeur Adossée** »), valeur qui est nécessairement supérieure à la Valeur Intrinsèque, car elle intègre implicitement une prime de contrôle.*

Nos estimations de la Valeur Adossée de la Société ressortent entre 26,78 € et 35,46 € par action et font donc ressortir, sauf en haut de fourchette, une prime par rapport au Prix d'Offre.

Il en résulte donc que le Prix d'Offre de 35,00 € intègre sans nul doute la Valeur Intrinsèque de la Société et une prime de contrôle significative, qui, si elle n'a pu être estimée formellement, a été sans aucun doute maximisée dans le cadre du processus de cession susmentionné. Par ailleurs, les actionnaires qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions. »

Le Conseil prend acte de la convergence entre les conclusions de l'Expert Indépendant et celles de Lazard Frères Banque et Portzamparc, banques présentatrices de l'Offre, qui font en tout état de cause ressortir une prime pour les actionnaires de la Société quelle que soit la méthode de valorisation utilisée (référence aux transactions récentes sur le capital de la société, cours de bourse historique, référence aux objectifs de cours des analystes et actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles).

Le prix de l'Offre de 35 euros par action représente une prime de 45,2 % par rapport au prix moyen pondéré en fonction du volume de l'action au cours des 90 jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre. Le Conseil note que le prix de l'Offre de 35 euros par action est égal au prix par action de l'Acquisition du Bloc de Contrôle (64,34 % du capital social de la Société), qui a eu lieu à l'issue d'un processus concurrentiel visant à trouver un partenaire pour soutenir la Société.

Enfin, le Conseil constate que, selon le rapport rédigé par Accuracy, le prix de 35 euros en numéraire par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire qui pourrait s'en suivre.

Le Conseil, après avoir pris connaissance (i) des termes de l'Offre, (ii) des motivations et intentions de Novo, (iii) du projet d'avis motivé du Comité Ad Hoc, (iv) du rapport de l'Expert Indépendant, et (v) du projet de note en réponse préparé par la Société et du projet de communiqué de presse relatif au projet de note en réponse préparé conformément à l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF,

prend acte que :

- l'Acquisition du Bloc de Contrôle permet à Novo d'acquérir 2.838.669 actions de la Société,

représentant 64,34% du capital social et 64,09% des droits de vote de la Société⁵ ;

- l'Offre porte sur toutes les actions en circulation de la Société non détenues directement ou indirectement par Novo, à l'exclusion des 9.724 actions auto-détenues par la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont le 3 février 2020, soit, à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 1.563.893 actions de la Société ; et
- Novo a l'intention de demander à l'AMF, dans le cadre de l'Offre, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société d'Euronext Growth, sous réserve que le nombre d'actions de la Société non apportées à l'Offre par les actionnaires n'appartenant pas à Novo ne représentera pas plus de 10 % du capital social et des droits de vote de la Société,

après un échange de vues sur l'Offre et au regard de ce qui précède, le Conseil, statuant à l'unanimité :

décide d'adopter les travaux et les recommandations du Comité Ad Hoc, tels qu'ils figurent dans l'avis motivé du Comité Ad Hoc décrit ci-dessus ;

décide que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses employés ; et

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

Conformément à l'article 231-19, 6 du Règlement Général de l'AMF, il est ensuite demandé à chacun des membres du Conseil d'administration qui détient des actions dans le capital de la Société de préciser ses intentions relativement à l'Offre. Les administrateurs indiquent qu'ils ont l'intention d'apporter à l'Offre les Actions qu'ils détiennent ou qu'ils pourraient détenir. »

6. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les administrateurs de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, indiquent qu'ils ont l'intention d'apporter à l'Offre les Actions qu'ils détiennent ou qu'ils pourraient détenir⁶.

7. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Au 4 août 2023, 9.724 Actions étaient auto-détenues au titre du contrat de liquidité conclu avec la banque Gilbert Dupont. Ce dernier a été suspendu par la Société conformément à ses termes à la suite de la publication du communiqué de presse relatif à l'Opération envisagée en date du 5 juin 2023. Le Conseil d'administration a décidé que la Société n'apportera pas à l'Offre les 9.724 Actions auto-détenues.

8. CONSEQUENCE DE L'OFFRE SUR LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES EMISES PAR BIOCORP

Au 31 décembre 2022, 2.500.000 obligations convertibles pour un montant total de souscription de 2.500.000 euros, portant un intérêt annuel de 7,90% et assorties d'une prime de non-conversion de 0,10% avaient été émises par la Société et n'avaient pas encore été converties par leurs bénéficiaires. Aucune nouvelle obligation convertible n'a été attribuée depuis cette date.

Par lettre recommandée avec accusé de réception en date du 20 juin 2023, la Société a notifié aux bénéficiaires des obligations convertibles son intention de procéder au remboursement en numéraire de

⁵ Sur la base d'un capital de la Société comprenant 4.412.286 Actions représentant 4.429.068 droits de vote théoriques au 31 juillet 2023, après perte des droits de vote double attachés aux actions détenues par Bio Jag.

⁶ La société AAGIE (905 187 324 R.C.S. Dax), dont M. Eric Dessertenne est seul actionnaire et président, a l'intention d'apporter à l'Offre l'intégralité des Actions qu'elle détient ou qu'elle pourrait détenir.

l'intégralité desdites obligations convertibles, en principal et intérêts, majorés de la prime de non-conversion.

Le remboursement de l'intégralité des obligations convertibles a eu lieu à la Date de Réalisation dans le cadre de la réalisation de l'Acquisition des Blocs.

9. ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

9.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de Biocorp s'élève à 220.614,30 euros, divisé en 4.412.286 Actions d'une valeur nominale de 0,05 euros chacune.

- *Répartition du capital et des droits de vote de la Société préalablement à l'Acquisition des Blocs*

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis de la façon suivante préalablement à l'Acquisition des Blocs :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques ⁷	% de droits de vote théoriques
Jacques GARDETTE	3 200	0,08%	3 400	0,06%
BIO JAG	1 998 800	45,30%	3 997 600	62,19%
Famille Jacques GARDETTE	1 000	0,02%	2 000	0,03%
Actions auto-détenues ⁸	9 724	0,22%	9 724	0,15%
Flottant	2 399 562	54,38%	2 415 144	37,57%
Total	4 412 286	100,00%	6 427 868	100%

- *Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date des présentes, postérieurement à la réalisation de l'Acquisition des Blocs*

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Novo Nordisk Region Europe A/S	2 838 669	64,34%	2 838 669	64,09%
Jacques GARDETTE	3 200	0,07%	3 400	0,08%
Famille Jacques GARDETTE	1 000	0,02%	2 000	0,05%
Actions auto-détenues	9 724	0,22%	9 724	0,22%
Public	1 559 693	35,35%	1 575 275	35,57%
Total	4 412 286	100,00%	4 429 068	100%

À la connaissance de la Société, compte-tenu du remboursement des obligations convertibles mentionnées à la section 7 du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe actuellement aucun titre de participation ou d'instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou

⁷ Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les Actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les Actions dépourvues de droits de vote.

⁸ Actions auto-détenues affectées à un contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont en date du 3 février 2020 et qui a été suspendu conformément à ses termes à la suite de la publication du communiqué de presse relatif à l'Opération envisagée en date du 5 juin 2023.

aux droits de vote de la Société.

▪ *Récapitulatif des actions pouvant être apportées à l'Offre*

Type d'actions	Nombre d'actions et pourcentage du capital	
L'Offre vise l'ensemble des actions ordinaires de la Société, soit	4.412.286	100,00%
(-) les actions acquises par l'Initiateur, soit	2.838.669	64,34%
(-) les actions auto-détenues, soit	9.724	0,22%
Total	1.563.893	35,44%

9.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des actions émises par la Société.

Par ailleurs, l'article 12.1 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir un nombre d'actions représentant une fraction égale à 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50%, 66,66%, 90% ou 95% du capital social et/ou des droits de vote, est tenue d'informer la Société au plus tard avant la clôture des négociations au quatrième jour de bourse suivant le jour du franchissement de seuil de participation susvisé, en précisant le nombre total d'actions et de droits de vote détenus. La personne tenue à l'informations prévue ci-dessus précise le nombre de titres qu'elle possède donnant accès au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés ainsi que toutes autres informations requises par les textes.

A défaut d'avoir été déclarés dans les conditions ci-dessus énoncées, les actions ou les droits de vote excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privés du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions prévues par les dispositions du Code de commerce.

Les dispositions ci-dessus s'appliquent sans préjudice des déclarations de franchissement de seuils prévues par des dispositions légales ou réglementaires en vigueur.

9.3 Participations directes et 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 date des présentes, postérieurement à la réalisation de l'Acquisition des Blocs, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 9.1 du Projet de Note en Réponse.

Il est rappelé que conformément aux dispositions de l'article L.233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a procédé le 4 août 2023 à la déclaration auprès de l'AMF du franchissement à la hausse, à titre individuel, des seuils de 50% 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

Les actions émises par la Société donnent droit au vote et à la représentation dans les assemblées générales d'actionnaires dans les conditions fixées par la loi.

L'article 13 des statuts de la Société précise qu'un droit de vote double est attribué, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent :

- A toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ;

- Aux actions nominatives attribuées à un actionnaire, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

L'article 13 des statuts de la Société prévoit également que ce droit de vote double cessera de plein droit pour toute action convertie au porteur ou transférée en propriété et que ce droit ne sera pas perdu par le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donations entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, ou encore en cas de conversion d'actions de préférence en actions ordinaires, ou de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire.

Aucune action ne comporte de droits de contrôles spéciaux.

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

Non applicable.

9.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote.

9.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts.

9.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

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

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose à ce jour des autorisations ou délégations suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires, en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de l'autorisation ou délégation	Date de l'AG	Durée / Date d'expiration	Montant maximum de l'autorisation	Utilisation par le Conseil d'administration
Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social de la Société par voie d'annulation d'actions	AGOAE 16/05/2023 14ème résolution	18 mois soit jusqu'au 15/11/2024	10 % du capital social par période de 24 mois.	Utilisation au titre du contrat de liquidité
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions conformément à l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	AGOAE 16/05/2023 5ème résolution	18 mois soit jusqu'au 15/11/2024	Jusqu'à 10% du nombre d'actions composant le capital social de la Société à tout moment et jusqu'à 5% en cas de conservation ou de leur remise ultérieure en paiement ou échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission, d'apport ou d'une attribution gratuite d'actions. <u>Montant maximal</u> : 40 000 000 € <u>Prix unitaire maximum</u> : 100 €	Néant

Nature de l'autorisation ou délégation	Date de l'AG	Durée / Date d'expiration	Montant maximum de l'autorisation	Utilisation par le Conseil d'administration
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration à l'effet de décider, soit l'émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, soit l'incorporation au capital de bénéfices, réserves ou primes	AGOAE 16/05/2023 6ème résolution	26 mois soit jusqu'au 15/07/2025	<u>Montant nominal maximal</u> : 50.000€ <u>Prix unitaire maximum</u> : le Conseil d'administration aura tous pouvoirs pour décider le montant de l'augmentation de capital, le prix d'émission ainsi que le montant de la prime qui pourra, le cas échéant, être demandée à l'émission.	Néant
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration, à l'effet de décider l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription sans indication de bénéficiaires et par offre au public	AGOAE 16/05/2023 7ème résolution	26 mois soit jusqu'au 15/07/2025	<u>Montant nominal maximal</u> : 50.000€ <u>Prix unitaire maximum</u> : (i) pour les augmentations de capital , le prix d'émission des actions nouvelles devra être au moins égal à la moyenne pondérée par les volumes des cinq dernières séances de bourse précédant sa fixation, diminuée le cas échéant d'une décote maximale de 25%, après correction de cette moyenne en cas de différence sur les dates de jouissance, (ii) pour les valeurs mobilières donnant accès au capital , le prix d'émission sera fixé par le Conseil d'administration de telle manière que les sommes perçues immédiatement par la Société lors de l'émission des valeurs mobilières en cause, augmentées des sommes susceptibles d'être perçues ultérieurement par la Société pour chaque action attachée et/ou sous-jacente aux valeurs mobilières émises, soient au moins égales au prix minimum prévu ci-dessus et (iii) la conversion, le remboursement et la transformation en actions de chaque valeur mobilière donnant accès au capital se fera, compte tenu de la valeur nominale de ladite valeur mobilière, en un nombre d'actions tel que la somme perçue par la Société, pour chaque action, soit au moins égale au prix minimum visé ci-dessus.	Néant
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration, à l'effet de décider, l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, par voie d'offre visée à l'article L.411-2 1° du Code monétaire et financier et dans la limite de 20% du capital social par an avec suppression du droit préférentiel de souscription sans indication de bénéficiaires	AGOAE 16/05/2023 8ème résolution	26 mois soit jusqu'au 15/07/2025	<u>Montant nominal maximal</u> : 50.000€ <u>Prix unitaire maximum</u> : (i) pour les augmentations de capital , le prix d'émission des actions nouvelles devra être au moins égal à la moyenne pondérée par les volumes des cinq dernières séances de bourse précédant sa fixation, diminuée le cas échéant d'une décote maximale de 25%, après correction de cette moyenne en cas de différence sur les dates de jouissance, (ii) pour les valeurs mobilières donnant accès au capital , le prix d'émission sera fixé par le Conseil d'administration de telle manière que les sommes perçues immédiatement par la Société lors de l'émission des valeurs mobilières en cause, augmentées des sommes	Néant

Nature de l'autorisation ou délégation	Date de l'AG	Durée / Date d'expiration	Montant maximum de l'autorisation	Utilisation par le Conseil d'administration
			susceptibles d'être perçues ultérieurement par la Société pour chaque action attachée et/ou sous-jacente aux valeurs mobilières émises, soient au moins égales au prix minimum prévu ci-dessus et (iii) la conversion, le remboursement et la transformation en actions de chaque valeur mobilière donnant accès au capital se fera, compte tenu de la valeur nominale de ladite valeur mobilière, en un nombre d'actions tel que la somme perçue par la Société, pour chaque action, soit au moins égale au prix minimum visé ci-dessus.	
Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration à l'effet de décider, l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de bénéficiaires	AGOAE 16/05/2023 9ème résolution	18 mois soit jusqu'au 15/11/2024	<u>Montant nominal maximal</u> : 50.000€ <u>Prix unitaire maximum</u> : (i) pour les augmentations de capital , le prix d'émission des actions nouvelles devra être au moins égal à la moyenne pondérée par les volumes des cinq dernières séances de bourse précédant sa fixation, diminuée le cas échéant d'une décote maximale de 25%, après correction de cette moyenne en cas de différence sur les dates de jouissance, (ii) pour les valeurs mobilières donnant accès au capital , le prix d'émission sera fixé par le Conseil d'administration de telle manière que les sommes perçues immédiatement par la Société lors de l'émission des valeurs mobilières en cause, augmentées des sommes susceptibles d'être perçues ultérieurement par la Société pour chaque action attachée et/ou sous-jacente aux valeurs mobilières émises, soient au moins égales au prix minimum prévu ci-dessus et (iii) la conversion, le remboursement et la transformation en actions de chaque valeur mobilière donnant accès au capital se fera, compte tenu de la valeur nominale de ladite valeur mobilière, en un nombre d'actions tel que la somme perçue par la Société, pour chaque action, soit au moins égale au prix minimum visé ci-dessus.	
Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres émis conformément aux dispositions de l'article L.225-135-1 du Code de commerce, en cas de mise en oeuvre des délégations de compétence visées aux quatre résolutions précédentes avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription selon le cas	AGOAE 16/05/2023 10ème résolution	30 jours après la clôture de la souscription de l'émission initiale concernée	<u>Montant nominal maximal</u> : 15% de l'émission initiale concernée <u>Prix unitaire maximum</u> : Même prix que celui retenu pour l'émission initiale concernée.	Néant

Nature de l'autorisation ou délégation	Date de l'AG	Durée / Date d'expiration	Montant maximum de l'autorisation	Utilisation par le Conseil d'administration
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de procéder à l'attribution gratuite d'actions	AGOAE 16/05/2023 12ème résolution	26 mois soit jusqu'au 15/07/2025	L'ensemble des actions attribuées gratuitement en vertu de la présente résolution ne pourra pas être supérieur à cent mille actions.	Néant

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

Excepté les obligations convertibles émises par la Société et décrites en section 8 du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, aucun accord conclu par la Société ne sera modifié ou n'a pris fin en raison du changement de contrôle de la Société intervenu suite à la réalisation de l'Acquisition des Blocs.

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

Il n'existe au sein de la Société aucun accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les titres de la Société.

10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Expertise indépendante
dans la cadre de l'offre publique d'achat simplifiée
initiée par *Novo Nordisk* visant les actions *Biocorp*

Août 2023

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique simplifiée initiée par Novo Nordisk visant les actions Biocorp

Biocorp Production (« **Biocorp** », la « **Société** » ou la « **Cible** ») est une société française spécialisée dans la conception, le développement et la fabrication de systèmes d'administration et de dispositifs médicaux innovants. En 2022, la Société compte près de 80 collaborateurs et a réalisé un chiffre d'affaires de près de 11,7 m€.

Fondée en 2004 par Jacques Gardette, la Société est cotée en bourse sur *Euronext Growth* d'Euronext depuis 2015. Elle affiche une capitalisation boursière d'environ 125 m€ début juin 2023 (soit 29,30 € par action au 1^{er} juin 2023).

Au terme d'un processus de cession compétitif (le « **Processus de Cession** ») intervenu au cours du premier semestre 2023 et remporté par *Novo Nordisk Region Europe A/S* (« **Novo Nordisk** » ou l'« **Initiateur** »), *Bio Jag*, actionnaire principal de *Biocorp* et certains actionnaires minoritaires, ont conclu le 16 juin 2023 un contrat définitif de cession d'actions au profit de l'Initiateur (« **l'Opération** ») dont la réalisation est intervenue le 4 août 2023, après obtention des autorisations réglementaires usuelles. En vertu de cet accord, l'Initiateur a acquis les titres suivants (les « **Blocs** ») :

- (i) la participation majoritaire détenue par *Bio Jag* représentant 45,30 % du capital et 62,19%¹ des droits de vote pour un prix de 35,00 € par action (le « **Bloc de Contrôle** »),
- (ii) la participation de certains actionnaires minoritaires², représentant un bloc de 19,04 % du capital social au même prix, soit 35,00 € par action.

A l'issue de l'Opération, l'Initiateur détient 64,34 % du capital et 64,09 %³ des droits de vote.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Biocorp*, *Novo Nordisk* est tenue de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'« **Offre** »), sur le solde du capital de la Société au prix de 35,00 € par action (le « **Prix d'Offre** »).

¹ Incluant les droits de vote double attachés à ces actions.

² Les actionnaires minoritaires concernés sont : Nyenburgh, Vatel Capital, Greenstock, SQUAD Growth fund, Fonds communs de placement représentés par Axxion SA, Claresco Finance et M. Jean-Marc Bignet.

³ Sur la base d'un capital de la Société comprenant 4 412 286 actions représentant 4 429 068 droits de vote théoriques au 31 juillet 2023, après perte des droits de vote double attachés aux actions détenues par *Bio Jag*.

L'Initiateur a en outre indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.⁴

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc* constitué à cet effet et composé majoritairement d'administrateurs indépendants (le « **Comité Ad Hoc** »), a désigné *Accuracy* le 19 juin 2023 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de trois dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

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

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 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 six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours de vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans la cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les

⁴ A l'exception des actions autodétenues par la Société, soit 9 724 actions autodétenues, lesquelles, conformément aux stipulations du *Tender Offer Agreement*, ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *Lazard* et *Portzamparc*, banques présentatrices (ci-après les « **Banques** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires, dans le contexte de la présente offre et dans la perspective d'un retrait obligatoire éventuel.



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, Afrique, Amérique du Nord et Asie, 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 500 consultants (dont près de 230 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.

Figure 1 | Attestations réalisés par Accuracy au cours des 24 derniers mois

Date de dépôt	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
oct-22	Le Tanneur & Cie	Tolomei Participations et Qatar Luxury Group	Offre publique de retrait	Natixis Partners
nov-21	Artefact	BidSky	Offre publique simplifiée	Société Générale

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, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, Directeurs, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

-
- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'*ESC Bordeaux*, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également maître de conférences à l'*Ecole des Ponts ParisTech* et chargé de cours au *Groupe HEC*.
 - Guillaume Charton a une expérience de plus de quinze ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'*HEC*.
 - Mathilde de Montigny a une expérience de plus de vingt ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a notamment participé à une vingtaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Mathilde de Montigny est diplômée de l'*Université Paris-Dauphine*.
 - Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'*HEC* et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du *Groupe HEC*, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié. Il n'est plus aujourd'hui employé par *Accuracy*.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny ont été assistés par un consultant expérimenté disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et d'un consultant junior.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société ou de l'Initiateur au cours des dix-huit derniers mois.

Aussi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, de « *l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission* ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 70 000 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 projet de note d'information élaboré par l'Initiateur et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération, notamment du processus ayant conduit à la cession du bloc de contrôle, de la vie boursière de l'action *Biocorp* sur la période récente et de la liquidité de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants de la Société sur la période 2023-2028 dans le cadre du processus de cession initié début 2023 et ayant conduit à l'Opération,
- les comptes au 30 juin 2023 non audités,
- entretiens avec les dirigeants de la Société (ci-après le « **Management** »), portant notamment sur la présentation de la Société, de son historique, ses perspectives, son positionnement concurrentiel actuel et futur, sa situation financière, etc.,
- entretiens hebdomadaires avec le Comité *Ad Hoc*,
- entretiens avec des représentants des conseils de la Société,
- entretien avec les représentants de l'Initiateur,
- entretiens avec des représentants de la Banque,
- examen critique des références d'évaluation représentées par le cours sur la période récente et les prix cibles des analystes financiers,
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches d'évaluation, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers 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 des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
 - 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,
 - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'Offre,
 - obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la Société et d'une lettre d'affirmation de la part de l'Initiateur,
 - contrôle-qualité réalisé par un expert indépendant (Associé honoraire d'*Accuracy*) n'ayant pas participé à la mission,
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

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

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 19 juin 2023, date de notre nomination par le Comité *Ad Hoc*, au 4 août 2023, date de signature du présent rapport.

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

- semaine du 26 juin au 30 juin 2023 : réunion hebdomadaire avec les membres du Comité *Ad Hoc*.
- semaine du 3 juillet au 7 juillet 2023 : (i) réunion de travail avec le Management concernant l'activité de la Société ainsi que ses perspectives de développement, (ii) échange avec *Stiefel*, la banque d'affaires chargée du Processus de Cession et (iii) échange avec le Comité *Ad Hoc*.
- semaine du 10 juillet au 13 juillet : échanges téléphoniques avec la Société. Entretien avec le Comité *Ad Hoc*.
- semaine du 17 juillet au 21 juillet : échanges téléphoniques avec les banques présentatrices, avec la Société et avec le Comité *Ad Hoc*.
- semaine du 24 juillet au 28 juillet : échanges téléphoniques avec les banques présentatrices, avec la Société et le Comité *Ad Hoc*.

-
- semaine du 31 juillet au 4 août : échanges téléphoniques avec les banques présentatrices, avec la Société et le Comité *Ad Hoc*.

1.5.3. Informations utilisées

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

- le plan d'affaires couvrant la période 2023-2028 (le « **Plan d'Affaires** ») élaboré spécifiquement par les dirigeants de la Société pour les besoins du Processus de Cession,
- budget prévisionnel pour l'exercice 2023,
- présentation de la Société par le Management préparée pour les besoins du Processus de Cession,
- contrats de cession des Blocs,
- rapport d'évaluation élaboré par les Banques Présentatrices,
- contrat des obligations convertibles en actions ordinaires émises le 30 décembre 2022,
- accord de soutien à l'offre entre la Société et l'Initiateur (le « **Tender Offer Agreement** »).

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

- rapports annuels et semestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société,
- études et notes sur la Société publiées par les analystes financiers sur la période récente,
- rapports annuels des sociétés comparables,
- informations de marché diffusées par les bases de données financières, *Capital IQ* et *Mergermarket*.

1.5.4. Listes des principaux interlocuteurs

Dans le cadre de nos travaux, nous avons échangé avec les personnes suivantes :

- Eric Dessertenne, Directeur Général, *Biocorp*,
- Camille Ridet, Responsable de la stratégie, *Biocorp*,
- Stéphane Chabanais, VP Finance, *Biocorp*,
- Stéphane Legastelois, administrateur indépendant (membre du Comité *Ad Hoc*),
- Jean-Yves Berthon, administrateur indépendant (membre du Comité *Ad Hoc*),
- Bertrand Delafaye, avocat-conseil de la Société, *McDermott Will & Emery*

-
- Anthony Paronneau, avocat-conseil de la Société, *McDermott Will & Emery*,
 - Louis Feuillée, Associate, *McDermott Will & Emery*,
 - Henri Nalbandyan, Associate, *McDermott Will & Emery*,
 - Guillaume Molinier, *Managing Director*, *Lazard*,
 - Jean-Eric Castelli, Vice-Président, *Healthcare*, *Lazard*,
 - Cyrille Gonthier, *Managing Director – Head of Corporate Finance* *Portzamparc*
 - Loïc Bonneville, Director – Corporate Finance, *Portzamparc*,
 - David Hopkins – Director, BD Finance, *Novo Nordisk*,
 - Kara Kelley – Director, BD, *Novo Nordisk*,
 - Mikael Wedell-Wedellsborg – VP, Corporate Development, *Novo Nordisk*,
 - Christian Okholm Brandt – Director, Strategic Finance *Novo Nordisk*,
 - Adam Khon, Managing Director, *Stiefel*,
 - Samira Essebiyea, Director, *Stiefel*,

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.

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

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.

2. Contexte de l'Opération

2.1. Présentation de la Société

2.1.1. Une société innovante ayant un temps d'avance en matière de développement de dispositifs médicaux connectés...

Biocorp est une société française, fondée en 2004, qui conçoit et produit des dispositifs médicaux connectés destinés au traitement de maladies chroniques, et notamment le diabète.

A sa création, la Société présentait deux lignes de métier principales :

- conception et production de dispositifs de délivrance de médicaments injectables (systèmes de reconstitution flacon-seringue, de sécurité pour seringues préremplies ou de fermetures de flacons),
- sous-traitance pour l'industrie pharmaceutique : production de pipettes doseuses, compte-gouttes, etc., mais aussi le remplissage de certains produits en salle blanche.

L'année 2014 a marqué un tournant stratégique pour la Société et le début du développement de dispositifs médicaux connectés. Sous l'impulsion de son président et fondateur, M. Jacques Gardette, *Biocorp* s'est en effet rapprochée de *Keynae*, une société spécialiste du cryptage et du traitement de données sensibles, acquise par M. Jacques Gardette auprès du groupe *Orange* quelques mois plus tôt.

La combinaison de ces différentes expertises a permis la mise au point rapide de premiers dispositifs médicaux connectés tels que :

- le *Datapen* (2015) qui est un stylo injecteur connecté et motorisé,
- *Mallya* (2016) qui deviendra le produit-phare de la Société.

Mallya est un dispositif amovible (*add-on*) permettant de transformer des stylos injecteurs jetables en objets connectés par l'ajout de deux composants « clipsables ». *Mallya* permet ainsi de recueillir et transmettre de manière fiable et automatisée (via *Bluetooth*) les doses d'insuline administrées, ainsi que les dates et heures d'injection, vers une plateforme digitale compatible utilisée par le patient ou son médecin. Le principal débouché thérapeutique de *Mallya* est le traitement du diabète.

En effet, cette maladie chronique doit, dans certains cas, être traitée par injections régulières d'insuline. Un tel traitement est particulièrement contraignant pour le patient qui doit, en plus de l'injection, tenir à jour un suivi des doses administrées, de son taux de glycémie, de son alimentation et de son activité physique.

En permettant un recueil automatisé des doses d'insuline injectées, *Mallya* contribue à réduire la contrainte pesant sur le patient et à améliorer l'observance des traitements et le suivi par son médecin.

Il convient de noter que *Mallya* peut également être utilisé pour l'administration régulière d'autres traitements (traitements hormonaux de la fertilité ou de la croissance). Ces débouchés thérapeutiques concernent un nombre beaucoup plus restreint d'individus et offrent donc des perspectives plus limitées que le traitement du diabète.

En parallèle de *Mallya*, la Société a également annoncé le développement d'autres dispositifs connectés tels que :

- *Inspair* (2019) : un capteur s'adaptant aux inhalateurs (traitement de maladies respiratoires chroniques comme l'asthme).
- *Injay* (2019) : un dispositif permettant de faire évoluer toute seringue préremplie en dispositif connecté et pour lequel la Société a récemment signé un partenariat prometteur avec *Becton Dickinson*.

Le traitement du diabète par injection d'insuline reste néanmoins, à ce jour, le principal débouché thérapeutique visé par la Société à moyen terme.

Sur ce marché, *Biocorp* est face à un nombre restreint d'acteurs, la production d'insuline étant dominée par trois groupes qui représentent à eux seuls entre 80 et 90% des ventes d'insuline en valeur (45% pour *Novo Nordisk* et entre 20 et 25% chacun pour *Eli Lilly* et *Sanofi*).

Mallya est en concurrence avec des produits ou développements conduits par différentes catégories d'acteurs :

- Les producteurs d'insuline eux-mêmes, dont certains ont développé leur propre solution de connectivité : *Eli Lilly* (*Tempo Smart Button* pour ses stylos *Lilly Tempo*) ou *Novo Nordisk* (système *Dialog* pour le stylo *Flextouch Connect*).
- D'autres acteurs du traitement du diabète tels que les sociétés commercialisant des dispositifs médicaux de mesure de la glycémie et/ou des plateformes de gestion du diabète : *Glooko* (et son produit *Clipsulin*⁵), *Medtronic* (avec l'*Inpen*⁶, un stylo réutilisable connecté) ou encore *Bigfoot Medical* (*Unity*).
- Des sociétés indépendantes de taille plus limitée telles que *Innovation ZED* (*Insulcheck*) ou encore *Insulclock*.

⁵ Produit développé par *Diabnext* acquise en mars 202 par *Glooko*.

⁶ Produit développé par *Companion Medical* acquis en août 2020 par *Medtronic*.



La solution développée par *Biocorp* présente de nombreux avantages par rapport à la concurrence, en termes de :

- Fiabilité : *Mallya* offre un taux de précision de 99% des doses injectées, plus élevé que la plupart de ses concurrents.
- Compatibilité/interopérabilité : *Mallya* est compatible avec une large gamme de stylos injecteurs d'insuline jetables tels que les stylos *Kwikpen* (*Eli Lilly*), *Flexpen* (*Novo Nordisk*) et *Solostar* (*Sanofi*) et de plateformes numériques de gestion du diabète.
- Facilité d'utilisation : totalement automatisé, le système est amovible et réutilisable pendant 2 ans ; il est prévu par ailleurs une version « mono-composant » à horizon 2023-2024.

Outre ses spécificités supérieures, *Mallya* a également été le premier dispositif à obtenir à la fois le marquage CE classe IIb en Europe (obtenu en 2019) et la certification 510k auprès de la *Food & Drug Administration* (obtenue fin 2022 au terme d'une procédure longue de 5 ans).

Cette avance, en termes de fonctionnalités et de mise sur le marché, a suscité de nombreux accords de développement avec des acteurs majeurs du secteur ces dernières années :

- *Sanofi* en 2019 pour la distribution de *Mallya* et le développement d'une version spécifique et exclusive pour son stylo à insuline *SoloStar*,
- *Merck* en 2021 pour le développement et la distribution mondiale d'une version spécifique de *Mallya* dédiée à l'hormone de croissance,
- *Novo Nordisk* en 2021 pour le développement et la fourniture d'une version de *Mallya* pour le stylo *FlexTouch* (donnant ainsi préférence à *Mallya* plutôt qu'à *Dialog*, la solution développée en interne) qui a ensuite été étendue en 2022 à d'autres aires thérapeutiques.

Arrivée au terme d'une phase de développement et d'homologation de près de 10 ans, *Biocorp* dispose aujourd'hui, avec *Mallya*, d'un temps d'avance sur la concurrence.

Comme nous le verrons dans la section suivante, la Société doit désormais entamer une nouvelle étape de son histoire et viser : (i) une commercialisation de *Mallya* à grande échelle, (ii) la montée en capacité de son outil de production et (iii) un effort continu en recherche & développement pour maintenir son avance technologique.

2.1.2. ... qui doit désormais passer à une phase d'industrialisation et de commercialisation à grande échelle...

En 2021, le diabète touchait près d'un adulte sur 10 dans le monde, soit 537 millions de personnes, dont 218 millions (40%) sont diagnostiquées et traitées.⁷

Selon le type de diabète et l'âge des patients, ces traitements peuvent être administrés :

- par voie orale (70% des patients traités) pour les diabètes de type 2,
- par injection (30% des patients traités), pour les diabètes de type 1 et certains diabètes de type 2, à l'aide (i) de pompes ou seringues (20% des cas), ou (ii) de stylos injecteurs (80% des cas).

Le nombre d'utilisateurs de stylos injecteurs d'insuline peut donc être estimé à près de 52 millions en 2021 (dont près de 80% utilisent des stylos jetables).

Le nombre de personnes atteintes du diabète étant en progression constante (au rythme d'environ 2% par an), le nombre de personnes concernées pourrait atteindre 643 millions en 2030 et le nombre d'utilisateurs de stylos injecteurs d'insuline près de 60 millions.

La Société anticipe qu'une fraction significative des utilisateurs de stylos injecteurs aura recours à des solutions de connectivité (le « **Taux de Connectivité Diabète** »), telles que *Mallya* (ou ses concurrents) et que, compte tenu de son avance actuelle, *Biocorp* pourrait être à même de capturer près des deux tiers du marché des stylos jetables connectés (la « **Part de Marché Diabète** »).

Ces objectifs supposent que la Société parvienne à (i) développer son outil industriel pour produire plusieurs millions de dispositifs par an, (ii) distribuer ses produits à grande échelle et (iii) maintenir son effort de recherche et développement, alors même que le marché de la vente d'insuline est très concentré et que le marché du traitement du diabète dans son ensemble est en recomposition.

Les cinq dernières années ont en effet vu l'avènement de la lecture de la glycémie en continu (ou « CGM » pour *continuous glucose monitoring*) et l'émergence de nouveaux acteurs, tels que *Dexcom* et *Abbott*. Les dispositifs CGM permettent de mesurer le taux de glycémie en continu à l'aide d'un capteur posé sur la peau (et non plus par mesures ponctuelles nécessitant des piqûres). Ils contribuent donc à la digitalisation croissante du traitement du diabète, les

⁷ Source : Novo Nordisk, Capital Markets Day 2022



données recueillies par ces capteurs étant désormais stockées sur des plateformes dédiées de gestion du diabète.

Les stylos injecteurs connectés constituent donc une brique additionnelle au sein de cet écosystème de soins (diagnostic, traitement, délivrance et suivi du patient) et un marché susceptible d'attirer des acteurs de taille bien plus importante que *Biocorp*.

Dans ce contexte, il apparaît que la Société devra exécuter un plan de développement et d'innovation ambitieux afin de conserver l'avance acquise et espérer ainsi capter la part de marché escomptée. En effet, tout retard pris dans la commercialisation et le développement de ses produits pourrait permettre à des concurrents de taille plus significative (producteurs d'insuline, acteurs des dispositifs médicaux, etc.) de rattraper leur retard.

Un tel plan de développement nécessite donc des investissements humains, industriels et financiers importants.

2.1.3. Un changement d'échelle et de modèle d'affaires qui ne peut se faire sans l'adossement à un partenaire d'envergure

A moyen long terme, le modèle d'affaires de la Société consistera à développer, produire à grande échelle et commercialiser des dispositifs médicaux connectés destinés au traitement de maladies chroniques. Les aires thérapeutiques visées, notamment le diabète, devraient lui procurer un volume d'affaires important et relativement récurrent.

A court terme cependant, *Biocorp* reste une société de taille modeste (80 employés), qui tire encore l'essentiel de ses revenus des commissions de développement (*development fees*) versées par ses partenaires évoqués plus haut.

Comme présenté dans le graphique ci-après, ces *development fees* ne permettent pas à la Société de couvrir l'intégralité de ses coûts d'exploitation, ni *a fortiori* de financer ses investissements.

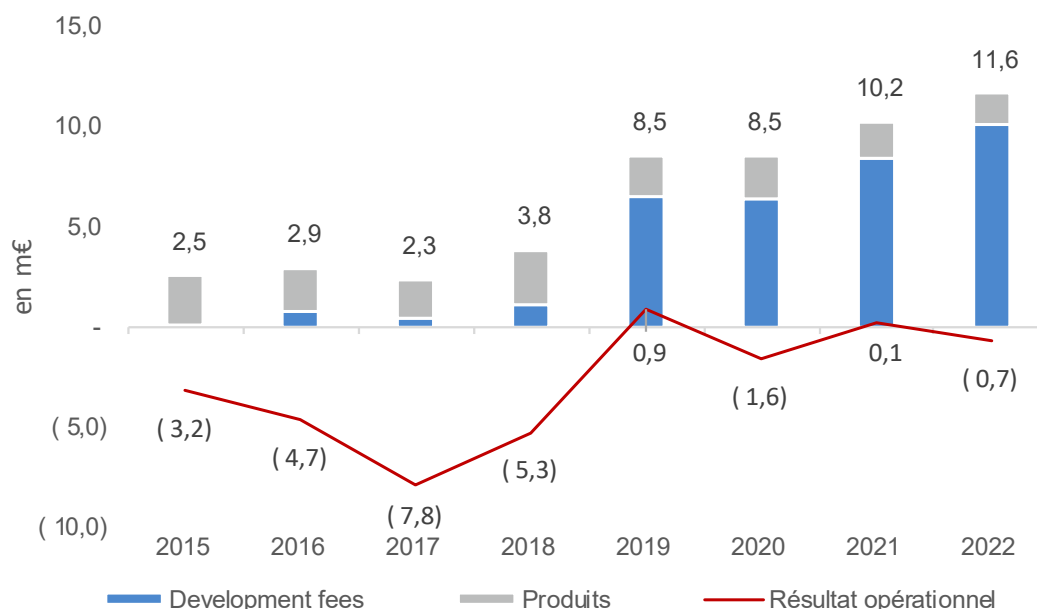
Sur la période 2015-2022, la Société a ainsi généré un besoin de financement cumulé de près de 24 m€⁸ financé pour l'essentiel par : (i) l'introduction en bourse de 2015 (7,5 m€), (ii) quatre augmentations de capital (13,3m€⁹ en 2016, 2018, 2019 et 2020) et (iii) l'émission d'obligations convertibles (7,5 m€ apportés par *Vatel Capital* et remboursés depuis lors par la Société à hauteur de 5,0 m€).

⁸ Flux de trésorerie d'exploitation, flux d'investissement et de remboursement des avances conditionnées (accordées par des organismes publics et devenues exigibles après réussite des projets concernés)

⁹ Nets des frais d'émission.

Il apparaît donc que le succès commercial visé par la Société ne pourra être obtenu sur la base de ses seules ressources internes et qu'il passera vraisemblablement par son adossement à un acteur d'envergure.

Figure 2 | Composition du chiffre d'affaires et profitabilité depuis 2015



Source : Rapports annuels

C'est ce constat qui a conduit M. Jacques Gardette, fondateur et principal actionnaire de la Société, à initier début 2023 un processus de cession du contrôle de la Société qui sera détaillé dans la section suivante.

2.2. Vie boursière

2.2.1. Structure de l'actionariat

Les actions de la Société ont été admises aux négociations sur le marché *Euronext GROWTH Paris* le 10 juillet 2015, à un cours d'introduction en bourse de 9,25 €.

Le 4 juin 2023, veille de l'annonce de l'Opération, la capitalisation boursière de *Biocorp* s'élevait à 129,3 m€ (29,30 € par action), ce qui range la Société dans la catégorie des *small caps*.

Le capital social de la Société est composé de 4 412 286 actions ordinaires dont 2 000 000 sont détenues, depuis l'introduction en bourse de la Société en 2015, par M. Jacques Gardette, président et fondateur de la Société, et sa famille.



Ils détiennent ainsi à la veille de l'Opération, 45,33% du capital et 62,23% des droits de vote. Le solde du capital est détenu par les Autres Vendeurs qui représentent 19,04% du capital) et d'autres actionnaires (35,42% du capital) formant le flottant.

Figure 3 | Structure du capital avant Opération

Actionnaires	Nombre d'actions existantes	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
Jacques Gardette	3 200	0,07 %	3 400	0,05 %
BIO JAG	1 998 800	45,30 %	3 997 600	62,22 %
Famille Jacques Gardette	1 000	0,02 %	2 000	0,03 %
Sous-total Famille Gardette	2 003 000	45,40 %	4 000 000	62,26 %
Actions auto-détenues	9 724	0,22 %	9 724	0,15 %
Flottant	2 399 562	54,38 %	2 415 144	37,59 %
<i>dont Autres Vendeurs</i>	839 869	19,03 %	839 869	13,07 %
<i>dont autres actionnaires</i>	1 559 693	35,35 %	1 575 275	24,52 %
Total	4 412 286	100,0 %	6 424 868	100,0 %

Source : Biocorp

A l'issue de l'Opération, l'Initiateur détiendra 2 838 669 actions, soit 64,34 % du capital et 64,09 % des droits de vote.

Figure 4 | Structure du capital après Opération

Actionnaires	Nombre d'actions existantes	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
Novo Nordisk	2 838 669	64,34 %	2 838 669	64,09 %
Jacques Gardette	3 200	0,07 %	3 400	0,08 %
Famille Jacques Gardette	1 000	0,02 %	2 000	0,05 %
Actions auto-détenues	9 724	0,22 %	9 724	0,22 %
Flottant	1 559 693	35,35 %	1 575 275	35,57 %
Total	4 412 286	100,0 %	4 429 068	100,0 %

Source : Management

2.2.2. Liquidité du titre

Sur les douze derniers mois qui précèdent l'annonce de l'Opération, les volumes cumulés échangés s'établissent à environ 1,0 million d'actions (soit une valeur cumulée de 22 m€), représentant une rotation de 42% du flottant.

Les volumes quotidiens échangés restent relativement limités en valeur absolue avec environ 85 k€ par jour en moyenne.

Figure 5 | Liquidité du titre avant annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 2 juin	29,30	3 250	95 225	0,1 %	3 250	95 225	0,1 %	0,1 %
Dernier mois	26,20	2 875	75 325	0,1 %	66 120	1 732 476	1,5 %	2,8 %
3 derniers mois	24,47	3 352	82 004	0,1 %	211 150	5 166 244	4,8 %	8,8 %
6 derniers mois	22,82	4 178	95 344	0,1 %	526 440	12 013 361	11,9 %	21,9 %
12 derniers mois	21,31	3 969	84 576	0,1 %	1 020 150	21 736 048	23,1 %	42,5 %

Sources : Capital IQ, analyses Accuracy.

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

2.2.3. Évolution historique du cours de bourse

Evolution du cours sur les cinq années précédant l'annonce de l'Opération

La **Figure 6** présente l'évolution du cours de bourse de *Biocorp* sur les cinq années précédant l'annonce de l'Opération.

Sur cette période, le cours de bourse de la Société présente une évolution très marquée et une volatilité journalière annualisée (observée sur 6 mois en moyenne) quatre fois supérieure à celle du marché.¹⁰ Cette évolution tient à la nature « ponctuelle » et relativement « aléatoire » du flux d'information relatif à la Société. Celui-ci est en effet composé de peu d'évènements pouvant chacun avoir un impact important sur le cours de bourse, sans que le marché ou les analystes financiers ne puissent facilement les anticiper (annonce de partenariat, autorisation réglementaire, etc.). L'impact de chaque nouvelle information est bien entendu amplifié par la faible liquidité du titre qui peut entraîner des phénomènes de survente ou de surachat.

Enfin, bien qu'il soit difficile de le vérifier formellement, il est également probable que le cours de bourse intègre une prime spéculative, qui a pu varier dans le temps, attachée à l'anticipation d'une potentielle opération de rachat de la Société.

Entre juin 2018 et juin 2019, le cours de l'action *Biocorp* connaît une phase de relative stabilité. Sur cette période, le cours du titre s'établit entre 7,0 € et 11,0 €, soit un niveau proche du cours d'introduction en bourse (9,25 €).

Entre juillet 2019 et février 2020, le titre va être poussé à la hausse à la faveur de différentes annonces positives, notamment :

¹⁰ Indice Stoxx Europe 600



-
- l'obtention par *Mallya* du marquage CE en Europe (12 juin 2019),
 - l'entrée en négociations exclusives avec *Sanofi* (4 juillet 2019),
 - les résultats semestriels 2019 (26 septembre 2019),
 - la confirmation de l'accord trouvé avec *Sanofi* pour équiper les stylos à insuline *SoloStar* avec *Mallya* à l'échelle mondiale (12 décembre 2019).

Le cours de bourse oscille alors entre 11,0 € et 15,1 €, poussé à la hausse par ces différentes annonces, mais retombe ensuite sans raison apparente.

Après avoir touché un point bas fin mars 2020 (9,8 €) lors de la crise boursière consécutive à la pandémie de covid-19, le titre rebondit fortement pour atteindre 15,0 € à l'annonce des résultats 2019 (9 avril 2020) puis 27,0 € à l'annonce d'un accord avec *Roche Diabetes Care France* pour la distribution de *MallFranceFrance* (30 juin 2020).

Après une nouvelle phase d'oscillations, le cours connaît une forte baisse pour atteindre 21,6 € en septembre 2021, avant de rebondir fortement à l'occasion de l'annonce d'un partenariat avec *Novo Nordisk* et *Merck* dans le domaine de l'hormone de croissance. Le cours atteint un plus haut historique le 5 avril 2022 (38,0 €) à l'occasion de l'annonce des résultats 2021.

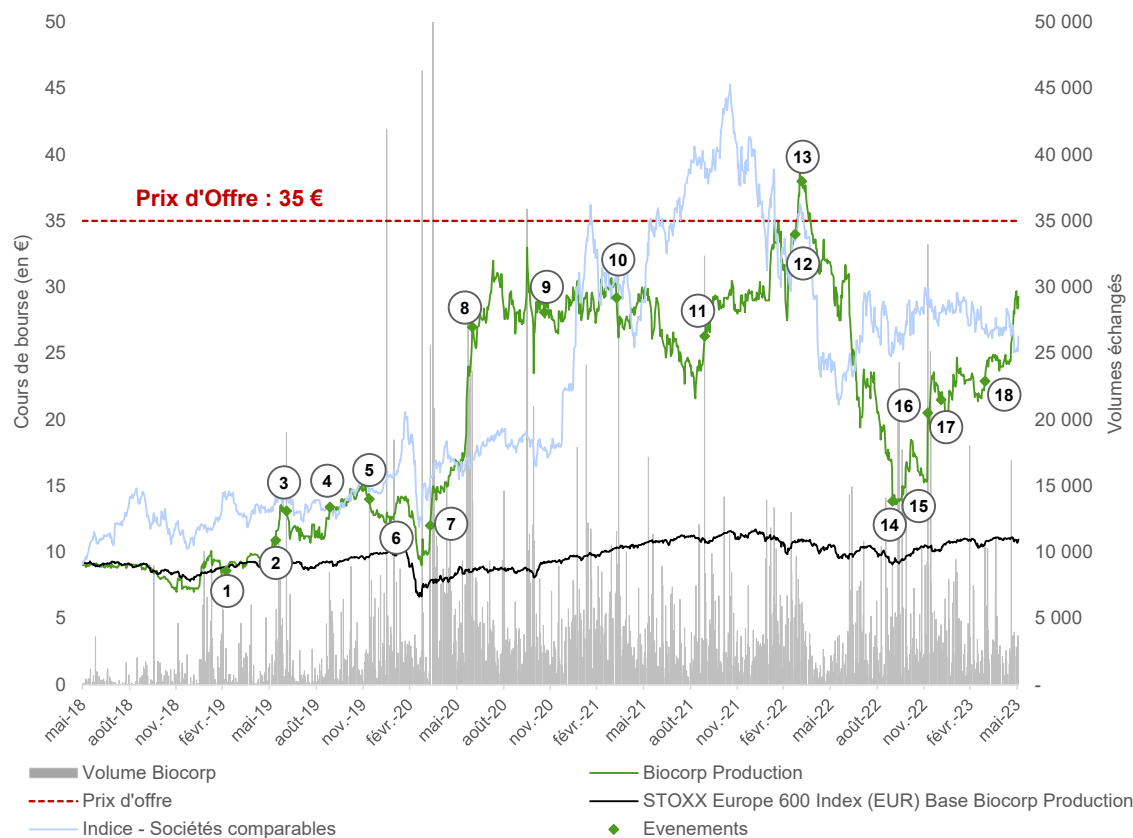
Il s'ensuit une forte baisse du cours de l'action qui atteint 13,9 € fin septembre 2022. Bien que le marché ait pu anticiper en partie les difficultés dont la Société a fait état lors des résultats semestriels (retard de commercialisation de *Mallya*, difficultés de livraison de composants et forte consommation de trésorerie au S1 2022 laissant anticiper une levée de fonds imminente), ces facteurs fondamentaux ne nous paraissent pas justifier à eux seuls une division du cours par 2,7 en quelques mois.

Le cours rebondira ensuite à l'occasion de l'annonce (i) de nouveaux partenariats avec *Becton Dickinson* puis *Novo Nordisk*, (ii) de l'obtention de l'autorisation de *Mallya* par la *FDA* (+33% le jour de l'annonce), pour atteindre finalement près de 25 € dans les jours qui suivent l'annonce des résultats 2022 (29 mars 2023).

Dans les jours qui précèdent l'annonce de l'Opération, le cours connaît à nouveau une hausse inexplicquée dans de faibles volumes pour atteindre 29,3 € par action au 2 juin 2023.



Figure 6 | Évolution du cours de bourse sur les cinq années précédant l'annonce de l'Opération



Source : CapitalIQ

Note * : Indice de sociétés comparables composé des sociétés suivantes : Ypsomed, Tandem Diabetes Care, Senseonics, Dexcom et Insulet Corporation

Légende du graphique

- (1) 7 mars 2019 : Augmentation de capital de 1,0 m€ par placement privé et émission d'obligations convertibles de 1,0 m€
- (2) 12 juin 2019 : Annonce de l'obtention par MallyaTM du marquage CE 0459 dispositif médical classe IIb
- (3) 3 juillet 2019 : Négociations exclusives avec Sanofi pour l'utilisation de son dispositif connecté MallyaTM
- (4) 26 septembre 2019 : Publication des résultats semestriels 2019 en très forte hausse
- (5) 12 décembre 2019 : Biocorp et Sanofi s'engagent pour équiper les stylos à insuline SoloStar avec Mallya à l'échelle mondiale
- (6) Février 2020 : Crise de la Covid-19
- (7) 9 avril 2020 : Publication des résultats annuels 2019 (accélération de la croissance du chiffre d'affaires qui s'établit à 8,5 m€ en croissance de 117%)
- (8) 30 juin 2020 : Biocorp signe avec Roche Diabetes Care France un accord de distribution sur la technologie Mallya
- (9) 18 novembre 2020 : Augmentation de capital de 4,2 m€ par placement privé
- (10) 8 avril 2021 : Publication des résultats annuels 2020 (perspectives robustes sur le lancement commercial de Mallya)
- (11) 27 septembre 2021 : Partenariat avec Novo Nordisk autour de Mallya et avec Merck dans le domaine de l'hormone de croissance



-
- (12) 23 mars 2022 : Participation à plusieurs conférences et congrès (Congrès de la Société Francophone du Diabète, *Investor Acces*)
 - (13) 5 avril 2022 : Publication des résultats annuels 2021 (Chiffre d'affaires record en progression de 20% à 10,2 m€, baisse de la trésorerie de près 3 m€ sur l'année)
 - (14) 29 septembre 2022 : Publication des résultats semestriels 2022 (repli du chiffre d'affaires dû aux problèmes d'approvisionnement en composants)
 - (15) Octobre 2022 : Partenariat avec *Becton Dickinson* et *Merck*. Renforcement du partenariat avec *Novo Nordisk*
 - (16) 7 décembre 2022 : *Biocorp* obtient l'autorisation 510(k) pour Mallya® de la *Food & Drug Administration* américaine.
 - (17) 2 janvier 2023 : *Biocorp* réalise une émission d'obligations convertibles de 2,5 M€ souscrite par des fonds gérés par *Vatel Capital*.
 - (18) 29 mars 2023 : Publication des résultats annuels 2022 (chiffre d'affaires en nette progression de 14% à 11,67 m€)

Evolution du cours depuis l'annonce de l'Opération

Depuis l'annonce de l'Opération, le cours de bourse s'établit en moyenne à 34,2 €, sans jamais dépasser le Prix d'Offre de 35,0 €.

2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques de *Biocorp* détaillées précédemment (caractéristiques opérationnelles, structure du capital, marché du titre) ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères en vue de l'estimation de la valeur des actions. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles (cours de bourse, prix cibles des analystes financiers, transaction récentes), que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (DCF et comparaisons boursières).

S'agissant de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (avant annonce de l'Opération), nous considérons que la faible liquidité observée sur les actions de la Société au cours des douze derniers mois, la faible capitalisation boursière de la Société et la forte volatilité du titre rendent particulièrement délicate l'utilisation de cette référence pour estimer la Valeur Intrinsèque (ou valeur en *stand alone*) des actions de la Société, telle que définie plus loin dans le présent rapport. Par ailleurs, bien que non formellement quantifiable, il est probable que le cours de bourse de la Société intègre une prime spéculative attachée à la probabilité de réalisation d'une opération de rachat de la Société, et qu'il surestime de ce fait la Valeur Intrinsèque de la Société (à supposer que celle-ci soit intégrée de manière satisfaisante par le marché dans le cours de bourse).

S'agissant des objectifs de cours des analystes (avant annonce de l'Opération), nous constatons que la Société est suivie par un nombre limité d'analystes dont le travail d'analyse s'appuie essentiellement sur les indications données par la Société. L'analyse des prévisions à moyen terme et les taux d'actualisation retenus des analystes semblent indiquer que les prix cibles intègrent (section 4.1.3), ici encore, l'effet positif d'un adossement de la Société à un acteur



d'envergure. De ce fait, les prix cibles fournis par les analystes financiers surestiment *a priori* la Valeur Intrinsèque de la Société.

S'agissant de la méthode DCF, l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société suppose de considérer un scénario de développement en *standalone*, qui reste théorique dans le cas de *Biocorp* (et de surcroît très difficile à estimer). En effet, comme nous l'avons vu, la Société est arrivée à un stade de développement qui rend nécessaire l'adossement à un acteur d'envergure. C'est dans cette optique et pour les besoins d'un processus de cession que le Management a préparé un plan d'affaires volontariste intégrant les effets de cet adossement. Ce plan d'affaires ne peut donc être utilisé pour estimer la valeur de la Société en *standalone*, mais peut en revanche servir de base pour estimer la valeur de la Société dans le scénario d'adossement tel qu'il pourrait être anticipé par un acteur s'inscrivant dans la stratégie dessinée par le Management (ci-après la « **Valeur Adossée** »).

Même en considérant la perspective d'un adossement, nous estimons que le Plan d'Affaires préparé par le Management, dans le cadre du projet de cession, est volontariste. Dès lors, pour estimer la Valeur Adossée, nous considérerons un scénario « espéré moyen ». Plus précisément, nous serons amenés à sensibiliser certains paramètres-clés du plan et retenir ainsi :

- des hypothèses plus prudentes en matière de parts de marché,
- une hypothèse de poursuite de la croissance du taux de connectivité au-delà de l'horizon du Plan d'Affaires.

Par ailleurs, le niveau de risque de l'activité de la Société va évoluer au cours de son développement :

- à long terme, le niveau de risque systématique devrait être relativement limité, en raison notamment du caractère récurrent des dépenses de traitement de maladies chroniques (bien que celles-ci puissent être sensibles à la conjoncture économique dans certains marchés-clés comme les Etats-Unis).
- à court terme, la Société supporte un poids anormalement haut de frais fixe et présente donc un levier opérationnel plus élevé (par rapport notamment à des sociétés du secteur de taille plus importante)

Le taux d'actualisation retenu dans le cadre la méthode DCF devra tenir compte du caractère évolutif du risque de l'activité de la Société.

En ce qui concerne la méthode des comparaisons boursières, le positionnement innovant de la Société et son stade de développement, marqué par un risque et une croissance élevée, rendent *Biocorp* difficilement comparable aux autres sociétés du secteur, dont les profils de marge opérationnelle et de croissance à

moyen terme différent de ceux de la Société. La méthode ne pourra vraisemblablement donner de résultat fiable pour estimer tant la Valeur Intrinsèque que la Valeur Adossée des actions de la Société.

La méthode des transactions comparables se heurte à la difficulté d'identifier des transactions récentes ayant impliqué des acteurs similaires à *Biocorp* et pour lesquelles l'information a été rendue publique. Pour les mêmes raisons que celles évoquées plus haut, la méthode ne peut fournir de bases solides pour estimer la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.



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

Après une description des principales caractéristiques de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec *Novo Nordisk*, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

3.1. Description de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec Novo Nordisk

3.1.1. Processus de cession ayant conduit à l'Opération et à la détermination du Prix d'Offre

Dans le contexte de la recherche d'un adossement de la Société décrit en section 2.1.3, *Biocorp* et ses actionnaires ont mandaté fin février 2023 la banque d'affaires *Stiefel* afin d'initier un processus de cession du contrôle de la Société (pour rappel le « **Processus de Cession** »).

Stiefel est une banque d'affaires américaine qui dispose d'une forte expertise dans le secteur de la santé et ses différents sous-segments. Elle est dotée d'une équipe dédiée à ce secteur qui compte près de 50 personnes et, depuis fin 2010, elle a été impliquée dans plus de 100 transactions et près de 440 levées de fonds dans le secteur.

Le Processus de Cession s'est déroulé entre fin février 2023 et début juin 2023. *Stiefel* a contacté 16 acquéreurs potentiels, dont *Novo Nordisk* qui a été intégrée au cours du processus.

Stiefel a reçu trois marques d'intérêt (*Letter of Interest*) des différents acteurs contactés, dont celle de *Novo Nordisk* et deux autres provenant d'acteurs importants du secteur des dispositifs médicaux. Au terme d'une mise en concurrence qui a vu *Novo Nordisk* surenchérir par rapport à son offre initiale et à celles des deux autres acquéreurs potentiels, *Novo Nordisk* est entré en négociations exclusives avec *Bio Jag* le 4 juin 2023 pour le rachat du Bloc de Contrôle au prix de 35,00 € par action ordinaire.

De ce déroulé, il est possible de conclure que le Processus de Cession a été organisé et mené de manière professionnelle et concurrentielle. En particulier, il a permis de confronter différentes catégories d'acquéreurs potentiels et ainsi de sélectionner le meilleur acquéreur.

De fait, il apparaît que *Novo Nordisk* est l'acquéreur le plus à même de valoriser le contrôle de la Société.

Tout d'abord, en sa qualité de partenaire stratégique de *Biocorp* et parce qu'il a tenté de développer en interne une solution de connectivité analogue à celle de *Biocorp*, *Novo Nordisk* est sans doute l'acquéreur le mieux à même d'apprécier les capacités de la Société, de ses produits et de ses équipes.

De plus, *Novo Nordisk* est, parmi les acteurs du marché de l'insuline et les différents partenaires de *Biocorp*, celui dont l'activité directement dépendante des dispositifs connectés développés par *Mallya* est la plus grande (tant en pourcentage du chiffre d'affaires qu'en montants absolus).

Figure 7 | Exposition estimée au traitement du diabète (en % du CA)

en Md€	Novo Nordisk	Lilly	Sanofi
Chiffre d'affaires total (2022)	23,8	23,3	43,0
dont diabète	79 %	48 %	12 %
dont traitements injectables	61 %	41 %	11 %
dont insuline	32 %	16 %	9 %

Source : Rapports annuels sociétés, *Biocorp*

Dans un contexte où l'ergonomie du stylo injecteur est un facteur-clé de différenciation, *Novo Nordisk* est donc *a priori* l'acteur pour lequel la sécurisation des approvisionnements en dispositifs connectés à la plus grande valeur.

Enfin, par sa connaissance fine du marché de l'insuline, *Novo Nordisk* maîtrise sans doute mieux que d'autres catégories d'acquéreurs potentiels, les risques d'exécution inhérents au développement commercial de la Société et à l'adoption de ses produits par les patients.

Au total, l'analyse du déroulé du Processus de Cession permet de présumer qu'aucun autre acteur n'était susceptible de payer un prix plus élevé pour acquérir la Société, en ce compris les acteurs susmentionnés des dispositifs médicaux qui auraient pu avoir intérêt à ajouter cette brique technologique à leur portefeuille de produits.

3.1.2. Description de l'Offre

La Société a annoncé le 5 juin 2023, avant l'ouverture du marché, un accord portant sur l'acquisition par *Novo Nordisk* d'une participation de contrôle représentant 64,34 % du capital et 64,09 %¹¹ des droits de vote de *Biocorp* auprès (i) du principal actionnaire *Bio Jag* représentant 45,3 % du capital social et 62,19 % des droits de vote théoriques et auprès (ii) de certains actionnaires minoritaires représentant 19,0 % du capital social et 13,07 % des droits de vote

¹¹ Sur la base d'un capital social au 31 mai 2023 de 4 412 286 actions représentant 4 429 068 droits de vote théoriques, étant précisé que *Novo Nordisk* ne bénéficiera pas des droits de vote double actuellement attachés aux actions détenues par *Bio Jag* lors de la réalisation de l'acquisition des Blocs de Contrôle



théoriques. La conclusion de l'accord définitif de cette acquisition est intervenue le 16 juin 2023 et sa réalisation le 4 août 2023.

Par ailleurs, l'Initiateur et la Société ont conclu un accord de soutien à l'Offre (le « **Tender Offer Agreement** »), approuvé le 4 juin 2023 par le Conseil d'administration de la Société.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Biocorp*, *Novo Nordisk* va déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Obligatoire Simplifiée sur le solde du capital de la Société au prix de 35,00 € par action.

Novo Nordisk a en outre indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires de *Biocorp* ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de *Biocorp*.

3.1.3. Effets attendus du rapprochement avec Novo Nordisk

L'Initiateur est une filiale à 100% de la société *Novo Nordisk*, groupe issu de la fusion en 1989 de deux sociétés pharmaceutiques danoises, *Novo Industri* et *Nordisk Gentofte*. Le groupe est spécialisé dans les traitements contre le diabète, mais aussi dans l'hémostase, l'hormone de croissance, les traitements hormonaux et l'obésité.

L'acquisition de *Biocorp* s'inscrit dans la continuité du partenariat développé entre *Novo Nordisk* et *Biocorp* depuis 2021. Les deux entreprises collaborent au développement et à la commercialisation d'une version spécifique du dispositif *Mallya* pour le stylo *FlexTouch* de *Novo Nordisk* utilisé par les diabétiques. En 2022 et 2023, cet engagement a été étendu à d'autres domaines thérapeutiques. Nous comprenons que l'Initiateur souhaite aujourd'hui poursuivre les orientations stratégiques mises en place par la Société et accompagner son développement.

L'Opération devrait faciliter le développement de *Biocorp* qui bénéficiera de la structure et des investissements de l'Initiateur. De son côté, *Novo Nordisk*, qui dispose de capacités à plus grande échelle dans l'industrialisation et la fabrication de dispositifs d'injection innovants pour l'insuline principalement, cherche à accélérer le développement de nouveaux dispositifs connectés.

3.2. Caractéristiques de l'Offre et objectif du présent rapport d'expertise

L'analyse de l'Offre fait apparaître deux caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) obligatoire, qui intervient à la suite de l'acquisition des Blocs par l'Initiateur et (ii) qui est susceptible, sous certaines conditions, de déboucher sur

l'expropriation des actionnaires minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'Offre.

Premièrement, l'Offre est une offre « obligatoire » en ce sens qu'elle est lancée, conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition d'un bloc de titres représentant plus de 50% du capital de la société cible. Si le lancement de l'Offre est obligatoire pour l'Initiateur, les actionnaires de la Société non impliqués dans l'acquisition des Blocs et visés par l'Offre n'en restent pas moins libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs actions.

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

La désignation d'un expert indépendant est dès lors requise par la réglementation boursière pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, comme nous l'avons rappelé, l'Initiateur a conclu avec l'actionnaire contrôlant *Bio Jag* un contrat de cession d'actions en date du 16 juin 2023. L'Initiateur a également conclu des contrats de cession distincts avec plusieurs actionnaires minoritaires, aux termes desquels ces derniers se sont engagés à céder les actions de la Société qu'ils détenaient. En vertu de ces accords, l'Initiateur a acquis des blocs représentant 64,34 % du capital de la Société. Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise. Il y a lieu d'examiner les conditions financières des différents accords conclus préalablement à l'Offre et de s'interroger sur l'impact éventuel de ces accords sur l'équité des conditions financières de l'Offre (article 261-1, alinéas I - 2°, 4°).

Ensuite, dès lors que le retrait obligatoire des actions visées est envisagé par l'Initiateur de l'Offre, la société cible doit obligatoirement désigner un expert indépendant (Règlement général de l'AMF, article 261-1, alinéa II).

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

Enfin, à travers l'évaluation indépendante des actions de la Société, le présent rapport vise également à éclairer les administrateurs indépendants de la Société

sur l'intérêt que présente l'Offre d'un point de vue financier pour les Actionnaires Minoritaires.

3.3. Modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre

3.3.1. Caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus avec les dirigeants et actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération

L'Initiateur a conclu un certain nombre de contrats avec l'actionnaire contrôlant et les Autres Vendeurs :

- une promesse unilatérale d'achat avec *Bio Jag* conclu le 4 juin 2023,
- des contrats de cession distincts avec les Autres Vendeurs,
- un accord de soutien à l'Offre entre l'Initiateur et la Société, approuvé le 4 juin 2023 par le Conseil d'administration de *Biocorp*,
- l'exercice de la promesse d'achat susvisée par *Bio Jag* en date du 13 juin 2023,
- un contrat de cession d'actions signé entre *Bio Jag* et *Novo Nordisk* en date du 16 juin 2023.

Nous avons obtenu et pris connaissance des contrats conclus entre l'Initiateur et *Bio Jag* et les Autres Vendeurs. Ces contrats ne mentionnent aucun complément de prix ni aucune autre modalité susceptible d'avoir une incidence sur les conditions financières de l'Offre.

Nous avons également pris connaissance du *Tender Offer Agreement*, conclu le 16 juin 2023. Ce contrat a pour objet d'encadrer la coopération entre la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. Ce contrat prévoit notamment un engagement de mener les activités de la Société dans le cours normal des affaires jusqu'à l'issue de l'Offre. Nous n'avons identifié aucune autre modalité susceptible d'avoir une incidence sur les conditions financières de l'Offre.

Enfin, il convient de préciser que la Société a émis des obligations convertibles à hauteur de 2,5 m€ intégralement souscrites par *Vatel Capital*, l'un des Autres Vendeurs. Ces obligations convertibles ayant été intégralement remboursées dans le cadre de la réalisation de l'Opération, elles ne sont pas susceptibles d'avoir eu une incidence sur les conditions financières de l'Offre.

Sur cette base, nous pouvons d'ores et déjà conclure au caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus avec les dirigeants et actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération.

3.3.2. Caractère équitable du Prix d'Offre dans le seul cadre de la présente Offre

Comme indiqué précédemment, l'Offre fait suite à l'acquisition des Blocs par l'Initiateur représentant 64,4 % du capital et 64,09 %¹² des droits de vote au prix de 35,00 € par action.

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

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

Sur cette base, nous pouvons d'ores et déjà conclure que, dans le seul cadre de la présente Offre, le Prix d'Offre de 35,00 € par action est équitable pour les Actionnaires Minoritaires, puisqu'il est égal au prix unitaire reçu par les vendeurs pour la cession de leurs actions *Biocorp*.

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

Conformément à la réglementation boursière, dans l'hypothèse où les actionnaires de *Biocorp* n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de *Biocorp*, l'Initiateur à l'intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs titulaires sur la base du Prix d'Offre.

Dans ce cas, le Prix d'Offre est donc aussi un prix d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes :

- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels

¹² Sur la base d'un capital de la Société comprenant 4 412 286 actions représentant 4 429 068 droits de vote théoriques au 31 juillet 2023



et conduite par le Management en place (la « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).

- (ii) Le Prix d'Offre doit également intégrer la valeur du contrôle de la Société, ce qui signifie que ce prix intègre non seulement une prime de contrôle (appréhendée à travers la quote-part des synergies octroyée par l'acquéreur aux actionnaires de la société cible répondant favorablement à l'offre), mais également le supplément de valeur susceptible de résulter de la réalisation de scénarios alternatifs non envisagés dans le contexte de l'Offre (notamment cession ultérieure du contrôle de la Société à d'autres acteurs du secteur).

S'agissant de la première considération et de la prime de contrôle mentionnée dans la deuxième considération, la vérification est compliquée par le fait que la Valeur Intrinsèque de la Société ne peut être déterminée de façon fiable. En effet, comme expliqué précédemment, le scénario décrit par le Plan d'Affaires intègre d'ores et déjà les effets attendus de l'adossement de *Biocorp* à un acteur d'envergure. Construire un scénario *standalone* serait à la fois un exercice extrêmement théorique et difficile à réaliser.

Cependant, le caractère professionnel et concurrentiel du Process de Cession qui a conduit à la détermination du Prix d'Offre permet de conclure qu'il existe une forte présomption que le Prix d'Offre est équitable dans la mesure où ce prix intègre sans nul doute la Valeur Intrinsèque de la Société et très probablement une prime de contrôle. Il est par ailleurs très peu probable que *Novo Nordisk* cède ultérieurement le contrôle de la Société, à un acteur mieux-disant, compte tenu du caractère crucial de cette acquisition pour son activité.

Cette présomption pourra néanmoins être confortée par un travail d'évaluation formel visant à déterminer la valeur des titres de la Société dans un scénario d'adossement théorique où l'acquéreur s'inscrivant dans la stratégie dessinée par le Management dans le Plan d'Affaires (pour rappel la « **Valeur Adossée** »).

La Valeur Adossée de la Société ainsi obtenue sera nécessairement supérieure à la Valeur Intrinsèque et il conviendra d'en tenir compte pour apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre au regard des deux considérations mentionnées ci-dessus.

4. Estimation de la Valeur Adossée des actions *Biocorp*

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Biocorp*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation *AMF* 2066-15 relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

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

4.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est pas considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur Adossée de la Société, notamment parce qu'il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité de la Société.

A titre informatif, au 31 décembre 2022, l'actif net comptable consolidé part du groupe de la Société s'établit à 2,46 m€, soit 0,56 € par action¹³.

4.1.2. Cours de bourse

Le cours de bourse est une référence pertinente pour estimer la valeur des actions d'une société cotée sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Comme indiqué en section 2.2, les conditions d'une bonne efficience du marché des actions *Biocorp* ne nous semblent pas totalement réunies. La Société est suivie par un nombre limité d'analystes (deux), les volumes échangés sont faibles et la volatilité est élevée : la rotation du flottant est de 0,4x sur les 12 derniers mois précédents l'annonce de l'Offre, représentant un volume d'échange de 25 m€.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne constitue pas une référence suffisamment pertinente pour estimer la Valeur Adossée des actions de la Société.

A titre informatif, le Prix d'Offre ferait ressortir des primes respectives de 33,6%, 43,0%, 53,4% et 64,3% par rapport au cours de bourse moyen pondéré par les

¹³ Sur la base d'un nombre total d'actions de 4 412 286.



volumes (VWAP) sur un mois, trois mois, six mois et douze mois précédant l'annonce de l'Opération.

Figure 8 | Primes extériorisées par le Prix d'Offre

	Cours de bourse moyen pondéré (en €)	Pirme induite par le Prix d'Offre
Cours spot au 02/06/2023	29,30	19,5%
Dernier mois	26,20	33,6%
3 derniers mois	24,47	43,0%
90 dernières séances*	24,10	45,2%
6 derniers mois	22,82	53,4%
12 derniers mois	21,31	64,3%
Minimum 1 an (spot)	13,60	157,4%
Maximum 1 an (spot)	31,70	10,4%

Source : *CapitalIQ* au 2 juin 2023,

* Moyenne du cours de clôture pondéré par les volumes selon la méthodologie utilisée dans la communication financière de l'Initiateur

4.1.3. Prix cible des analystes financiers

Le titre *Biocorp* est suivi par deux sociétés de bourse : *Portzamparc* et *Gilbert Dupont*. A noter que *Gilbert Dupont* assure la liquidité du titre en qualité de *liquidity provider*.

La **Figure 9** présente les prix cibles communiqués par les analystes de ces deux sociétés dans leurs dernières notes publiées avant l'annonce de l'Opération.

Figure 9 | Prix cibles et recommandations avant annonce de l'Opération

Date	Analystes	Recommandations	Objectifs de cours	Cours de référence	Potentiel de hausse	Prime induite par le prix d'Offre
29/03/2023	Gilbert Dupont	Acheter	33,00 €	23,10 €	42,86%	6,1 %
07/12/2022	Gilbert Dupont	Acheter	35,50 €	15,45 €	129,77%	(1,4)%
21/06/2022	Gilbert Dupont	Acheter	39,50 €	27,50 €	43,64%	(11,4)%
29/03/2023	Portzamparc	Acheter	36,80 €	23,10 €	59,31%	(4,9)%
20/03/2023	Portzamparc	Acheter	38,00 €	21,70 €	75,12%	(7,9)%
23/01/2023	Portzamparc	Acheter	38,00 €	22,10 €	71,95%	(7,9)%
07/12/2022	Portzamparc	Acheter	41,20 €	15,45 €	166,67%	(15,0)%
29/09/2022	Portzamparc	Acheter	41,20 €	16,30 €	152,76%	(15,0)%
10/06/2022	Portzamparc	Acheter	43,80 €	31,80 €	37,74%	(20,1)%

Sources : *Gilbert Dupont*, *Portzamparc*

L'analyse comparée du cours de bourse de la société *Biocorp* et des prix cibles des analystes financiers avant Opération montre que ces derniers se



positionnent à l'achat sur le titre *Biocorp* en affichant des prix cibles supérieurs aux cours de bourse.

Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de +6,1% par rapport au dernier objectif de cours publié avant l'annonce de l'Opération de l'Offre (29 mars 2023) par *Gilbert Dupont* et une décote de -4,9% par rapport à celui publié par *Portzamparc* à la même date.

Nous notons cependant que, sur les douze derniers mois, les deux sociétés de bourse ont régulièrement révisé à la baisse leurs objectifs de cours, motivées principalement par (i) le retard du lancement de la commercialisation de *Mallya* lié à la pénurie de composants et (ii) les coûts plus importants qu'anticipés, notamment ceux relatifs aux aspects réglementaires (coûts de démarrage pour le lancement de *Mallya* sur de nouveaux marchés).

Par ailleurs, l'analyse des prévisions à moyen terme et les taux d'actualisation (modérés) retenus par les analystes indiquent que les prix cibles intègrent sans doute l'effet positif d'un adossement de la Société à un acteur d'envergure. En ce sens, les prix cibles fournissent donc des estimations de la Valeur Adossée.

Si ces prix cibles constituent des références de valeur qui ne peuvent être ignorées, nous en relativisons la pertinence en raison du nombre limité d'analystes suivant la valeur.

4.1.4. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas eu connaissance de transaction significative intervenue sur le capital de la Société au cours des douze derniers mois, autre que l'Opération envisagée.

Le prix d'Offre de 35,00 € par action *Biocorp* est identique au prix payé par l'Initiateur pour l'acquisition des Blocs.

De plus, en sa qualité de fondateur et président de la Société ayant une connaissance approfondie du secteur, Jacques Gardette se trouvait en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par *Novo Nordisk*.

Nous considérons donc que l'acquisition des Blocs intervenue au terme d'un processus compétitif, en vue d'un adossement de la Société, constitue une référence d'évaluation pertinente de la Valeur Adossée.

4.2. Mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

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 Adossée, 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 et passifs hors exploitation courants, et enfin (iii) par le solde entre ces 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'actifs et passifs hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent dans la pratique trop délicates à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités de *Biocorp* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir (i) la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), (ii) la méthode des comparaisons boursières et (iii) la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (section 4.4 et 4.5), les deux dernières méthodes, qui relèvent de l'approche analogique de l'évaluation, ne permettent pas d'obtenir des résultats suffisamment pertinents pour l'estimation de la Valeur Adossée.

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires élaboré par le Management et ses conseils. Ce Plan d'Affaires couvre la période 2023-2028 et présente un niveau de détail par type d'aire thérapeutique couverte (diabète, fertilité, hormone de croissance et autres).

Avant d'exposer les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Adossée de l'action de *Biocorp*, à savoir les modalités d'estimation de

l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 4.2.2) et la détermination du nombre d'actions de la Société (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

4.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la date d'évaluation

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 de *Biocorp* disponible à la date des présentes, à savoir le 31 décembre 2022.

Par commodité, la date d'évaluation retenue pour l'actualisation des flux dans le cadre de la méthode DCF est le 30 juin 2023.

4.2.2.1. Dette financière nette estimée au 30 juin 2023 avant application de la norme IFRS 16

La dette financière brute de *Biocorp* au 31 décembre 2022 s'élève à 3,1 m€. Elle est constituée (i) d'un emprunt obligataire souscrit auprès de *Vatel* pour un montant de 2,5 m€ (qui a été intégralement remboursé par la Société à la Réalisation de l'Opération), (ii) d'emprunts bancaires pour 2,7 m€, (iii) d'avances conditionnées pour 0,6 m€.

Après déduction de la trésorerie et équivalents de trésorerie de 2,7 m€, la dette financière nette au 31 décembre 2022 s'établit à 3,1 m€.

Nous avons estimé par ailleurs à 3,1 m€ la consommation de trésorerie nette au premier semestre 2023.

Sur cette base, nous estimons l'endettement financier net de la Société à 6,2 m€ au 30 juin 2023.

4.2.2.2. Économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables

La Société a enregistré des pertes au cours des années précédentes, le stock de déficits fiscaux reportables s'établissant à 19,8 m€ (y compris le stock non activé) au 31 décembre 2022.

Pour estimer les économies fiscales afférentes à ces déficits (intégrant une estimation de la perte nette du 1^{er} semestre 2023), nous avons simulé l'utilisation de ces déficits en considérant les résultats imposables futurs de la Société, sans limitation dans le temps et sur la base du taux d'impôt prévalent en France. La valeur actuelle de ces économies fiscales a ensuite été estimée en utilisant le même taux d'actualisation que celui retenu pour actualiser les *free cash flows* en vue de l'estimation de la valeur d'entreprise (section 4.3.3).

4.2.2.3. Provisions

La Société n'a comptabilisé aucune provision pour risques et charges au 30 juin 2023.

En revanche, *Biocorp* enregistre 0,5 m€ d'engagement hors bilan au titre des indemnités de fin de carrière.

Ces provisions sont intégrées nettes des impôts différés actifs associés, en considérant un taux d'impôt sur les sociétés françaises de 25,8%, pour un montant de 0,3 m€.

4.2.2.4. Autres actifs financiers

La Société dispose d'une réserve de liquidités relatives au contrat de liquidité du titre *Biocorp* comptabilisée séparément des actifs de trésorerie mentionné au paragraphe 4.2.2.1.

Le montant de ces liquidités a été estimé à 0,2 m€ au 30 juin 2023 et intègre une estimation du produit de cession d'actions auto détenues sur le premier semestre 2023.

4.2.2.5. Synthèse

La **Figure 10** présente une synthèse des éléments retenus pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Figure 10 | Endettement financier net/(Trésorerie nette) et autres passifs/(actifs) hors exploitation au 30 juin 2023

en m€	Scénario	Scénario
	Bas	Haut
Dette financière nette estimée au 31 décembre 2022	3,1	3,1
Variation de trésorerie nette estimée au S1 2023	(3,1)	(3,1)
Dette financière nette estimée au 30 juin 2023	6,2	6,2
Autres actifs financiers	(0,2)	(0,2)
Valeur actualisée des déficits fiscaux reportable	(4,9)	(5,0)
Provisions pour indemnité de fin de carrière (après IS)	0,3	0,3
Endettement financier net/(Trésorerie nette) et autres passifs/(actifs) hors exploitation au 30 juin 2023	1,4	1,3

Sources : Management, analyse Accuracy

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

A la date de l'Opération, le capital de *Biocorp* est composé de 4 412 286 actions, dont 9 724 actions autodétenues dans le cadre du contrat de liquidité. Il n'existe



aucun autre instrument donnant accès au capital ni aucune action détenue en propre par la Société.

Au 30 juin 2023, le nombre d'actions retenu dans le calcul de la valeur de l'action s'établit donc à 4 402 562.

4.3. Estimation de la Valeur Adossée via la méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par le Plan d'Affaires

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2023-2028 s'est appuyée sur les données du Plan d'Affaires.

Le Management nous a confirmé que le Plan d'Affaires, conçu dans le contexte du projet de cession, représente un scénario ambitieux de développement supposant l'adossement de la Société à un acteur majeur du secteur.

Le Plan d'Affaires reflète le scénario où *Biocorp* deviendrait progressivement le leader du marché des stylos injecteurs jetables connectés en captant près des deux tiers du marché adressable à partir de 2026, ce qui suppose que *Biocorp* devienne le principal fournisseur des trois plus grands acteurs du marché de l'insuline.

Les deux principaux déterminants du Plan d'Affaires sont selon nous :

- le Taux de Connectivité Diabète qui a été estimé par la Société à l'aide des partenaires pharmaceutiques de *Biocorp*,
- la Part de Marché Diabète.

Compte tenu des incertitudes qui pèsent actuellement sur la réussite du Plan d'Affaires, même dans un scénario adossé, nous avons modélisé deux scénarios de développement (ces deux scénarios ayant des incidences sur la période du Plan d'Affaires, la période d'extrapolation et le flux normatif détaillé ci-après).

Dans les deux trajectoires modélisées, nous considérons un abattement de la Part de Marché Diabète. Dans le premier scénario (ci-après le « **Scénario Haut** »), nous maintenons la Part de Marché Diabète atteinte en 2025 sur le reste du Plan d'Affaires, tandis que dans le second scénario (ci-après le « **Scénario Bas** »), nous conservons la Part de Marché Diabète atteinte en 2024.

Du fait de l'effet combiné d'une moindre Part de Marché Diabète et du maintien de la structure de coût présenté dans le Plan d'Affaires (composée d'une portion variable et fixe), les marges d'EBITDA obtenues dans les deux scénarios s'établissent très légèrement en dessous de celles du Plan d'Affaires. Dans les

Scénario Haut et Bas, la marge d'EBITDA atteint respectivement 20,9% et 20,8% en 2028 contre 21,2% dans le Plan d'Affaires.

Ces niveaux de marge opérationnelle apparaissent raisonnables au regard de celles des sociétés du secteur. Selon nous, ils reflètent la réalisation d'économies d'échelle à travers la montée en puissance de la production, mais surtout une érosion de la rentabilité sous l'effet conjugué (i) d'un contexte de concurrence accrue pouvant tirer les prix et/ou les volumes à la baisse), (ii) d'une tension croissante sur les recrutements et les niveaux de salaires afin de soutenir la croissance et (iii) d'une augmentation significative de la taille de la Société liée à la croissance du marché et à l'expansion géographique des activités conduisant très probablement à des coûts de structure additionnels.

Les autres composantes des flux de trésorerie prévisionnels ont été estimées par la Société de la façon suivante et n'ont pas été modifiées dans l'élaboration des deux scénarios :

- Le BFR s'établit à 12,3 % du chiffre d'affaires en 2022 et la variation de BFR a été fixée à 15,0 % de la variation du chiffre d'affaires, ainsi le BFR tend vers 14,7% du chiffre d'affaires en 2028.
- Les investissements sont identiques à ceux du Plan d'Affaires dans les deux scénarios et représentent 4,4 % du chiffre d'affaires ; ce niveau d'investissement reflète la réalisation d'investissements capacitaires pour soutenir la croissance (extension d'une partie de l'usine basée à Issoire).
- Le taux d'imposition est maintenu à 25,8 % sur toute la période.

Période d'extrapolation (2029-2034)

Au-delà de l'horizon du Plan d'Affaires, nous avons considéré une période d'extrapolation de six ans, portant ainsi la période de prévisions explicites à douze ans. Le choix de la durée de cette période d'extrapolation se justifie par l'existence d'un potentiel de croissance significatif au-delà des années couvertes par le Plan d'Affaires.

Dans le Scénario Haut, nous tenons ainsi compte d'une augmentation linéaire du Taux de Connectivité Diabète jusqu'en 2034.

Dans le Scénario Bas, le Taux de Connectivité Diabète attendu en fin de Plan d'Affaires reste stable sur la période d'extrapolation.

Les autres hypothèses sur la période d'extrapolation dans les deux scénarios peuvent être résumées ainsi :

- Part de Marché Diabète : maintien du niveau retenu en 2028,



-
- Marge d'EBITDA : maintien du niveau atteint à l'horizon du Plan d'Affaires (soit respectivement 20,9% en scénario Haut et 20,8% en scénario Bas), très proche du niveau estimé par le Management (21,2%),
 - Investissements : prise en compte des investissements nécessaires au renouvellement de l'outil industriel et pour répondre à la hausse des volumes de vente,
 - Besoin en fonds de roulement (BFR) : BFR maintenu à 15% du chiffre d'affaires, sur la base des hypothèses du Management.

Les autres hypothèses retenues pour la période d'extrapolation sont en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires.

4.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2035) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Comme discuté plus haut, le Plan d'Affaires fait ressortir une marge d'EBITDA en 2028 qui nous semble pérenne à long terme. Dès lors, nous avons considéré dans les deux scénarios un taux de marge d'EBITDA normatif de 21,2 %.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 2,25%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la Zone Euro et en cohérence avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (section 4.3.3).

Le reste des hypothèses retenues pour la détermination du flux de trésorerie normatif est en ligne avec les hypothèses du Plan d'Affaires et de la période d'extrapolation.

4.3.3. 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 :

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

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 servis par les 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 dans les 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, suivie par la BCE, 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.



Si une telle situation peut s'envisager à court/moyen terme, elle n'est pas acceptable sur le 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 un tel 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, depuis 2012, de recourir à une approche normative de détermination du taux sans risque nominal, dérivée de l'équation de Fisher :

Taux sans risque (nominal) = taux d'intérêt réel + inflation attendue à long terme

Le début de l'année 2022 marque cependant un point d'inflexion majeur des politiques monétaires des banques centrales. En effet, la reprise économique au sortir de la crise sanitaire ainsi que le conflit Ukrainien ont provoqué le retour d'une inflation plus élevée et moins transitoire que prévue. Afin d'endiguer le risque de développement d'une spirale « prix-salaires » dans un contexte de tensions sur le marché du travail, les banques centrales ont entamé en 2022 un cycle de resserrement monétaire de forte ampleur, marquant la fin des politiques expansionnistes observées depuis la crise financière de 2007-2009. Conséquence du resserrement monétaire engagé, les taux de rendement actuariels des obligations d'Etat se sont fortement appréciés depuis le début de l'année 2022, opérant un retour vers la moyenne après près d'une décennie de taux d'intérêt anormalement bas.

Dans un contexte de forte variabilité des taux d'intérêt et constatant que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année 2022, les taux réels servis par les obligations d'Etat à 10 ans de la zone euro demeurent proches de zéro, nous maintenons notre préconisation de recourir à une approche normative.

L'approche normative préconisée consiste ainsi à estimer, d'une part, le taux d'intérêt réel et, d'autre part, un taux d'inflation attendu à long terme cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel.

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 1900-2022 par *Dimson, Marsh et Staunton*¹⁴ au Canada (1,5 %), en Grande-Bretagne (1,1 %) et aux États-Unis (0,5 %). Ces quelques références excluent volontairement les pays européens (Allemagne, France et Italie notamment) où le taux de rentabilité moyen est négatif, l'évolution du taux d'inflation sur la période considérée ayant parfois réservé de bien mauvaises surprises aux épargnants.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la zone euro, le taux d'inflation observé depuis la création de la zone Euro n'a qu'en de très rares exceptions

¹⁴ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2023), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.



dépassé l'objectif de 2,0%¹⁵ fixé par la BCE. Ce niveau d'inflation limité s'expliquait essentiellement par (i) une mondialisation croissante des échanges et le rôle toujours plus important joué par la Chine dans la production de biens consommés en Europe, (ii) un marché du travail relativement sage dans un contexte de croissance économique modérée et de gains de productivité.

Nous considérons cependant que ces facteurs pourraient être remis en cause et que l'inflation anticipée à moyen long terme pourrait être plus élevée que par le passé. En effet, la mondialisation pourrait connaître une phase de reflux, sous l'effet d'un phénomène de relocalisation de la production, dicté par des considérations de souveraineté économique et/ou géopolitique ou encore des impératifs environnementaux. De plus, les évolutions démographiques et sociétales pourraient introduire un nouveau rapport de force sur le marché du travail se traduisant par une plus forte progression des salaires qu'auparavant. Pour ces deux raisons, nous considérons que l'objectif de 2,0%¹⁶ fixé par la BCE est désormais conservateur et retenons un taux d'inflation légèrement plus élevé à 2,25%.

Ce niveau est en ligne avec le taux d'inflation prévu par la BCE pour l'année 2024¹⁷ et reste dans le bas de fourchette des références actuellement disponibles pour la zone Euro :

- swap d'inflation 5 ans dans 5 ans : 2,5% à fin Juin 2023,
- point mort d'inflation : 2,9%¹⁸ en France et 2,4%¹⁹ en Allemagne à fin juin 2023,
- prévision d'inflation établie par la BCE : 3,0% en 2024 et 2,2% en 2025²⁰,
- prévision d'inflation à moyen terme tirée de l'enquête des prévisionnistes professionnels conduite par la BCE de 2,2%²¹,
- consensus d'inflation Bloomberg pour la zone Euro de 2,2% en 2025²²,

Sur ces bases, notre estimation du taux d'inflation à long terme pour la zone euro s'élève à 2,25%.

Au total, le taux d'intérêt sans risque (R_F) retenu dans le cadre de cette approche normative s'établit à 3,25 % (soit : 1,0 % + 2,25 %).

¹⁵ Particulièrement sur la base du taux d'inflation dit « noyau dur » ou « core », qui exclut les fluctuations liées à l'énergie, l'alimentation et le tabac, jugé par la BCE comme plus représentatif de l'évolution structurelle des prix.

¹⁶ BCE, Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE, 8 juillet 2021

¹⁷ BCE, Prévisions économiques trimestrielles, juin 2022.

¹⁸ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

¹⁹ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

²⁰ Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro, juin 2023.

²¹ BCE, *Survey of professional forecasters*, juin 2023.

²² Bloomberg au 30 juin 2023.



Prime de risque de marché anticipée (PRM)

S'agissant de la prime de risque de marché (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 2022 du *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook*", *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 122 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 l'estimation obtenue dans 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 de marché retenue 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.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 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% 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 à l'aide de la formule de Harris et Pringle qui reflète une vision prudente des effets bénéfiques de la dette.

Les indices de référence utilisés sont les indices *S&P 500 USA* pour les sociétés américaines, *STOXX Europe 600* pour les sociétés européennes et *UBS 100 Index* pour la société Suisse.

Dans le cas présent, l'échantillon de sociétés cotées considéré est le même que celui retenu en section 4.4.2, auquel nous retirons les sociétés *Abbott Laboratoires*, *Medtronic*, *Gerresheimer*, *West Pharmaceutical* et *Becton Dickinson*, ces cinq multinationales ayant un degré de diversification, tant en termes d'activités que de produits et de marques, largement supérieur à celui de *Biocorp* et au reste de l'échantillon.



La **Figure 11** présente les coefficients bêta obtenus pour l'échantillon de sociétés ainsi retenues.

Figure 11 | Echantillon de sociétés comparables – Calcul des coefficients bêta

Société	Pays	Cap. boursière (m€)	Flottant (%)	Indice de référence	Equity Betas				R ² des equity betas				Betas désendettés			
					2A	3A	4A	5A	2A	3A	4A	5A	2A	3A	4A	5A
DexCom	United States	45 631	99 %	S&P 500	1,3	1,4	1,1	1,2	24 %	26 %	16 %	17 %	1,3	1,4	1,1	1,2
Insulet Corporation	United States	18 408	100 %	S&P 500	1,1	1,1	0,9	0,8	21 %	22 %	24 %	16 %	1,0	1,1	0,9	0,8
Ypsomed	Switzerland	3 772	26 %	Ubs 100 Index	0,9	1,0	1,1	1,1	20 %	22 %	22 %	22 %	0,9	0,9	1,0	1,0
Tandem Diabetes	United States	1 453	99 %	S&P 500	1,4	1,3	0,9	0,9	18 %	18 %	11 %	8 %	1,4	1,3	n.a.	n.a.
Senseonics	United States	335	88 %	S&P 500	1,7	1,6	0,8	0,9	15 %	5 %	1 %	2 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Moyenne de l'échantillon					1,3	1,3	0,9	1,0	20 %	18 %	15 %	13 %	1,2	1,2	1,0	1,0
Médiane de l'échantillon					1,3	1,3	0,9	0,9	20 %	22 %	16 %	16 %	1,2	1,2	1,0	1,0

Source : CapitalIQ au 30 juin 2022

Note : n.a. correspond aux coefficients bêta dont le R² est inférieur à 15%

La moyenne des coefficients bêta observés sur une période d'estimation longue (5 ans) au 2 juin 2023 s'élève à 1,0 (fourchette comprise entre 0,8 et 1,2).

Ce niveau de risque ne reflète pas le risque de la Société aujourd'hui.

A long terme, le modèle d'affaires de la Société présentera un niveau de risque systématique relativement limité, en raison notamment du caractère récurrent des dépenses de traitement de maladies chroniques (bien que celles-ci puissent être sensibles à la conjoncture économique dans certains marchés-clés comme les Etats-Unis).

A court terme, le niveau de risque systématique de la Société est en revanche très élevé, en raison notamment de sa taille et du poids anormalement haut des frais fixes qui en résulte.

Pour toutes ces raisons, nous avons retenu un coefficient bêta de 1,2 qui correspond au haut de fourchette de notre échantillon et intègre une moyenne pondérée des niveaux de risque à court et moyen/long terme estimés plus haut de manière qualitative.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 9,85 %, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times P_M] = 3,25 \% + [1,2 \times 5,5 \%] = 9,85 \%$$



4.3.4. Résultats de la méthode

La **Figure 12** présente le calcul de la valeur des capitaux propres de *Biocorp* et l'estimation de la Valeur Adossée qui en résulte.

Figure 12 | Valeur Adossée des capitaux propres de *Biocorp*

en m€	Scénario Bas	Scénario Haut
Valeur des flux actualisés	55,9	68,2
Valeur terminale actualisée	63,4	89,3
Valeur d'entreprise	119,3	157,5
(Endettement financier net)/Trésorerie nette et autres (passifs)/actifs hors exploitation au 30 juin 2023	(1,4)	(1,3)
Valeur des fonds propres	117,9	156,1
Nombre d'actions	4 402 562	4 402 562
Valeur Adossée par action	26,78	35,46
<i>Prime induit par le prix d'Offre</i>	<i>30,7 %</i>	<i>(1,3)%</i>

Source : Accuracy

La méthode DCF fait ressortir une Valeur Adossée des capitaux propres de *Biocorp* au 30 juin 2023, comprise entre 119,3 m€ et 157,5 m€, soit entre 26,78 € et 35,46 € par action.

Sur cette base, le Prix d'Offre de 35,00 € proposé par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires extériorise une prime comprise entre +29,2 % et -1,8% par rapport à l'estimation de la Valeur Adossée par la méthode DCF.

A titre informatif, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur deux paramètres à même d'impacter les résultats de l'évaluation dans le cas présent, à savoir : (i) le taux de marge d'EBITDA normatif et (ii) le taux d'actualisation.



Figure 13 | Analyse de sensibilité

Scénario Bas		Valeur par action				
		Marge d'EBITDA normative				
		18,8 %	19,8 %	20,8 %	21,8 %	22,8 %
Coût du capital	8,85 %	28,49 €	29,99 €	31,50 €	33,00 €	34,50 €
	9,35 %	26,24 €	27,60 €	28,97 €	30,33 €	31,70 €
	9,85 %	24,28 €	25,53 €	26,78 €	28,02 €	29,27 €
	10,35 %	22,57 €	23,71 €	24,86 €	26,00 €	27,15 €
	10,85 %	21,06 €	22,11 €	23,17 €	24,22 €	25,27 €

Scénario Haut		Valeur par action				
		Marge d'EBITDA normative				
		18,9 %	19,9 %	20,9 %	21,9 %	22,9 %
Coût du capital	8,85 %	37,98 €	39,98 €	41,99 €	43,99 €	46,00 €
	9,35 %	34,85 €	36,67 €	38,49 €	40,31 €	42,13 €
	9,85 %	32,14 €	33,80 €	35,46 €	37,12 €	38,78 €
	10,35 %	29,78 €	31,30 €	32,82 €	34,34 €	35,86 €
	10,85 %	27,70 €	29,10 €	30,50 €	31,90 €	33,29 €

Source : Accuracy

Pour rappel, nous utilisons un taux de croissance perpétuelle de 2,25% par an, en ligne avec l'hypothèse de taux d'inflation long terme retenue dans les composantes du taux d'actualisation. Pour le calcul de la valeur terminale, nous ne considérons donc pas de croissance du flux de trésorerie en termes réels.

A titre informatif, nous avons également estimé l'impact d'une modification du taux de croissance perpétuelle sur les résultats obtenus en Scénario Haut et Scénario Bas. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 1,75%, la valeur unitaire des actions de *Biocorp* s'établirait à 25,94 € en Scénario Bas et 34,27 € en Scénario Haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,75%, la valeur unitaire des actions de *Biocorp* s'établirait à 27,73 € en Scénario Bas et 36,82 € en Scénario Haut.

L'analyse de la sensibilité de notre estimation de la Valeur Adossée au taux de croissance perpétuelle est présentée en Annexe 4.

4.4. Estimation de la Valeur Adossée de la Société via la méthode des comparaisons boursières

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 (i) un profil de risque (donc un



portefeuille d'activité et une exposition géographique) et (ii) une croissance bénéficiaire comparables à ceux de la société évaluée, soit les deux paramètres qui conditionnent au premier chef le niveau des multiples d'EBITDA.

Dans le cas de *Biocorp*, la mise en œuvre de la méthode se heurte à deux difficultés majeures : (i) l'absence de société cotée développant le même type d'activité, et (ii) une différence marquée entre le profil de croissance de la Société, acteur de petite taille et à un point d'inflexion dans son développement, et le profil des autres sociétés cotées du secteur, dont la taille et le degré de maturité sont plus élevés.

4.4.1. Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER – *Price Earning Ratio*) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. Habituellement, de la même manière, nous écartons les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. Dans le cas présent, étant donné le caractère innovant de la Société et ses perspectives de croissance importantes, il nous apparaît nécessaire d'étudier les multiples de chiffre d'affaires des sociétés comparables. Par ailleurs, compte tenu de la faible intensité capitalistique du secteur, nous privilégions les multiples d'EBITDA aux multiples d'EBIT. En effet, les multiples d'EBIT peuvent être biaisés par les charges d'amortissement liées aux actifs incorporels reconnus dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition (ou PPA), charges plus ou moins importantes selon le recours à la croissance externe par les sociétés de l'échantillon.

L'EBITDA retenu correspond à l'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes) et après inclusion des charges relatives aux paiements en actions liées à la norme IFRS 2 (qui constituent une part non négligeable de la masse salariale des sociétés du secteur). Les agrégats du consensus pour les sociétés comparables ont, le cas échéant, été ajustés pour satisfaire cette définition.

4.4.2. Sélection de l'échantillon de sociétés comparables

Dans une première étape, nous avons cherché à identifier des sociétés ayant une activité proche de celle de *Biocorp*. Comme mentionné précédemment, il est très difficile d'identifier de telles sociétés, notamment en raison du positionnement de *Biocorp*, de sa taille, de son stade de développement et de la croissance attendue de son chiffre d'affaires.

Ainsi, nous nous sommes appuyés pour cette étape sur un échantillon de sociétés présentes dans le domaine de la fabrication et de la commercialisation de dispositifs médicaux et/ou d'administration/injection de médicament.



L'échantillon constitué de dix sociétés peut se scinder en deux catégories suivant les aires thérapeutiques couvertes :

- les sociétés qui fabriquent et commercialisent une grande diversité de dispositifs médicaux (ci-après les « **Sociétés Généralistes** »), comme des instruments de diagnostic, des systèmes d'injection et d'administration de médicaments ;
- les sociétés qui offrent des dispositifs destinés aux personnes diabétiques tel que des systèmes CGM, des stylos injecteurs et des pompes à insuline.

Une description de l'activité des sociétés sélectionnées figure en Annexe 3.

Nous n'avons pas retenu les grands groupes pharmaceutiques partenaires et/ou concurrents de la Société tels que (*Novo Nordisk*, *Sanofi* et *Eli Lilly*) en raison de leur taille, de leur degré de diversification en termes d'activités et de produits.



La **Figure 14** présente ci-après les marges d'EBITDA et les croissances de CA et d'EBITDA des sociétés de l'échantillon.

Figure 14 | Échantillon de sociétés comparables – Agrégats opérationnels

Société	Pays	Aire thérap.	Cap. Bours. (m€)	CA 2023E	Croissance CA (%)			Marges EBITDA (%)		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Abbott Laboratories	US	Généraliste	173 655	36 265	(9,3)%	4,5 %	6,9 %	24,9 %	25,4 %	26,3 %
Medtronic	IE	Généraliste	107 363	29 399	4,3 %	3,1 %	4,9 %	27,6 %	27,3 %	27,8 %
Becton, Dickinson	US	Généraliste	68 684	17 940	4,5 %	5,6 %	5,4 %	27,2 %	28,0 %	29,3 %
West Pharmaceutical	US	Généraliste	26 010	2 729	3,2 %	10,2 %	6,2 %	27,3 %	28,3 %	29,5 %
Gerresheimer	DE	Généraliste	3 561	2 027	11,6 %	9,6 %	10,0 %	20,6 %	21,7 %	22,8 %
DexCom	US	Diabete	45 631	3 206	20,3 %	20,4 %	18,0 %	25,3 %	27,4 %	29,5 %
Insulet Corporation	US	Diabete	18 408	1 445	20,8 %	18,9 %	18,2 %	15,7 %	17,3 %	18,2 %
Ypsomed Holding	CH	Diabete	3 772	547	8,6 %	16,6 %	16,9 %	31,4 %	35,9 %	38,6 %
Tandem Diabetes	US	Diabete	1 453	805	9,7 %	12,5 %	11,5 %	3,9 %	7,1 %	9,7 %
Senseonics	US	Diabete	335	21	37,9 %	94,0 %	19,6 %	n.a.	n.a.	n.a.
Moyenne de l'échantillon					11,2 %	19,5 %	11,8 %	22,7 %	24,3 %	25,7 %
Médiane de l'échantillon					9,2 %	11,4 %	10,8 %	25,3 %	27,3 %	27,8 %

Source : CapitalIQ au 30 juin 2023

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- Les sociétés généralistes présentent bien souvent une taille trop importante et couvrent des aires thérapeutiques très variées.
- Les sociétés présentent des profils de croissance de chiffre d'affaires très différents, justifiant ainsi la nécessité de procéder à la seconde étape de la sélection, consistant à ne retenir que des sociétés dont le profil de croissance est similaire à celui de *Biocorp*.

Dans cette seconde étape, nous avons donc sélectionné uniquement les sociétés présentant des profils de croissance bénéficiaire similaires à celui de *Biocorp*.

Au terme de cette seconde étape, il s'avère qu'aucune société ne peut être retenue dans le cadre de la méthode.



4.4.3. Mise en œuvre et résultats de la méthode

Dans la mesure où aucune société au sein de notre échantillon n'est raisonnablement comparable à *Biocorp* en termes d'activité ou de profil de croissance bénéficiaire sur les prochaines années, nous considérons que les conditions d'une mise en œuvre fiable de la méthode ne sont pas réunies. Aussi, nous ne présentons pas les résultats obtenus par la méthode des comparaisons boursières.

Nous présentons en **Figure 15**, à titre indicatif uniquement, les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA des sociétés de l'échantillon initial, calculés sur la base des éléments suivants :

- Au numérateur, pour le calcul de la valeur d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 30 juin 2023, (ii) dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16 (et normes équivalentes).
- Au dénominateur, pour le calcul du CA et de l'EBITDA : prévisions du CA et de l'EBITDA calendarisées sur la base du consensus des analystes financiers disponibles au 30 juin 2023 et ajustées de l'impact des normes IFRS 16 et IFRS 2.



Figure 15 | Échantillon de sociétés comparables – Multiples boursiers

Société	Pays	Aire thérap.	Cap. Bours. (m€)	Dette nette (m€)	VE (m€)	VE/CA (x)			VE/EBITDA (x)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Abbott Laboratories	US	Généraliste	173 655	6 636	180 292	5,0 x	4,8 x	4,5 x	20,0 x	18,7 x	16,9 x
Medtronic	IE	Généraliste	107 363	15 501	122 864	4,1 x	4,0 x	3,8 x	14,9 x	14,6 x	13,7 x
Becton, Dickinson	US	Généraliste	68 684	14 873	83 557	4,7 x	4,4 x	4,2 x	17,1 x	15,8 x	14,3 x
West Pharmaceutical	US	Généraliste	26 010	(633)	25 378	9,2 x	8,4 x	7,9 x	33,8 x	29,6 x	26,8 x
Gerresheimer	DE	Généraliste	3 561	1 309	4 870	2,3 x	2,1 x	1,9 x	11,3 x	9,8 x	8,5 x
DexCom	US	Diabete	45 631	(270)	45 361	14,1 x	11,7 x	9,9 x	55,5 x	42,6 x	33,6 x
Insulet Corporation	US	Diabete	18 408	682	19 090	13,2 x	11,1 x	9,4 x	84,0 x	64,4 x	51,7 x
Ypsomed Holding	CH	Diabete	3 772	132	3 904	7,1 x	6,1 x	5,2 x	22,7 x	17,1 x	13,6 x
Tandem Diabetes	US	Diabete	1 453	20	1 472	1,5 x	1,4 x	1,2 x	39,3 x	19,3 x	12,6 x
Senseonics	US	Diabete	335	(85)	250	11,8 x	6,1 x	5,1 x	n.a.	n.a.	n.a.
Moyenne de l'échantillon						7,3 x	6,0 x	5,3 x	33,2 x	25,8 x	21,3 x
Médiane de l'échantillon						6,1 x	5,4 x	4,8 x	22,7 x	18,7 x	14,3 x

Source : Capital IQ

Note* : Calcul de la capitalisation boursière au 30/06/2023. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 30/06/2023. Données prévisionnelles issues du consensus au 30/06/2023.

Note** : Multiples d'EBITDA calculés sur la base d'un EBITDA retraité des éléments relatifs à IFRS 16

4.5. Estimation de la Valeur Adossée via la méthode des transactions comparables

Les prix de transaction utilisés dans le cadre de la méthode des transactions comparables intègrent généralement une prime de contrôle par rapport à la Valeur Intrinsèque des sociétés acquises. Cette prime de contrôle est le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction et traduit, le cas échéant, un surplus lié à la détention du contrôle elle-même.

De ce fait, la méthode des transactions comparables semble adaptée au contexte spécifique de l'Offre, car elle permet en théorie de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre proposé par l'Initiateur dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, à savoir la Valeur Intrinsèque des actions de *Biocorp* et une potentielle prime de contrôle.



Cette approche théorique se heurte malheureusement dans le cas présent au manque d'information publique qui nous a conduits à écarter la méthode. En effet, nous avons constitué un échantillon de transactions portant sur des sociétés dont l'activité est proche de celle de la Société. Ces transactions sont intervenues au cours des trente-neuf derniers mois, en considérant que celles-ci sont les plus à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalent à la date de l'évaluation. Cependant, aucune information nous permettant d'extérioriser des multiples de chiffre d'affaires ou d'EBITDA n'est disponible publiquement. Sur ces bases, nous écartons la méthode des transactions comparables.



La **Figure 16** présente les transactions comparables identifiées.

Figure 16 | Transactions comparables

Date	Acheteur	Cible	Pays	Description de l'activité de la cible	% détention	VE (m€)
mai-23	Medtronic	EOFlow	Corée du S.	Fabrication et commercialisation d'une pompe à insuline à patch portable et jetable	71 %	670
févr.-23	Insulet Corporation	Auto. Glucose Control	USA	Développement et commercialisation d'une technologie de distribution d'insuline automatisée	100 %	23
janv.-23	Tandem Diabetes	AMF Medical SA	Suisse	Développement d'une pompe patch pour le diabète à boucle fermée, conçue pour fonctionner avec des cartouches d'insuline pré-remplies facilement disponibles.	100 %	203
sept.-22	DexCom	Nutromics	Australie	Entreprise spécialisée dans le développement de dispositifs médicaux et de technologies de pointe pour la surveillance continue et non invasive des biomarqueurs dans le domaine de la santé.	n.a.	14
juil.-22	Tandem Diabetes	Capillary Biomedical	USA	Développement de dispositifs d'administration d'insuline intelligents et connectés permettant une administration précise et personnalisée de l'insuline.	100 %	29
mars-22	Cons.incl. Novo Nordisk	Diabnext	France	Développement de Clipsulin, un capteur qui remonte de manière automatisée les doses d'insuline injectées par le stylo et une plateforme de télésurveillance du diabète.	100 %	n.a.
oct.-21	Medtronic	Triple Jump Medical	Israël	Entreprise spécialisée dans le développement de pompe patch à insuline.	n.a.	259
août-21	DexCom	NZ Medical	NZ	Développement de technologies médicales pour l'accès vasculaire, la gastro-entérologie, le contrôle des infections et le diabète (pompe à insuline, CGM, logiciels de gestion du diabète).	n.a.	n.a.
avr.-21	Cons.incl. Tandem Diab.	CeQur SA	Suisse	Fabrication et commercialisation de son système d'administration d'insuline appelé "PaQ". Ce dispositif est accompagné d'une interface permettant à l'utilisateur de programmer des doses.	n.a.	97
mars-21	Cons.incl. Novo Nordisk	Glooko	Danemark	Principaux fournisseurs de solutions de télésurveillance de patients et de gestion des données pour le diabète et les autres maladies chroniques.	n.a.	25
août-20	Medtronic	Companion Medical	USA	Fabricant d'InPen, un système de stylo à insuline intelligent associé à une application intégrée de gestion du diabète.	n.a.	n.a.
févr.-20	Zealand Pharma	Valeritas Holdings	USA	Société américaine spécialisée dans le développement et la distribution de technologies médicales pour le traitement du diabète et d'autres maladies aiguës et chroniques.	n.a.	n.a.

Source : Mergermarket, CapitalIQ



5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par les Banques

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

D'un point de vue méthodologique, les Banques ont adopté une approche d'évaluation multicritères très proche de la nôtre, mais le panel de références et de méthodes d'évaluation effectivement retenues diffère du nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, les Banques retiennent la méthode DCF à titre principal et présentent à titre indicatif les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables qui sont, de notre point de vue, peu fiables dans le cas présent pour les raisons détaillées dans la section précédente.

S'agissant des références d'évaluation, les Banques retiennent le cours de bourse, le prix d'acquisition des Blocs ainsi que les prix cibles des analystes financiers. De notre côté, nous considérons comme pertinente la référence donnée par le prix d'acquisition des Blocs, dans la mesure où celui-ci découle d'un processus organisé et concurrentiel ayant permis de sélectionner le meilleur offrant. En revanche, nous considérons que le nombre restreint d'analystes financiers suivant la valeur ne permet pas de constituer un échantillon d'analyses suffisamment important pour former un consensus fiable sur la valeur et, de ce fait, nous estimons que les prix cibles des analystes financiers ne peuvent constituer une référence pertinente. S'agissant du cours de bourse avant annonce de l'Opération, nous considérons que cette référence n'est pas non plus pertinente compte tenu de la forte volatilité du titre *Biocorp* et de la faiblesse des volumes échangés (en valeur absolue et en proportion du flottant). Nous présentons néanmoins ces deux références à titre indicatif.

5.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par les Banques conduit à une fourchette d'estimations comprises entre 27,5 € et 34,1 € par action (avec une valeur centrale de 30,5 €) contre une valeur comprise entre 26,8 € et 35,5 € par action résultant de nos propres travaux.

Cette conclusion, très similaire à la nôtre, repose cependant sur des modalités de mise en œuvre de la méthode DCF différentes de celles retenues dans nos propres travaux.

-
- S’agissant des flux de trésorerie futurs, les Banques se sont appuyées sur le Plan d’Affaires élaboré spécifiquement par les dirigeants de la Société pour les besoins du Processus de Cession. Comme on l’a vu, ce Plan d’Affaires tient compte à la fois (i) d’hypothèses ambitieuses en termes de développement et (ii) des effets attendus d’un adossement de la Société à un partenaire d’envergure. Les Banques ont par ailleurs retenu un scénario de croissance soutenue au terme du Plan d’Affaires. Afin de tenir compte du risque spécifique associé à l’exécution d’un scénario de croissance ambitieux, les Banques ont retenu (i) une prime de taille intégrée au taux d’actualisation et (ii) des investissements plus élevés que ceux envisagés par la Société. De notre côté, nous avons fait le choix de considérer un abattement des flux de trésorerie sur la période du Plan d’Affaires. Pour ce faire, nous avons considéré deux scénarios intégrant une part de marché moins élevée que celle figurant dans le Plan d’Affaires, tout en considérant que, dans un Scénario Haut, le taux de connectivité du marché pouvait continuer à croître au terme du Plan d’Affaires. Ce choix témoigne donc d’une différence dans les modalités de traitement du risque spécifique dans l’évaluation.
 - S’agissant de l’estimation de la valeur terminale, les Banques et *Accuracy* retiennent une période d’extrapolation de six années et maintiennent stable la marge d’EBITDA par rapport au niveau atteint à la fin du Plan d’Affaires. Les Banques considèrent une réduction linéaire de la croissance du chiffre d’affaires pour atteindre un taux de croissance perpétuelle fixé à 2,0%, légèrement inférieur à celui que nous avons retenu (2,25%). De notre côté, nous avons modélisé explicitement deux scénarios à partir des hypothèses de taux de connectivité et de part de marché.
 - S’agissant des éléments de passage de la valeur d’entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, la seule différence provient de la prise en compte par *Accuracy* du flux de trésorerie estimé au premier semestre 2023.
 - S’agissant du taux d’actualisation, les taux utilisés sont différents dans les deux rapports d’évaluation (12,0% pour les Banques et 9,8% pour *Accuracy*). L’écart résulte de plusieurs différences tant pour l’estimation de leurs composantes respectives que dans les méthodologies utilisées. En effet, le taux retenu par les Banques repose sur une estimation à court terme du taux sans risque (moyenne de la dernière année en date du 2 juin 2023 des taux offerts par l’OAT 10 ans) et de la prime de risque de marché (estimée par un bureau d’études tiers), alors que, pour notre part, le taux d’actualisation repose sur une approche normative de ces deux paramètres. En outre, les Banques intègrent une prime de taille de 3,1%.



Néanmoins, avant prime de taille, le taux d'actualisation estimé par la Banque est très proche de celui estimé par nos soins.

5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

En raison de l'absence de sociétés parfaitement comparables, notamment en termes de taille, de maturité, et de profil de croissance, les Banques ont analysé un échantillon de six sociétés présentes dans le secteur des dispositifs médicaux innovants. A titre informatif, les Banques indiquent avoir également analysé un échantillon de sept sociétés supplémentaires opérant dans le domaine des dispositifs d'administration couvrant notamment l'aire thérapeutique du diabète. Ces dernières ont cependant été écartées au regard de critères de maturité, de taille et de modèle opérationnel.

Les Banques présentent à titre indicatif une fourchette d'estimations comprises entre 28,1 € et 34,4 € par action.

Pour notre part, nous avons, dans un premier temps, sélectionné un échantillon large de dix sociétés présentes dans le domaine de la fabrication et de la commercialisation de dispositifs médicaux et/ou d'administration de médicaments dont six figurent dans l'échantillon écarté par les Banques. Nous partageons l'opinion des Banques qu'aucune des sociétés au sein de l'échantillon n'est suffisamment comparable à la Société en termes de taille, de croissance et d'activité. Nous concluons que la méthode des comparaisons boursières ne permet pas de fournir une estimation fiable de la valeur de la Société.

5.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

Les Banques ont identifié un échantillon de neuf transactions comparables dans le secteur des dispositifs médicaux, sur une période remontant jusqu'en août 2018, et présentent des résultats seulement à titre indicatif, les sociétés retenues intervenant sur des marchés très différents de *Biocorp*. De notre côté, nous nous sommes concentrés sur des transactions plus récentes (trois dernières années).

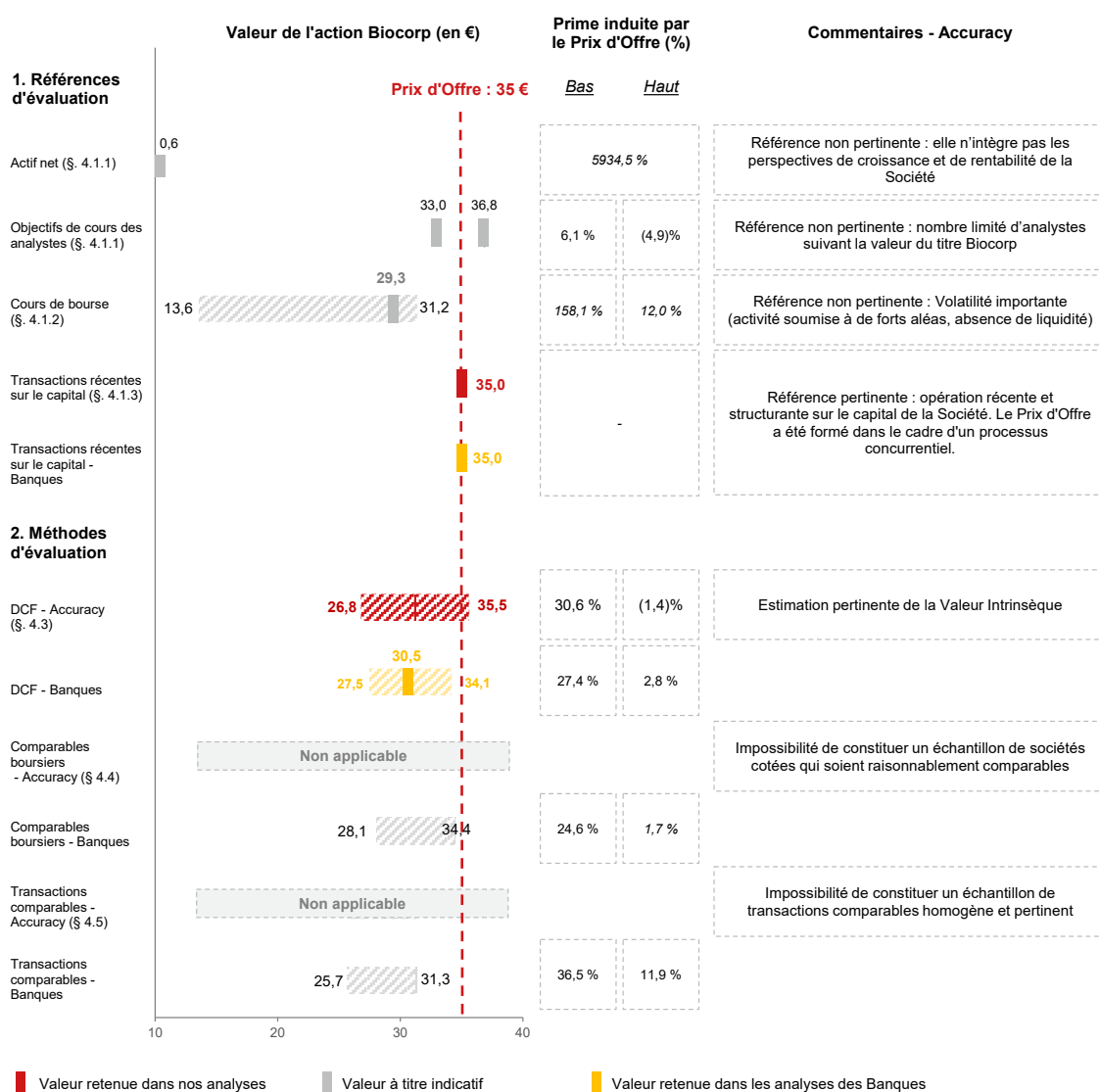
Les Banques présentent à titre indicatif une fourchette d'estimations comprises entre 25,7 € et 31,3 € par action.

Pour notre part, compte tenu de la difficulté d'identifier des transactions comparables pertinentes dont les conditions financières sont publiques, nous concluons que la méthode des transactions comparables ne permet pas de fournir une estimation fiable de la valeur de la Société.

5.4. Synthèse des estimations obtenues pour la Valeur Adossée de la Société

Le graphique ci-dessous présente de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action *Biocorp* et ceux retirés de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèque et analogique, ainsi qu'une comparaison avec les résultats obtenus par les Banques. Il convient de rappeler ici que les travaux d'évaluation réalisés donnent une estimation de la valeur Adossée et ne peuvent fournir directement une estimation de la Valeur Intrinsèque.

Synthèses de travaux d'évaluation d'Accuracy et des Banques présentatrices



6. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financière de l'Offre

Rappel du contexte d'intervention

Au terme d'un processus de cession compétitif intervenu au premier semestre 2023 et remporté par *Novo Nordisk Region Europe A/S* (« **Novo Nordisk** » ou « **l'Initiateur** »), *Bio Jag*, actionnaire contrôlant de *Biocorp*, et certains actionnaires minoritaires ont conclu le 16 juin 2023 un contrat définitif de cession d'actions au profit de l'Initiateur (« **l'Opération** »), dont la réalisation est intervenue le 4 août 2023, après obtention des autorisations réglementaires usuelles. En vertu de cet accord, l'Initiateur a acquis les titres suivants (les « **Blocs** ») :

- (i) la participation majoritaire détenue par *Bio Jag* représentant 45,30 % du capital et 62,19%²³ des droits de vote pour un prix de 35,00 € par action (le « **Bloc de Contrôle** »),
- (ii) la participation de certains actionnaires minoritaires²⁴, représentant un bloc de 19,04 % du capital social au même prix, soit 35,00 € par action.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation majoritaire dans *Biocorp*, *Novo Nordisk* est tenue de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (« **l'Offre** »), sur le solde du capital de la Société au prix de 35,00 € par action (le « **Prix d'Offre** »).

L'Initiateur a indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.²⁵

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc*, constitué à cet effet et composé majoritairement d'administrateurs indépendants (le « **Comité Ad Hoc** »), a désigné *Accuracy* le 19 juin 2023 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de trois dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

²³ Incluant les droits de vote double attachés à ces actions de la Société.

²⁴ Les actionnaires minoritaires concernés sont les suivants : Nyenburgh, Vatel Capital, Greenstock, SQUAD Growth fund, Fonds communs de placement représentés par Axxion SA, Claresco Finance et M. Jean-Marc Bignet.

²⁵ A l'exception des actions autodétenues par la Société, soit 9 724 actions autodétenues, lesquelles, conformément aux stipulations du *Tender Offer Agreement*, ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

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

Conclusions de nos travaux

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire *stricto sensu*, nous estimons que le prix de 35,00 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par *Novo Nordisk*, Initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation majoritaire susvisée.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les accords conclus par l'Initiateur avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé ses conditions financières.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 35,00 € par action qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires de la Société est également équitable d'un point de vue financier.

En effet, nos travaux ont permis de confirmer que le processus de cession ayant conduit à la formation du Prix d'Offre a été mené de manière professionnelle et concurrentielle. En particulier, il a permis de confronter différentes catégories d'acquéreurs potentiels et ainsi de sélectionner l'acquéreur le plus à même de valoriser le contrôle de la Société. Dès lors, il existe une forte présomption que le Prix d'Offre est équitable dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Cette présomption a été confortée par un travail d'évaluation formel. Ce travail a été néanmoins compliqué par le fait que la Valeur Intrinsèque (ou valeur en *standalone*) de la Société ne peut être déterminée de façon fiable. En effet, le scénario décrit par le Plan d'Affaires préparé par le Management préalablement à l'Opération intègre d'ores et déjà les effets attendus de l'adossement de *Biocorp* à un acteur d'envergure.

Nos travaux ont donc consisté à déterminer la valeur des titres de la Société dans le scénario d'adossement considéré par le Management (la « **Valeur Adossée** »), valeur qui est nécessairement supérieure à la Valeur Intrinsèque, car elle intègre implicitement une prime de contrôle.



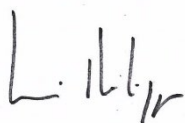
Nos estimations de la Valeur Adossée de la Société ressortent entre 26,78 € et 35,46 € par action et font donc ressortir, sauf en haut de fourchette, une prime par rapport au Prix d'Offre.

Il en résulte donc que le Prix d'Offre de 35,00 € intègre sans nul doute la Valeur Intrinsèque de la Société et une prime de contrôle significative, qui, si elle n'a pu être estimée formellement, a été sans aucun doute maximisée dans le cadre du processus de cession susmentionné. Par ailleurs, les actionnaires qui décideront d'apporter leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions.

En conclusion, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de *Biocorp*, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Paris, le 4 août 2023

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe
Associé



Guillaume Charton
Directeur



Mathilde de Montigny
Directeur

Annexes

Annexe 1. Lettre de mission.....	6262
Annexe 2. États financiers consolidés de la Société	69
Annexe 3. Description des sociétés comparables	7272
Annexe 4. Analyse de sensibilité au taux de croissance perpétuelle ..	7373



Annexe 1. Lettre de mission



BIOCORP

Lettre de mission

Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique d'achat
sur les actions de la Société

Juin 2023

Transactions

Disputes

Crises



LETTRE DE MISSION

BIOCORP Production SA
Parc Technologique Lavour-la-Béchade
63500 Issoire – France

A l'attention de Monsieur Eric Dessertenne

Fait à Paris, le 30 juin 2023

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.

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

Contexte et objet de la mission

Créée en 2004, *BIOCORP* développe, fabrique et commercialise des systèmes d'administration et de dispositifs médicaux innovants, dont Mallya, un dispositif intelligent Bluetooth pour les stylos injecteurs d'insuline. La Société compte environ 80 collaborateurs et a réalisé un chiffre d'affaires de près de 12 m€ en 2022.

BIOCORP introduite en bourse en juillet 2015 est cotée sur *Euronext Growth Paris*. Elle affiche une capitalisation boursière d'environ 125 m€ au 1er juin 2023 (soit 28,4 € par action).

La Société est actuellement détenue à 45,33% (62,19% des droits de vote) par M. Jacques GARDETTE (via son holding *BIO JAG*). Le solde de l'actionariat est constitué du flottant (54,39%) et de l'autodétention (0,31%).

La Société a également émis le 30 décembre 2022 des obligations convertibles (« **OC** ») pour un montant de 2,5 m€ dans le cadre d'un contrat conclu avec trois fonds gérés par la société de gestion *Vatel Capital*.

Novo Nordisk (« **l'Initiateur** ») est un groupe pharmaceutique mondial de premier plan spécialisé dans le traitement du diabète et de l'obésité ainsi que des certaines maladies rares. A ce titre, *Novo Nordisk* utilise la solution Mallya développée par *BIOCORP* dans le cadre d'un partenariat annoncé en septembre 2021 et renforcé en octobre 2022.

Novo Nordisk a annoncé le 5 juin 2023 être entré en négociations exclusives avec *BIO JAG* en vue de l'acquisition de la totalité de sa participation dans *BIOCORP* (le « **Bloc de Contrôle** »), au prix de 35,00 € par action. Certains actionnaires minoritaires, représentant 19,0% du capital social et 13,07% des droits de vote théoriques de *BIOCORP*, se sont engagés à transférer leurs actions à *Novo Nordisk* à l'issue de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Par ailleurs, les obligations convertibles en circulation émises par *BIOCORP* seront intégralement remboursées en espèces par *BIOCORP* à la date de réalisation de l'achat du Bloc de Contrôle.



C'est dans ce contexte, 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.

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.

Fondements réglementaires

La Société est tenue de désigner un expert indépendant dans la mesure où l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société (article 261-1 I du règlement général de l'AMF), notamment car :

- La Société sera contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce de concert par les Initiateurs, avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I alinéa 1 du règlement général de l'AMF),
- 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 (article 261-1 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF),

Enfin, l'Initiateur a indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire de la Société, si les résultats de l'Offre le permettent, ce qui rend également obligatoire la désignation d'un expert indépendant (article 261-1 II du règlement général de l'AMF).

Nous comprenons qu'il s'agit des seules motivations identifiées à ce jour pour la nomination d'un expert indépendant dans le contexte de l'offre. En particulier, vous n'avez pas identifié de transactions connexes ou d'autres catégories de titres que les actions qui seraient concernées par l'Offre.

Dans ce contexte, les travaux de l'expert indépendant auront plusieurs objectifs :

- L'expert devra s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels n'ont pas biaisé les conditions financières de l'Offre.
- Il devra également se prononcer sur le caractère équitable du prix de l'Offre comme prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Déclaration d'indépendance

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), 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 ».

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy, en charge du contrôle qualité.

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,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre 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 mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
- notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires de *BIOCORP*, en *stand alone*, c'est-à-dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec l'initiateur, selon une approche multicritères,
- une analyse des synergies (positives et négatives) anticipées du rapprochement de la Société avec l'Initiateur,
- une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par le ou les conseils de l'initiateur dont la banque présentatrice,
- le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société et nos réponses à ces observations,
- 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 la personne 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 pourra être rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre conformément au règlement général de l'AMF.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'*Accuracy*.

M. Husson n'est plus salarié d'*Accuracy*. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'*Accuracy* dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité réalisé sous la direction de M. Bruno Husson interviendra en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

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 ce stade, nous comprenons que l'annonce de l'Offre et le dépôt du projet de note sont prévus pour la semaine du 31 juillet 2023 et nous pourrions vous communiquer un premier projet de rapport le 28 juillet, sous réserve de l'obtention de l'ensemble des informations nécessaires à nos travaux en temps utiles. Nos travaux pourraient débuter immédiatement.

Notre projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que sa version définitive soit disponible quelques jours avant le Conseil d'Administration de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour).

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 sera assisté par Mathilde de Montigny et Guillaume Charton, *Directors*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission.

À 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	Total
Partner / Director	10	10	20	20	60
Manager	20	20	40	40	120
Analyste	40	40	40	-	120
				Total	300
Revue qualité					
Partner / Director	2	2	2	8	14
				Total (y/c revue qualité)	314

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

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 de 70 000 (soixante-dix mille) euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

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.

Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* 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.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire d'une semaine additionnelle à 25 000 euros, hors taxes et frais.

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 conformément aux dispositions de 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 Paris, 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

DocuSigned by:
Henri Philippe
03F3358509CA41A...

Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

BIOCORP Production

DocuSigned by:
Eric Dessertenne
4E9248F500FA407...

Monsieur Eric Dessertenne
Directeur Général



Annexe 2. États financiers consolidés de la Société

Figure 17 | Compte de résultat

en k€	Déc. 17 <i>Réel</i>	Déc. 18 <i>Réel</i>	Déc. 19 <i>Réel</i>	Déc. 20 <i>Réel</i>	Déc. 21 <i>Réel</i>	Déc. 22 <i>Réel</i>
Chiffre d'affaires	2 321	3 890	8 448	8 456	10 225	11 670
+ Produits d'exploitation	306	(120)	824	21	328	178
- Coût des ventes	(424)	(568)	(490)	(694)	(418)	(802)
= Marge brute	2 204	3 202	8 782	7 783	10 136	11 046
<i>Marge en % du CA</i>	<i>94,9 %</i>	<i>82,3 %</i>	<i>104,0 %</i>	<i>92,0 %</i>	<i>99,1 %</i>	<i>94,7 %</i>
- Autres achats et charges externes	(3 117)	(3 616)	(3 528)	(4 041)	(3 945)	(4 700)
- Impôts et taxes	(79)	(86)	(156)	(220)	(203)	(183)
- Charges de personnel	(3 404)	(3 778)	(3 514)	(4 442)	(5 052)	(6 010)
- Autres charges d'exploitation	(158)	(20)	(20)	(22)	(23)	(20)
= EBITDA	(4 554)	(4 299)	1 564	(941)	914	133
<i>Marge d'EBITDA en % du CA</i>	<i>(196,2)%</i>	<i>(110,5)%</i>	<i>18,5 %</i>	<i>(11,1)%</i>	<i>8,9 %</i>	<i>1,1 %</i>
- Dotations aux amortissements et provisions	(3 292)	(970)	(689)	(664)	(776)	(865)
= EBIT	(7 846)	(5 269)	875	(1 605)	137	(732)
<i>Marge d'EBIT en % du CA</i>	<i>(338,1)%</i>	<i>(135,4)%</i>	<i>10,4 %</i>	<i>(19,0)%</i>	<i>1,3 %</i>	<i>(6,3)%</i>
+ Résultat financier net	(12)	(262)	(158)	(156)	(90)	(61)
= Résultat courant avant impôt	(7 859)	(5 530)	717	(1 761)	48	(793)
+ Résultat exceptionnel net	(23)	(107)	82	267	49	(117)
- Impôt sur le résultat	373	332	162	252	198	259
= Résultat net part du groupe	(7 509)	(5 305)	960	(1 243)	294	(651)

Source : Rapports annuels



Figure 18 | Bilan économique

en k€	Déc. 17 <i>Réel</i>	Déc. 18 <i>Réel</i>	Déc. 19 <i>Réel</i>	Déc. 20 <i>Réel</i>	Déc. 21 <i>Réel</i>	Déc. 22 <i>Réel</i>
+ Immobilisations incorporelles	60	141	116	88	60	40
+ Immobilisations corporelles	3 553	1 251	1 507	3 302	3 553	3 383
+ Immobilisations financières	556	249	380	538	556	427
= Actif immobilisé	4 169	1 641	2 003	3 927	4 169	3 851
+ Stocks et en-cours	1 827	406	1 418	1 255	1 827	1 580
+ Créances clients	2 250	909	764	939	2 250	3 562
- Dettes fournisseurs	(1 052)	(718)	(993)	(1 052)	(1 052)	(1 168)
- Dettes fiscales et sociales	(1 910)	(807)	(1 301)	(1 913)	(1 910)	(1 512)
+ Autres actifs / passifs	185	717	329	562	185	(745)
= Besoin en fonds de roulement <i>en % du CA</i>	1 300	507	217	(210)	1 300	1 717
+ Ecart conversion actif	-	-	-	-	-	-
= Capitaux employés	5 470	2 148	2 220	3 717	5 470	5 568
+ Capital social ou individuel	218	202	207	218	218	221
+ Primes d'émission, de fusion, d'apport	20 673	15 790	16 677	20 673	20 673	2 859
+ Réserves	10	10	10	10	10	10
+ Report à nouveau	(18 105)	(12 517)	(17 822)	(16 862)	(18 105)	-
+ Résultat Groupe	294	(5 305)	960	(1 243)	294	(651)
+ Subvention d'investissement	33	0	0	44	33	22
= Capitaux propres	3 123	(1 820)	32	2 840	3 123	2 460
+ Provisions pour risques et charges	-	-	-	-	-	-
+ Emprunts et dettes financières	4 195	5 311	4 199	5 854	4 195	5 777
- Trésorerie et équivalent de trésorerie	(1 849)	(1 344)	(2 011)	(4 976)	(1 849)	(2 670)
= Endettement financier net	2 347	3 968	2 188	878	2 347	3 107
+ Ecart conversion passif	-	-	-	-	-	0
= Capitaux investis	5 470	2 148	2 220	3 717	5 470	5 568

Source : Rapports annuels



Figure 19 | Tableau de flux de trésorerie

en k€	Déc. 17 <i>Réel</i>	Déc. 18 <i>Réel</i>	Déc. 19 <i>Réel</i>	Déc. 20 <i>Réel</i>	Déc. 21 <i>Réel</i>	Déc. 22 <i>Réel</i>
+ Capacité d'autofinancement	(4 221)	(4 303)	1 598	(595)	1 060	199
- Variation du BFR	178	(821)	290	426	(1 510)	(417)
= Flux de trésorerie lié à l'exploitation (1)	(4 043)	(5 124)	1 888	(168)	(450)	(218)
- Acquisition d'immobilisations incorporelles	(91)	(41)	(5)	-	-	-
- Acquisition d'immobilisations corporelles	(857)	(367)	(965)	(2 430)	(1 001)	(965)
+ Diminution ou Cession d'immobilisations corporelles	-	-	-	-	-	294
- Acquisition d'immobilisations financières	(275)	(414)	(489)	(2 373)	(2 139)	(2 139)
+ Cession d'immobilisations financières	270	308	457	2 340	2 113	2 229
+ Produits nets de cession d'immobilisations	32	2	50	3	-	-
= Flux de trésorerie lié à l'investissement (2)	(921)	(512)	(952)	(2 460)	(1 027)	(580)
+ Augmentation de capital	-	5 000	1 000	4 200	-	-
- Frais d'augmentation de capital	-	(250)	(108)	(193)	-	-
+ Subventions	-	-	-	55	-	-
+ Émission d'emprunts	688	4 000	1 000	3 445	2	2 500
- Remboursements d'emprunts	(310)	(1 203)	(1 700)	(1 790)	(1 659)	(926)
+ Variation des comptes courants	(459)	(357)	(415)	0	0	7
+ Autres flux de financement (contrat de liquidité)	(2)	98	(49)	(123)	9	38
= Flux de trésorerie lié au financement (3)	(84)	7 287	(270)	5 594	(1 649)	1 619
= Total variation de trésorerie (4)=(1)+(2)+(3)	(5 047)	1 651	666	2 965	(3 126)	821

Source : *Rapports annuels*



Annexe 3. Description des sociétés comparables

Figure 20 | Description des sociétés comparables

Société	Aire thérapeutique	Produits	Description activité
Abbott	Généraliste	Dispositifs médicaux	Abbott Laboratories est spécialisé dans la recherche, le développement, la fabrication et la commercialisation de produits pharmaceutiques et médicaux. Le CA 2022 par domaine d'activité se répartit comme suit : systèmes et instruments de diagnostic (38%) ; dispositifs vasculaires (21%) ; produits de nutrition (17,1%) médicaments (11,2%)
Medtronic	Généraliste	Dispositifs médicaux	Medtronic figure parmi les leaders mondiaux de la conception, de la fabrication et de la commercialisation de dispositifs et d'équipements médicaux . Le CA 2022 par domaine d'activité se répartit comme suit : chirurgies générale et mini-invasive (28,8%) ; gestion du rythme cardiaque (18,6%) ; maladies vasculaires et chirurgie cardiaque (17,4%) ; troubles rachidiens (14,1%) ; maladies neurovasculaire, oto-rhino-laryngologie (ORL) et pelviennes (8,2%) ; gestion du diabète (7,4%) ; maladies neurologiques (5,5%)
Becton Dickinson	Généraliste	Dispositifs médicaux	Becton Dickinson est spécialisé dans le développement, la fabrication et la commercialisation de matériels et de dispositifs médicaux et diagnostiques . Le CA 2022 par famille de produits se répartit comme suit : dispositifs médicaux (70,5%) ; instruments chirurgicaux, produits de soins matériels de diagnostic (22,2%) et outils de recherche et de développement clinique (7,3%)
West Pharmaceutical	Généraliste	Système d'injections / Conditionnement	West Pharmaceutical Services, Inc. est une société spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes de conditionnement et d'administration de médicaments injectables . Le groupe propose des emballages, des composants pour les seringues, des systèmes de cartouches, des dispositifs d'auto-injection, des accessoires pour les flacons, des composants spécialisés.
Gerresheimer	Généraliste	Système d'injections / Conditionnement	Gerresheimer AG fabrique et vend des emballages pour médicaments et des dispositifs d'administration de médicaments . La société opère à travers trois segments : Plastocs & Devices, Primary Packaging Glass et Advanced Technologies. La société propose des seringues pré-remplissable, des conteneurs en verre, ainsi que des systèmes d'administration de médicaments, notamment des inhalateurs, des stylos injecteurs, des systèmes de perfusion et des plateformes d'évaluation de l'inhalation. Elle fournit également des dispositifs de diagnostics médicaux.
DexCom	Diabète	CGM	DexCom , est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes de surveillance continue du glucose (CGM) destinés aux personnes diabétiques et aux prestataires de soins de santé. La société propose un appareil implantable permettant la mesure en continu des taux de glycémie et un transmetteur externe auquel le capteur transmet les niveaux du glucose à des intervalles spécifiés.
Senseonics	Diabète	CGM	Senseonics se concentre sur le développement et la fabrication de produits de surveillance du glucose conçus pour les diabétiques. Ses systèmes de surveillance du glucose en continu (CGM) Eversense, Eversense XL et Eversense E3 sont conçus pour mesurer en continu le taux de glucose chez les personnes diabétiques à l'aide d'un capteur sous-cutané, d'un émetteur intelligent amovible et rechargeable et d'une application mobile pour la surveillance et la gestion du diabète en temps réel pendant une période pouvant aller jusqu'à six mois.
Insulet Corporation	Diabète	Pompes	Insulet Corporation est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de dispositifs médicaux destinés aux personnes diabétiques insulino-dépendantes. En outre, le groupe propose (i) des systèmes d'insulinothérapie par pompe (95,6%) sous les marques Omnipod® et Omnipod DASH® et des systèmes d'administration de médicaments non insuliniques (4,4%) notamment des seringues préremplies pour le kit Neulasta® Onpro® (destiné au traitement des neutropénies chez les patients traités par chimiothérapie).
Tandem Diabetes Care	Diabète	Pompes	Tandem Diabetes Care est une société d'appareils médicaux. La société se concentre sur la conception, le développement et la commercialisation de solutions technologiques pour les personnes vivant avec le diabète. Elle fabrique et vend la pompe à insuline t:slim X2 dotée de la technologie Control-IQ . Ses activités de fabrication, de vente et d'assistance se concentrent principalement sur sa plateforme de pompe phare, la t:slim X2, et sur ses propositions de produits complémentaires.
Ypsomed	Diabète	Stylos / Pompes	Ypsomed Holding AG se spécialise dans le développement et la fabrication de systèmes d'injection et de perfusion. Spécialiste du diabète, la société conçoit des produits dédiés à l'auto-traitement, favorisant l'autonomisation des soins. La société opère à travers deux segments : Ypsomed Diabetes Care et Ypsomed Delivery Systems. Le premier segment commercialise des aiguilles pour stylos injecteurs, des lecteurs de glycémie ou encore des pompes à insuline à destination des diabétiques , sous la marque mylife, alors que le second segment vise à fournir les entreprises pharmaceutiques et biotechnologiques en systèmes d'injection.

Source : sites sociétés

Note : Les pourcentages présentés correspondent aux proportions du chiffre d'affaires 2022



Annexe 4. Analyse de sensibilité au taux de croissance perpétuelle

La **Figure 21** présente une analyse de la sensibilité de la valeur par action (i) au taux de marge d'EBITDA normatif et (ii) au taux d'actualisation en fonction du taux de croissance perpétuelle.

Figure 21 | Analyse de sensibilité – Taux de croissance perpétuelle fixé à 2,75%

<u>Scénario Bas</u>		Valeur par action Marge d'EBITDA normative				
		18,8 %	19,8 %	20,8 %	21,8 %	22,8 %
Coût du capital	8,85 %	29,73 €	31,33 €	32,92 €	34,51 €	36,11 €
	9,35 %	27,25 €	28,69 €	30,13 €	31,57 €	33,00 €
	9,85 %	25,11 €	26,42 €	27,73 €	29,04 €	30,34 €
	10,35 %	23,26 €	24,45 €	25,65 €	26,84 €	28,04 €
	10,85 %	21,64 €	22,73 €	23,83 €	24,93 €	26,02 €
<u>Scénario Haut</u>		Valeur par action Marge d'EBITDA normative				
		18,9 %	19,9 %	20,9 %	21,9 %	22,9 %
Coût du capital	8,85 %	39,76 €	41,88 €	44,01 €	46,14 €	48,27 €
	9,35 %	36,30 €	38,22 €	40,14 €	42,06 €	43,98 €
	9,85 %	33,33 €	35,08 €	36,82 €	38,56 €	40,30 €
	10,35 %	30,77 €	32,36 €	33,95 €	35,54 €	37,13 €
	10,85 %	28,53 €	29,99 €	31,44 €	32,90 €	34,36 €

Source : Analyses Accuracy

Figure 22 | Analyse de sensibilité – Taux de croissance perpétuelle fixé à 1,75%

		Valeur par action				
		Marge d'EBITDA normative				
		18,8 %	19,8 %	20,8 %	21,8 %	22,8 %
Coût du capital	8,85 %	27,42 €	28,85 €	30,27 €	31,70 €	33,12 €
	9,35 %	25,36 €	26,66 €	27,96 €	29,26 €	30,56 €
	9,85 %	23,55 €	24,75 €	25,94 €	27,13 €	28,33 €
	10,35 %	21,96 €	23,06 €	24,16 €	25,26 €	26,36 €
	10,85 %	20,55 €	21,56 €	22,58 €	23,59 €	24,61 €
		18,9 %	19,9 %	20,9 %	21,9 %	22,9 %
Coût du capital	8,85 %	36,45 €	38,35 €	40,25 €	42,15 €	44,05 €
	9,35 %	33,59 €	35,32 €	37,06 €	38,79 €	40,52 €
	9,85 %	31,10 €	32,69 €	34,27 €	35,86 €	37,45 €
	10,35 %	28,91 €	30,37 €	31,83 €	33,28 €	34,74 €
	10,85 %	26,97 €	28,31 €	29,66 €	31,00 €	32,35 €

Source : Analyses Accuracy



11. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.biocorpsys.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de :

Ulysse Communication

M. Bruno Arabian : Tél. : +33 (0)6 87 88 46 26,

Courriel : barabian@ulyse-communication.com

Mme Margaux Puech : Tél. : +33 (0)7 86 16 01 09,

Courriel : mpuech@ulyse-communication.com

12. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

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

Monsieur Eric DESSERTENNE
Directeur Général