

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



À L'INITIATIVE DE

ZIMMER HOLDINGS FRANCE S.A.S.



PROJET DE NOTE EN RÉPONSE PRÉPARÉ PAR MEDTECH



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 12 août 2016. Il a été préparé conformément aux articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

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

NOTE IMPORTANTE

En application de l'article 261-1 et articles suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport de la société Ledouble SAS, agissant en qualité d'expert indépendant, est joint au présent projet de note en réponse.

Des exemplaires du présent projet de note en réponse sont disponibles sur les sites Internet de Medtech (www.medtech.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais auprès de :

Medtech

ZAC Eurêka - 900, rue du Mas de Verchant
34000 Montpellier - FRANCE

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

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE.....	3
2.	CONTEXTE ET RAISONS DE L'OFFRE.....	3
2.1	CONTEXTE DE L'OFFRE	3
2.2	ACTIONS DÉTENUES PAR L'INITIATEUR	4
2.3	PRINCIPALES DISPOSITIONS DE L'OFFRE.....	4
2.3.1	DISPOSITIONS DE L'OFFRE.....	4
2.3.2	SEUIL DE VALIDITÉ.....	4
2.3.3	TITRES OU DROITS DONNANT ACCÈS AU CAPITAL SOCIAL DE MEDTECH	4
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MEDTECH	6
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MEDTECH.....	7
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	7
6.	ACCORDS AYANT DE PROBABLES RÉPERCUSSIONS SUR L'ÉVALUATION OU LE RÉSULTAT DE L'OFFRE	7
7.	INFORMATIONS CONCERNANT MEDTECH AYANT DE PROBABLES RÉPERCUSSIONS DANS LE CAS D'UNE OFFRE D'ACHAT	7
7.1	STRUCTURE ET RÉPARTITION DU CAPITAL SUITE À L'ACQUISITION DE BLOCS DE TITRES	7
7.2	DISPOSITIONS DES STATUTS LIMITANT L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET LES TRANSFERTS D'ACTIONS	8
7.3	CLAUDE DES ACCORDS FAISANT RÉFÉRENCE AUX CONDITIONS PRÉFÉRENTIELLES DE VENTE OU D'ACQUISITION D'ACTIONS ET QUI CONCERNE AU MOINS 0,5 % DU CAPITAL SOCIAL OU DES DROITS DE VOTE DE MEDTECH (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE)	8
7.4	DÉTENTION DIRECTE OU INDIRECTE D'ACTIONS DU CAPITAL SOCIAL DE MEDTECH AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DÉCLARATION D'OPÉRATION IMPLIQUANT DES TITRES.....	8
7.5	LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUS TITRES CONFÉRANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DESDITS DROITS DE CONTRÔLE.....	9
7.6	MÉCANISME DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER	9
7.7	ACCORDS ENTRE LES ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS RELATIVES AUX TRANSFERTS D'ACTIONS ET À L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	9
7.8	RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET LE REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QUE LA MODIFICATION DES STATUTS DE MEDTECH	9
7.9	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, NOTAMMENT CONCERNANT L'ÉMISSION ET LE RACHAT D'ACTIONS	9
7.10	ACCORDS QUI SERONT MODIFIÉS OU RÉSILIÉS EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE MEDTECH, SAUF SI CETTE DIVULGATION, À L'EXCEPTION DES OBLIGATIONS LÉGALES RELATIVES À LA DIVULGATION, DOIT PORTER ATTEINTE DE MANIÈRE SUBSTANTIELLE AUX INTÉRÊTS DE LA SOCIÉTÉ.....	12
7.11	ACCORDS AU REGARD DE LA RÉMUNÉRATION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DES EMPLOYÉS DANS L'ÉVENTUALITÉ DE LEUR DÉMISSION OU LICENCIEMENT SANS RAISONS MATÉRIELLES OU DE CESSATION DE LEUR EMPLOI PAR SUITE DE L'OFFRE	12
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	12
9.	DISPOSITIONS PRATIQUES AU TITRE DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....	98
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	98

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

Conformément au Titre III du Livre II, et plus particulièrement les articles 233-1 2° et suivants et 234-2 du Règlement général de l'AMF, Zimmer Holdings France SAS, une société de droit français au capital social de 345 691 euros, dont le siège social est sis 70, rue du Chanoit, 25600 Brognard, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Belfort sous le numéro 508 080 926 (« **ZHF** » ou l'« **Initiateur** »), et qui est détenue indirectement en propriété exclusive par Zimmer Biomet Holdings, Inc., une société constituée en vertu du droit de l'État du Delaware, dont le siège social est sis 345 East Main Street, Warsaw, Indiana, 46580 (États-Unis) et qui est cotée sur le New York Stock Exchange et le SIX Swiss Exchange (NYSE et SIX : ZBH) (« **ZBH** »), s'est engagée de manière irrévocable envers l'AMF à offrir à tous les actionnaires de Medtech, une société anonyme française au capital social de 598 115,25 euros, dont le siège social est sis Z.A.C. Eureka, 900, Rue du Mas de Verchant, Montpellier, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Montpellier en France sous le numéro 442 896 015 (« **Medtech** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont négociées sur le marché réglementé Euronext Paris (Compartiment C) sous le code ISIN FR0010892950 et le symbole boursier ROSA, d'acheter (i) toutes les actions actuellement émises et en circulation de la Société qui ne sont pas déjà en la possession de l'Initiateur et (ii) toutes les actions qui pourraient être émises par la Société avant la clôture de l'Offre suite à l'exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) ou d'options de souscription d'actions attribuées par la Société dans la mesure où ils sont exerçables avant la clôture de l'Offre, au prix de 50 euros par action Medtech (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par ZHF le 18 juillet 2016 de (i) 1 406 151 actions auprès de divers actionnaires de la Société dans le cadre d'une transaction portant sur des blocs de titres négociés hors marché (l'« **Acquisition de blocs de titres** »), représentant, à la connaissance de ZHF, 58,77 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée, et de (ii) 452 363 obligations convertibles en actions (les « **Obligations convertibles** ») et 180 945 bons de souscription d'actions (les « **BSA** »), donnant droit à souscrire 633 308 actions Medtech représentant approximativement 19,83 % du capital social de Medtech sur une base entièrement diluée.

Le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») indique qu'à la date de dépôt de l'Offre, ZHF détient 1 406 151 actions de la Société, représentant, à sa connaissance, 58,77 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée.

Le dépôt de l'Offre fait suite au franchissement des seuils de 30 % et 50 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société par ZHF suite à l'Acquisition de blocs de titres intervenue le 18 juillet 2016.

En vertu de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement bancaire présentateur de l'Offre, a déposé le projet de document d'information auprès de l'AMF le 12 août 2016. BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

2. CONTEXTE ET RAISONS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

Le 15 juillet 2016, ZHF a conclu (i) des contrats d'acquisition d'actions avec M. Bertin Nahum, SC Muhan, M. Fernand Badano, M. Eric Briole, M. Lucien Blondel, M. Pierre Maillet, M. Eric Tassel, ABG-ROSA (HK) Limited et FCPI Newfund 1 (les « **Vendeurs** ») (les « **Contrats de cession d'actions** »), (ii) ainsi qu'un accord relatif à l'offre publique d'achat avec la Société (l'« **Accord relatif à l'offre publique d'achat** »).

Conformément aux Contrats d'acquisition d'actions, ZHF a acquis auprès des Vendeurs le 18 juillet 2016 (i) 1 406 151 actions de la Société dans le cadre de l'Acquisition de blocs de titres, représentant, à la connaissance de ZHF, 58,77 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée, et (ii) 452 363 Obligations convertibles et 180 945 BSA, donnant droit à souscrire 633 308 actions Medtech représentant, à la connaissance de ZHF, approximativement 19,83 % du capital social de Medtech sur une base entièrement diluée.

Les Vendeurs n'auront aucun autre droit, notamment concernant tout complément de revenu relatif à la vente de leurs titres.

Le 18 juillet 2016, ZHF et la Société ont annoncé la réalisation de l'Acquisition de blocs de titres et la pré-recommandation favorable relative à l'Acquisition de blocs de titres et à l'Offre de la Société. La nomination de la société Ledouble SAS (représentée par M. Olivier Cretté) en qualité d'expert indépendant a également été confirmée. À ce titre, cette société aura la responsabilité de préparer un rapport concernant les conditions financières de l'Offre, suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, conformément à l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement général de l'AMF.

2.2 Actions détenues par l'Initiateur

Le Projet de Note d'Information indique que, suite à l'Acquisition de blocs de titres, l'Initiateur détient 1 406 151 actions de la Société, représentant 58,77 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée.

L'Initiateur détient également 452 363 Obligations convertibles et 180 945 BSA, donnant droit à la souscription d'environ 633 308 actions Medtech supplémentaires représentant, à la connaissance de ZHF, approximativement 19,83 % du capital social de Medtech sur une base entièrement diluée. À la date de dépôt de l'Offre, l'Initiateur n'a converti aucune des Obligations convertibles ni exercé aucun des BSA.

2.3 Principales dispositions de l'Offre

2.3.1 Dispositions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé un projet de note d'information auprès de l'AMF le 12 août 2016. L'AMF publiera un avis de dépôt relatif à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org).

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

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

Le Projet de Note d'Information indique également que l'Initiateur prend l'engagement irrévocable d'acquérir auprès des actionnaires de Medtech toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre, au prix de 50 euros par action pendant une période de 15 jours de négociation.

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

2.3.2 Seuil de validité

Sans objet.

2.3.3 Titres ou droits donnant accès au capital social de Medtech

À l'exception des Obligations convertibles et des BSA, tous détenus par l'Initiateur à la date des présentes, il existe 35 685 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (les « **BSPCE** ») et 71 850 options de souscription d'actions (les « **Options** ») donnant accès au capital social de la Société en circulation, représentant un maximum de 168 050 actions à émettre par la Société, tel que décrit ci-dessous :

2.3.3.1 BSPCE

À la date du présent Projet de note en réponse, il existe 35 685 BSPCE en circulation, en vertu des plans décrits ci-dessous :

	BSPCE 10-2011	BSPCE 07-2013	BSPCE 05-2014	BSPCE 12-2015
Date de l'Assemblée générale	23/04/2010	26/07/2013	22/05/2014*	10/12/2015*
Date de réunion du Conseil d'administration	13/10/2011	10/02/2014 10/07/2014 10/10/2014 10/12/2014	05/03/2015	10/12/2015
Prix de souscription par action (€)	3,7985	9,88 / 9,87	32,76	26,80
Date d'échéance	09/10/2016	09/02/2019 09/07/2019 09/10/2019 09/12/2019	04/03/2020	09/12/2020
Nombre de BSPCE autorisés pour émission	53 000	61 380	119 500	119 500
Nombre de BSPCE en circulation	1 500	1 685	1 000	31 500

* Les Assemblées générales qui se sont tenues les 22 mai 2014 et 10 décembre 2015 ont autorisé des sommes globales aux fins d'émettre des options, des BSPCE ou des bons de souscription d'actions, avec un plafond global de 119 500.

Outre les BSPCE attribués conformément aux plans BSPCE 10-2011 et BSPCE 07-2013, qui sont exerçables (en totalité ou en partie) en vertu des dispositions desdits plans, le Président directeur général de la Société prévoit d'anticiper la période d'exercice de tous les BSPCE qui ne sont pas déjà exerçables, conformément aux dispositions des plans BSPCE correspondants, aux fins de permettre aux détenteurs desdits BSPCE de les exercer et d'apporter leurs actions sous-jacentes à l'Offre.

Par conséquent, tous les BSPCE seront exerçables à la date d'ouverture de l'Offre.

2.3.3.2 Options

À la date du présent Projet de note en réponse, il existe 71 850 Options en circulation, en vertu des plans décrits ci-dessous :

	Plan Options de souscription 05-2014	Plan Options de souscription 12-2015
Date de l'Assemblée générale	22/05/2014	10/12/2015
Date de réunion du Conseil d'administration	10/07/2014 10/10/2014 10/12/2014 05/03/2015 25/06/2015	10/12/2015 04/03/2016
Date d'échéance	09/07/2019 09/10/2019 09/12/2019 04/03/2020 25/06/2020	09/12/2020 03/03/2021
Nombre d'Options autorisées pour émission	119 500	119 500
Nombre d'Options en circulation	55 100	16 750

Outre les 20 % d'Options accordées conformément au plan d'Options de souscription 05-2014, qui sont déjà exerçables en vertu des dispositions dudit plan, le Conseil d'administration de la Société a décidé le 15 juillet 2016 de déléguer au Président directeur général de la Société le pouvoir d'anticiper la période d'exercice de toutes les Options, conformément aux dispositions des plans correspondants. Le Président directeur général a l'intention d'accélérer l'exercice de toutes les Options qui ne sont pas déjà exerçables aux fins de permettre aux détenteurs de ces Options de les exercer et d'apporter leurs actions sous-jacentes à l'Offre. Par conséquent, toutes les Options seront exerçables à la date d'ouverture de l'Offre.

Les BSPCE et les Options peuvent donner accès à 168 050 actions de la Société s'ils sont tous exercés.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE MEDTECH

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 11 août 2016 afin d'examiner sur le projet d'Offre.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés, physiquement ou par conférence téléphonique.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 11 août 2016 est reproduit ci-après :

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

- *Zimmer Holdings France pense que Zimmer Biomet Holdings (société mère de la Société) offrira à la Société un accès à une base élargie de clients dans les domaines de la chirurgie cranomaxillofaciale (CMF), de la neurochirurgie et de la chirurgie de la colonne vertébrale, ce qui permettra d'accélérer l'accès de la Société aux centres universitaires de neurochirurgie ;*
- *Zimmer Holdings France estime que la possibilité pour Medtech d'accéder à la base de clients et aux réseaux de distribution mondiaux de Zimmer Biomet Holdings, ainsi qu'à son expertise en matière de réglementation et de formation médicale, devrait permettre à la Société de renforcer sa capacité à étendre avec succès sa présence à l'international ;*
- *Zimmer Holdings France a l'intention de poursuivre les activités de la Société sur le site de Montpellier jusqu'en juillet 2019 ;*
- *Zimmer Holdings France a l'intention de faire du site de Montpellier un centre d'excellence pour les activités de développement robotique de Zimmer Holdings France.*

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

- *Zimmer Holdings France n'a pas l'intention de réduire le nombre total de salariés à temps plein de la Société en France jusqu'en janvier 2018 ;*
- *l'entrée dans le groupe Zimmer Biomet est susceptible de créer pour les employés de la Société de nouvelles opportunités de mobilité interne, tant en termes de domaines d'activités que géographique.*

➤ *En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, le Conseil prend acte que le rapport de l'Expert Indépendant conclut que le prix de 50 euros par action de la Société est équitable du point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.*

Le Conseil a ensuite en particulier relevé que :

- *l'Offre, entièrement libellée en numéraire, confère aux actionnaires de la Société l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs titres à un prix attractif. En effet, le prix d'Offre de 50 euros par action extériorise une prime de 61,8% par rapport au dernier cours coté avant annonce de l'Acquisition le 15 juillet 2016 et une prime de 76,8% sur la moyenne des cours pondérés des volumes sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Acquisition ;*
- *l'Expert Indépendant relève à cet égard que « l'Offre propose aux actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité appréciable au vu des caractéristiques boursières du titre, ainsi qu'un niveau de prime sur le cours de bourse compatible avec celui observé historiquement en moyenne sur des offres*

portant sur la majorité du capital ; le Prix d'Offre s'avère en tout état de cause très supérieur au cours de bourse constaté depuis l'IPO, toutes périodes d'observation confondues »

- *l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui le souhaiterait de vendre aux mêmes conditions que celles des vendeurs du bloc de contrôle représentant 58,77% du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;*
- *le prix d'Offre de 50 euros par action, relève la banque présentatrice dans le cadre de ses travaux de valorisation multicritères, présente une prime allant de 8,7% à 76,8%, sur les valeurs moyennes de la Société obtenues selon les différentes méthodes retenues ;*
- *le prix d'Offre de 50 euros par action est supérieur à la valeur centrale ressortant de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie retenue à titre principal par l'Expert Indépendant, soit 47,5 euros (soit une prime de 5,3%), étant précisé que, de son côté, la banque présentatrice, qui a également retenu ce critère pour ses travaux de valorisation, retient une valeur centrale de 39,5 euros (soit une prime de 26,7%).*

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

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

BPI France, qui détient encore 76 042 Actions visées par l'Offre, a communiqué son intention d'apporter ses actions à l'Offre. À la date du présent Projet de note en réponse, plusieurs membres du Conseil d'administration qui étaient actionnaires ont déjà vendu leurs actions à ZHF conformément aux Contrats d'acquisition d'actions.

En outre, conformément au Contrat d'acquisition d'actions auxquels ils sont parties, les membres du Conseil d'administration qui détiennent des BSPCE se sont engagés à exercer ces derniers, et, au choix de ZHF, à (a) vendre les actions de la Société en résultant à ZHF au prix de 50 euros par action dans les cinq jours ouvrés suivant leur exercice ou, (b) apporter à l'Offre de manière irrévocable les actions de la Société en résultant, et ce dans les plus brefs délais après l'ouverture de l'Offre.

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

Conformément à l'Accord relatif à l'offre publique d'achat, la Société s'est engagée à ne pas vendre sur le marché ou selon d'autres modalités, ni à présenter, directement ou indirectement, les actions auto-détenues à l'Offre.

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

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

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

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

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

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote*
ZHF	1 406 151	58,77 %	1 406 151	58,77 %
Public	979 315	40,93 %	979 315	40,93 %
Dont actions auto-détenues	6 995	0,29 %	6 995**	0,29 %**
Total	2 392 461	100 %	2 385 466	100 %

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

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

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

Suite à l'Acquisition de blocs de titres, l'Initiateur a également acquis toutes les Obligations convertibles et tous les BSA émis par la Société auprès d'ABG-ROSA (HK) Limited. À la date de dépôt de l'Offre, l'Initiateur n'a pas converti l'une des Obligations convertibles ni exercé de BSA.

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

Medtech a introduit l'obligation de déclarer le franchissement de seuils dans ses statuts (article 13.4 des statuts), en vertu de quoi toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui viendrait à détenir ou céder un nombre d'actions supérieur à 1 % ou un multiple de 1 % du capital social ou des droits de vote, doit en informer la Société dans un délai de quatre (4) jours de bourse, par lettre recommandée avec accusé de réception.

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

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

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

Néant.

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

Conformément aux articles 223-11 et suivants du Règlement général de l'AMF et aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, l'Initiateur a notifié à l'AMF et à Medtech, par courriers en date du 22 juillet 2016, qu'à la suite de l'Acquisition de blocs de titres, celui-ci avait franchi au 18 juillet 2016 tous les seuils juridiques jusqu'à 50 % du capital social et des droits de vote de la Société. L'Initiateur a également déclaré ses intentions au regard de la Société.

Ces notifications ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 22 juillet 2016 sous le numéro 216C1711.

En outre, conformément à l'article 13.4 des statuts, l'Initiateur a notifié à Medtech par courrier en date du 22 juillet 2016 que, suite à l'Acquisition de blocs de titres, celui-ci avait franchi tous les seuils juridiques jusqu'à 58 % du capital social et des droits de vote de la Société le 18 juillet 2016.

Depuis la clôture de l'exercice 2015, le 30 juin 2016, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Actionnaires	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital social	% des droits de vote	Franchissement de seuil ayant donné lieu à déclaration
SC Muhan	18 juillet 2016	532 000	22,24 %	22,24 %	Dépassement à la baisse de 20 %
Bertin Nahum	18 juillet 2016	146 075	6,11 %	6,11 %	Dépassement à la baisse de 5 %
FCPI Newfund 1	18 juillet 2016	529 777	22,14 %	22,14 %	Dépassement à la baisse de 20 %
ZHF	18 juillet 2016	1 406 151	58,77 %	58,77 %	Dépassement à la hausse de 50 %

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

Il n'existe aucun détenteur de titres conférant des droits de contrôle spéciaux.

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

Néant.

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

Néant.

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

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

Le mandat des administrateurs est de six ans.

Le nombre d'administrateurs qui sont des personnes physiques ou les représentants permanents de personnes morales âgés de plus de 70 ans et qui statuent sur les comptes à la fin de chaque assemblée générale ordinaire, ne doit pas dépasser un tiers. Si cette proportion n'est pas respectée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à la date de l'assemblée générale ordinaire suivant immédiatement.

Dans l'éventualité où un ou plusieurs mandats d'administrateur serai(en)t vacant(s), le Conseil pourrait, dans les limites stipulées par la Loi, nommer des remplaçants temporaires par cooptation dans la mesure où ces nominations seraient ratifiées par l'assemblée générale suivant immédiatement.

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

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

Au-delà des pouvoirs généraux qui lui confèrent la Loi et les statuts, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations suivantes, accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société.

Date de l'Assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant nominal maximum autorisé
10 décembre 2015 (4 ^e résolution)	Autorisation et pouvoirs à conférer au Conseil d'administration en vue de l'achat, par la Société, de ses propres actions en application de l'article L.225-209 du Code de commerce	18 mois (c.-à-d. 10 juin 2017)	-	10 % du capital social
10 décembre 2015 (6 ^e résolution)	Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet d'annuler les titres auto détenus	18 mois (c.-à-d. 10 juin 2017)	-	10 % du capital social
10 décembre 2015 (7 ^e résolution)	Délégation de compétence à conférer au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par voie d'offre au public, par émission sans droit préférentiel de souscription, de toutes valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à une quotité du capital	26 mois (c.-à-d. 10 février 2018)	-	75 000 EUR
10 décembre 2015 (8 ^e résolution)	Délégation de compétence à conférer au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, de toutes actions ordinaires ou valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à une quotité du capital	26 mois (c.-à-d. 10 février 2018)	-	75 000 EUR
10 décembre 2015 (9 ^e résolution)	Délégation de compétence à conférer au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par voie d'offre par placement privé au sens de l'article L.411.2 II du Code monétaire et financier, par émission sans droit préférentiel de souscription, de toutes valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à une quotité du capital	26 mois (c.-à-d. 10 février 2018)	-	75 000 EUR

10 décembre 2015 (10 ^e résolution)	Autorisation à conférer conformément aux dispositions de l'article L.225-136 1° alinéa 2 et R.225-119 du Code de commerce au conseil d'administration à l'effet de fixer le prix d'émission des valeurs mobilières qui seraient émises avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre de la délégation de compétence, objet des résolutions précédentes	26 mois (c.-à-d. 10 février 2018)	-	75 000 EUR
10 décembre 2015 (11 ^e résolution)	Autorisation à conférer au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre, dans le cadre des délégations de compétence objet des précédentes résolutions, en cas de demandes excédentaires	26 mois (c.-à-d. 10 février 2018)	-	75 000 EUR
10 décembre 2015 (12 ^e résolution)	Délégation de compétence à conférer au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social en vue de rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital consentis à la société et des apports de titres réalisés au profit de la société dans le cadre d'une offre publique d'échange	26 mois (c.-à-d. 10 février 2018)	-	75 000 EUR
10 décembre 2015 (14 ^e résolution)	Autorisation à conférer au conseil d'administration en vue de consentir des options de souscriptions d'actions ou des options d'achat d'actions (les « Options »)	38 mois (c.-à-d. 10 février 2019)	Le Conseil d'administration en date du 4 mars 2016 a émis des Options	119 500 options
10 décembre 2015 (15 ^e résolution)	Délégation de compétence à conférer au conseil d'administration à l'effet d'émettre et attribuer, en une ou plusieurs fois, des bons de souscription d'actions (BSA) avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de catégories de personnes	18 mois (c.-à-d. 10 juin 2017)	-	119 500 nouvelles actions

10 décembre 2015 (16 ^e résolution)	Délégation de compétence à conférer au conseil d'administration à l'effet d'émettre et attribuer, en une ou plusieurs fois, des bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de catégorie de personnes	18 mois (c.-à-d. 10 juin 2017)	Le Conseil d'administration en date du 4 mars 2016 a émis des BSPCE	119 500 nouvelles actions
10 décembre 2015 (17 ^e résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil en vue d'augmenter le capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices et autres	26 mois (c.-à-d. 10 février 2018)	-	75 000 EUR
10 décembre 2015 (19 ^e résolution)	Délégation de compétence à conférer au conseil d'administration à l'effet de procéder à une augmentation de capital par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personne	18 mois (c.-à-d. 10 juin 2017)	Le Conseil d'administration en date du 10 décembre 2015 a émis des obligations convertibles en actions et des bons de souscription d'actions	400 000 EUR

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

À la connaissance de la Société, l'Offre ne conduira à aucun changement au regard des accords conclus par Medtech qui pourrait affecter de manière substantielle les intérêts de la Société.

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

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

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

MEDTECH

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

1. INTRODUCTION

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné par le Président Directeur Général de Medtech SA (« **la Société** » ou « **la Cible** ») en date du 6 juillet 2016, en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire (« **l'OPAS** » ou « **l'Offre** ») qui sera initiée par Zimmer Holdings France SAS (« **ZHF** » ou « **l'Initiateur** »), société de droit français intégralement contrôlée par Zimmer Biomet Holdings, Inc. (« **ZBH** »), société de droit américain, sur les actions de Medtech SA. Cette désignation a été ratifiée par le Conseil d'Administration de Medtech SA (le « **Conseil d'Administration** ») du 15 juillet 2016.

L'Offre fait suite à la cession hors marché, à l'Initiateur, en date du 18 juillet 2016 (la « **Transaction** ») :

- d'une part, d'un ensemble d'actions formant un bloc de contrôle représentant **58,77%** du capital et des droits de vote théoriques, sur une base non diluée, de la Cible (la « **Cession de Blocs** ») ; ont pris part à la Cession de Blocs les huit actionnaires suivants, qui ont ainsi cédé l'intégralité de leurs participations respectives dans le capital de la Société : SC Muhan, M. Bertin Nahum, M. Fernand Badano, M. Eric Briole, M. Lucien Blondel, M. Pierre Maillet, M. Eric Tassel et le FCPR Newfund 1 (les « **Actionnaires historiques** ») ; M. Fernand Badano, M. Eric Tassel, M. Lucien Blondel et M. Bertin Nahum se sont par ailleurs engagés à exercer les Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprise (« **BSPCE** ») qu'ils détiennent, puis, à l'option de ZHF, à apporter à l'Offre ou à céder à l'Initiateur au Prix d'Offre, tel que défini ci-après, les actions résultant de l'exercice de ces BSPCE ;
- d'autre part, d'un emprunt obligataire remboursable en 2020 (OCABSA 2020, ci-après les « **OCABSA** ») souscrit auprès de la Société par ABG-ROSA (HK) Limited ou *Ally Bridge Group*¹ (« **ABG** ») et revêtant la forme d'Obligations Convertibles en Actions (« **OCA** ») assorties de Bons de Souscription d'Actions (« **BSA** ») ; ABG a ainsi cédé à l'Initiateur l'ensemble des OCABSA (la « **Cession d'OCABSA** »).

¹ Groupe d'investissement mondial spécialisé dans le secteur médical.

Les Actionnaires historiques et ABG sont dénommés ci-après les « **Cédants** » ; la Cession de Blocs et l'OPAS, qui en découle², constituent ci-après « **l'Opération** ».

Cette mission d'expertise indépendante (la « **Mission** ») consiste à nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires de Medtech SA dont les titres sont visés par l'Offre, du prix d'Offre de **50,00 €** par action (le « **Prix d'Offre** »).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre des articles 261-1 I³ 1° et 2° et 261-1 II⁴ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15⁵.

² Le dépôt de l'Offre intervient à l'issue du franchissement par ZHF des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote de la Société, consécutif à la Cession de Blocs.

Extrait de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF :

« Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF. ».

Conformément à l'article 233-1 2° du règlement général de l'AMF :

« L'emploi de la procédure simplifiée d'offre peut intervenir dans les cas suivants :

[...]

2° Une offre émise par un actionnaire venant à détenir directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, après acquisition la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée ;

[...] ».

³ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1° Lorsque 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 ;

2° Lorsque 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 ;

[...] ».

⁴ Article 261-1 II du règlement général de l'AMF :

« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16 ».

⁵ Recommandation AMF n°2006-15. « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») s'entend au sens de l'article 262-1 I⁶ du règlement général de l'AMF.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, de l'Initiateur et de son actionnaire de référence (« **Zimmer Biomet** »), ainsi que de leurs conseils respectifs⁷ (« les « **Conseils** »), des Cédants et de BNP Paribas Corporate & Institutional Banking, établissement présentateur de l'Offre (« **l'Établissement présentateur** » ou « **BNP Paribas** ») ; plus particulièrement :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec les parties susmentionnées ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006⁸ ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁹ ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, l'Établissement présentateur ou au sein du même groupe¹⁰.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **annexe 5**.

⁶ Extrait de l'article 262-1 I :

« L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».

⁷ **Dechert LLP**, conseil juridique de Medtech SA ; **Stifel**, conseil financier de Medtech SA ; **Gide Loyrette Nouel AARPI** et **Faegre Baker Daniels LLP**, conseils juridiques de ZHF et ZBH ; les représentants des Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

⁸ Nous précisons à toutes fins utiles que Ledouble effectue auprès de Bpifrance Participations une mission récurrente d'évaluation de son portefeuille obligataire, qui est sans rapport avec la valorisation du titre Medtech SA.

⁹ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **annexe 5**.

¹⁰ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, et de la recommandation AMF n°2006-15¹¹ sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de Zimmer Biomet, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (« **Medtech** » ou le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe, ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le Prix d'Offre, sur les différents résultats de l'évaluation du titre Medtech SA (l'« **Action** »).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le *management* de la Société (la « **Direction** »), ainsi que des représentants de l'Initiateur, des Cédants, des Conseils et de l'Établissement présentateur, ont porté notamment sur :

- les informations disponibles sur le marché de la robotique médicale en général, et plus spécifiquement celui de la robotique chirurgicale appliquée à la neurochirurgie où le Groupe est positionné ;
- la documentation juridique¹² et financière¹³ relative à l'Opération ainsi qu'aux accords et opérations connexes, antérieurs et postérieurs, à l'Offre (les « **Accords connexes** ») ;
- les informations communiquées par la Société en *data room* à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de ses travaux de *due diligence* ;

¹¹ Recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières » ; document créé le 28 septembre 2006, modifié le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

¹² Notamment la lettre d'intention (« **LOI** ») de l'Initiateur, le projet d'accord relatif à l'Offre (*Tender Offer Agreement* ou « **TOA** »), les contrats de cession régissant la Cession de Blocs (*Share Purchase Agreements* ou « **SPAs** »), ainsi que la restitution des travaux de *due diligence* du conseil juridique de ZBH.

¹³ Notamment l'analyse de ZBH sur l'Opération et les éléments sous-jacents au Prix d'Offre.

- l'exploitation de l'information publique et réglementée, d'une part, de Medtech SA¹⁴ et, d'autre part, de ZBH¹⁵ qui contrôle l'Initiateur¹⁶ ;
- la documentation¹⁷ relative à l'admission aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris, en date de novembre 2013, des actions composant le capital de la Société (« **IPO** ») ;
- le rapport financier annuel au 30 juin 2015 (le « **Rapport financier annuel 2014/2015** ») et le rapport financier semestriel au 31 décembre 2015 (le « **Rapport financier semestriel 2015/2016** ») de Medtech SA ;
- les informations comptables et financières de la Société¹⁸ et de ses filiales disponibles à ce stade au titre de l'exercice clos le 30 juin 2016¹⁹, étant précisé que l'évaluation de l'Action s'entend sur le périmètre consolidé du Groupe ;
- l'analyse de l'endettement net du Groupe au 30 juin 2016 et des instruments potentiellement dilutifs²⁰ sur le capital de la Société, à l'examen notamment du plan de souscription d'ABG aux OCABSA et des dispositions prévues dans les contrats d'émission des autres instruments dilutifs²¹ ;
- le plan d'affaires à moyen terme du Groupe (le « **Business Plan** ») ;
- les références d'évaluation internes à la Société ;
- la revue de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes du titre Medtech SA depuis l'IPO, des communiqués de la Société et des objectifs de cours publiés par les analystes²² en charge du suivi du titre ;

¹⁴ En particulier à la rubrique « Relations investisseurs ». [\[En ligne\]](#).

¹⁵ En particulier à la rubrique *Investor Relations*. [\[En ligne\]](#).

¹⁶ ZHF n'étant pas une société cotée.

¹⁷ En particulier la documentation relative à l'IPO visée par l'AMF :

- Document de base enregistré le 28 octobre 2013 sous le numéro I.13-048. [\[En ligne\]](#).
- Note d'opération visée le 15 novembre 2013 sous le numéro 13-617. [\[En ligne\]](#).

¹⁸ La Société, bien que détenant l'intégralité des parts de ses filiales, n'établit pas de comptes consolidés, en application des articles [L. 223-17](#) et [R.233-16](#) du Code de commerce qui prévoit l'exemption des groupes ne dépassant pas certains seuils ; les comptes de Medtech SA sont donc conformes aux dispositions du Code de Commerce ainsi que du règlement ANC [2014-03](#) du 5 juin 2014 applicables aux comptes annuels.

¹⁹ Pour mémoire, la Société a annoncé la publication de son chiffre d'affaires annuel 2015/2016 le 19 juillet 2016.

²⁰ La Société ayant réalisé fin 2015 une émission d'Obligations Convertibles en Actions assorties de Bons de Souscription d'Actions (OCABSA) auprès d'ABG, groupe d'investissement mondial spécialisé dans le secteur médical, pour un montant de 13,6 M€ ; à chaque OCA est attaché 0,4 BSA donnant droit de souscrire à une action de la Société (§ 5).

²¹ Des programmes de Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprise (« **BSPCE** ») et de *stock-options* (« **Options** ») sont en cours de validité (§ 2.2.2).

²² Genesta, Natixis, Oddo Securities.

- les notes d'analystes récentes disponibles sur Medtech SA, ainsi que sur les entités comparables au Groupe en termes d'activité ou/et de modèle économique ;
- des extractions de nos bases de données²³, relatives à la Société ainsi qu'aux autres acteurs du marché sur lequel elle est positionnée, aux objectifs de cours des *brokers* et aux multiples de valorisation par des comparables boursiers et des comparables transactionnels ;
- le recensement des principales différences entre le référentiel comptable appliqué par la Société et les référentiels comptables internationaux des comparables boursiers et transactionnels mobilisés pour l'évaluation multicritère de l'Action ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritère de l'Action, ainsi que de l'analyse de la sensibilité des résultats de cette valorisation à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- l'analyse des primes offertes à l'occasion d'offres publiques récentes ayant porté sur la majorité du capital des sociétés visées²⁴, resituées dans le contexte de l'Offre, et notamment dans la perspective du retrait obligatoire visé par l'Initiateur ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires de la Société antérieurement à l'Offre ;
- la consultation des manifestations d'intérêt exprimées par des investisseurs pour l'acquisition des titres de la Société antérieurement à l'Offre ;
- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de ses filiales au titre des deux derniers exercices clos (2014/2015 et 2015/2016²⁵) qui s'est avérée utile à nos travaux ;
- les projets de notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible qui seront soumis à l'AMF en vue de l'obtention de la décision de conformité du projet d'Offre ;
- la revue des travaux d'évaluation de l'Établissement présentateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action.

²³ Dont *Bloomberg* (paramètres financiers), *Thomson One* (notes d'analystes et comparables boursiers), *Mergermarket* (comparables transactionnels).

²⁴ Nous nous référons à nos travaux pluriannuels de revue des offres publiques sur la période 2013-2016.

²⁵ Nous précisons à ce stade que les comptes annuels de l'exercice 2015/2016 de Medtech SA n'ont, à ce jour, pas encore été arrêtés par la Société, et que, dès lors, nous n'avons pu disposer que d'éléments d'atterrissage concernant les informations comptables au 30 juin 2016.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction et de l'Initiateur confirmant les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Opération.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présenterons successivement :

- la structure, les objectifs ainsi que le périmètre de l'Opération (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement du Groupe (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action et la synthèse de ces travaux (§ 4) ;
- les caractéristiques des OCABSA en lien avec leurs modalités de cession à l'Initiateur (§ 5) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement présentateur (§ 6) ;
- notre appréciation du contenu des Accords connexes (§ 7).

La conclusion du Rapport constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de Medtech SA dont les titres sont visés par l'Offre (§ 8).

1.6. Conventions de présentation

Les montants et devises présentés dans le Rapport sont susceptibles d'être exprimés en :

- euros (€) ou dollars (\$),
- milliers d'euros (K€) ou milliers de dollars (K\$),
- millions d'euros (M€) ou millions de dollars (M\$),
- milliards d'euros (Md€) ou milliards de dollars (Md\$).

La Société clôturant ses comptes annuels en cours d'année civile à la fin du mois de juin, nous retiendrons par convention que l'exercice 201X/201X+1 clôture le 30 juin 201X+1 ; à titre d'exemples :

- l'exercice 2015/2016, désormais écoulé, est celui ayant clôturé le 30 juin 2016 ;
- l'exercice 2016/2017, en cours, est celui qui clôturera le 30 juin 2017.

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte [En ligne], dont les références s'entendent à la date de nos travaux, peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Medtech est une société anonyme au capital de 598.115,25 €, sise 900, rue du Mas de Verchant, ZAC Eureka, à Montpellier (34000), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Montpellier²⁶. La Présidence du Conseil d'Administration et la Direction générale de la Société sont assurées conjointement par par M. Bertin Nahum²⁷.

Fondée en 2002 par M. Bertin Nahum, Medtech SA, spécialisée dans la conception, le développement et la commercialisation de robots chirurgicaux²⁸ utilisés en neurochirurgie du crâne et du rachis, est l'entité faîtière du Groupe constitué d'elle-même et de quatre filiales détenues à 100%²⁹, dotées ensemble d'un effectif d'environ 80 salariés : Medtech Surgical Inc.³⁰, Medtech Surgical Ltd³¹, Medtech Surgical Nordics ISV³² et Medtech Surgical GmbH³³.

Les 2.392.461 actions composant le capital de Medtech SA, d'une valeur nominale unitaire de 0,25 €, sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment C³⁴). Le nombre de droits de vote est identique au nombre d'actions³⁵ (§ 2.3).

La Société clôture ses comptes annuels en exercice décalé par rapport à l'année civile, au 30 juin.

²⁶ Sous le numéro 442 896 015 RCS Montpellier.

²⁷ M. Bertin Nahum est en outre membre du Conseil National du Numérique, rattaché au Ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique, et s'est vu décerner plusieurs distinctions pour sa contribution au développement de la robotique chirurgicale. [\[En ligne\]](#).

²⁸ Ces dispositifs robotiques innovants, qui permettent d'assister les chirurgiens pendant leurs interventions, visent à la mise en œuvre de traitements moins invasifs que ceux induits par les modes opératoires traditionnels.

²⁹ Outre sa participation dans le capital de ses filiales, la Société détient par ailleurs une participation minoritaire dans Maeglin Software SAS, ayant fait l'objet d'une procédure collective ouverte en mars 2013, et dont les titres ont été intégralement dépréciés dans les comptes de Medtech SA.

³⁰ Société de droit américain.

³¹ Société de droit anglais.

³² Société de droit danois.

³³ Société de droit allemand.

³⁴ Sous le code FR0010892950, mnémonique ROSA.

³⁵ A l'exception des actions d'autocontrôle dépourvues de droits de vote.

2.1.2. Initiateur

Zimmer Holdings France SAS (ZHF) est une société par actions simplifiée de droit français au capital de 345.691 €, sise 70, rue du Chanoit à Brognard (25600), immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Belfort³⁶, et dont l'associé unique est Zimmer Europe Holdings BV, société de droit néerlandais, sise Toermalijnring 600, 3316 LC Dordrecht ; la Présidence de ZHF est assurée par M. Guillaume Genin. L'activité de ZHF, qui a été créée en 2008, consiste à acquérir, détenir et gérer les participations du groupe Zimmer Biomet en France.

ZHF est contrôlée par Zimmer Biomet Holdings, Inc. (**ZBH**), société de droit américain immatriculée selon les dispositions en vigueur dans l'état du Delaware, et sise 345, East Main Street Warsaw, Indiana (46580), Etats-Unis. Fondée en 1927 et devenue *leader* mondial³⁷ dans le domaine des soins de santé musculo-squelettiques, ZBH est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de divers produits médicaux³⁸, en relation avec les professionnels de la santé.

Les actions de ZBH sont cotées au *New York Stock Exchange* et au *SIX Swiss Exchange*.

2.1.3. Autres entités impliquées dans l'Opération

Outre les personnes physiques, le cercle des Cédants compte :

- la **SC Muhan**, société civile contrôlée par M. Bertin Nahum ;
- le **FCPR Newfund 1**, fonds commun de placement à risques³⁹, qui avant la Cession de Blocs comptait Medtech SA dans ses participations⁴⁰.

³⁶ Sous le numéro 508 080 926 RCS Belfort.

³⁷ ZBH, au travers de ses implantations à l'échelle mondiale, est présent dans plus de 25 pays et commercialise ses produits dans plus d'une centaine de pays.

³⁸ Solutions orthopédiques reconstructives ; produits utilisés dans la médecine du sport et la biologie ; produits dédiés aux traumatismes, aux extrémités, à la colonne vertébrale, à la guérison osseuse, à la craniomaxillofaciale ; produits thoraciques, implants dentaires, produits liés à la chirurgie.

³⁹ Le FCPR Newfund 1 a été créée en 2008. [\[En ligne\]](#).

⁴⁰ Le portefeuille diversifié de Newfund compte plus d'une quarantaine de participations. [\[En ligne\]](#).

2.2. Structure et objectifs de l'Opération

2.2.1. Cession de Blocs et Cession d'OCABSA

L'Offre s'inscrit dans le prolongement de la Cession de Blocs portant sur 1.406.151 actions de la Société, soit **58,77%** du capital sur une base non diluée :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
SC Muhan	532 000	22,24%	532 000	22,24%
Bertin Nahum	146 075	6,11%	146 075	6,11%
Fernand Badano	47 860	2,00%	47 860	2,00%
Eric Briole	24 100	1,01%	24 100	1,01%
Lucien Blondel	28 720	1,20%	28 720	1,20%
Pierre Maillet	29 720	1,24%	29 720	1,24%
Eric Tassel	67 899	2,84%	67 899	2,84%
FCPR New fund 1	529 777	22,14%	529 777	22,14%
Total Cession de Blocs	1 406 151	58,77%	1 406 151	58,77%
Public	979 315	40,93%	979 315	40,93%
Actions auto-détenues	6 995	0,29%	6 995	0,29%
Total	2 392 461	100,00%	2 392 461	100,00%

La Cession d'OCABSA intervenue concomitamment à la Cession de Blocs porte sur 452.363 OCA et 180.945 BSA, étant précisé que le ratio de conversion applicable aux BSA est de 0,4 BSA par OCA (§ 5) ; les OCA et les BSA donnent donc ensemble la possibilité à leurs porteurs de souscrire à environ⁴¹ 633.308 actions de la Société (§ 5).

Les principales conditions de la Cession de Blocs et de l'Offre subséquente, ainsi que de la Cession d'OCABSA, figurant dans le communiqué⁴² du 18 juillet 2016 annonçant l'Opération, sont consignées et détaillées dans le contrat cadre de l'Offre ou *Tender Offer Agreement* (TOA) conclu le 15 juillet 2016 entre Medtech SA et ZHF, d'une part, et deux *Share Purchase Agreements* (« **SPAs** ») conclus le 15 juillet 2016 entre ZHF et les Cédants⁴³, d'autre part :

- le Prix de la Cession de Blocs s'établit à **50,00 €** par action (le « **Prix de Cession des Blocs** ») ;

⁴¹ Le contrat d'émission des OCABSA comporte une clause d'ajustement du ratio de conversion des OCA en cas d'offre publique visant les titres Medtech SA (§ 5.1).

⁴² « Zimmer Biomet acquiert Medtech ». [\[En ligne\]](#).

⁴³ *Share Purchase Agreement* Among SC Muhan, Bertin Nahum, Fernand Badano, Eric Briole, Lucien Blondel, Pierre Maillet, Eric Tassel and ABG-ROSA (HK) Limited, as Sellers, and Zimmer Holdings France SAS, as Purchaser, and Bertin Nahum, as Shareholders' Representative (Dated as of July 15, 2016); *Share Purchase Agreement* relating to Medtech SA between FCPI Newfund 1 and Zimmer Holdings France SAS (Dated July 15, 2016).

- le Prix de la Cession des OCABSA s'établit à **50,03 €⁴⁴** par OCA (le « **Prix de Cession des OCA** ») et à **17,17 €⁴⁵** par BSA (le « **Prix de Cession des BSA** ») ;
- l'OPAS sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **RO** ») si, à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'OPAS représentent moins de 5% du capital et des droits de vote de la Cible ;
- M. Bertin Nahum, à l'issue de l'Offre, est appelé à prendre la direction du développement des activités robotiques de ZBH.

2.2.2. Accélération de la période d'exercice des BSPCE et des Options et engagements des Cédants porteurs de BSPCE

En marge des OCA et des BSA cédés par ABG à l'Initiateur dans les conditions précitées (§ 2.2.1), la Société a émis :

- entre **2010 et 2015**, des Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprise (les « **BSPCE** »), répartis en 7 plans, dont 35.685 restent à exercer à la date de la Cession de Blocs ; le premier plan de BSPCE était d'ores et déjà entièrement exerçable⁴⁶, les deuxième et troisième plans de BSPCE l'étant en outre partiellement, à proportion à ce jour respectivement de 60%⁴⁷ et de 20%⁴⁸.

M. Bertin Nahum, en sa qualité de Président Directeur Général, a la capacité de rendre exerçable le solde des BSPCE non encore parvenus à maturité, en en accélérant la période de *vesting* (période d'exercice anticipée), conformément aux dispositions de ces plans⁴⁹, afin de permettre à leurs détenteurs d'apporter à l'Offre les actions sous-jacentes à ces BSPCE ;

- entre **2014 et 2015**, des *stock-options* (les « **Options** »), réparties en 7 plans, dont 71.850 restent à exercer à la date de la Cession de Blocs ; celles du premier plan d'Options étaient d'ores et déjà exerçables à proportion de 20%⁵⁰.

M. Bertin Nahum, en sa qualité de Président Directeur Général, a reçu du Conseil d'Administration en date du 15 juillet 2016 délégation de pouvoir pour rendre exerçable le solde des Options non encore parvenues à maturité, en en

⁴⁴ Par transparence avec le Prix d'Offre, majoré en l'occurrence du montant des intérêts courus sur les OCA au titre de la période comprise entre le 1^{er} juillet 2016 et le 17 juillet 2016, veille de l'annonce de l'Opération, les intérêts sur les OCA étant payables bi-annuellement.

⁴⁵ Par transparence avec le Prix d'Offre, minoré en l'occurrence du prix d'exercice de **32,83 €** des BSA.

⁴⁶ Au 9 octobre 2014.

⁴⁷ Au 9 février 2016 (20%), au 9 mai 2016 (20%) et au 9 août 2016 (20%).

⁴⁸ Au 9 juillet 2016 (20%).

⁴⁹ Les contrats d'émission des BSPCE, au chapitre « Cession de contrôle », stipulent que le Président [du Conseil d'Administration] dispose de la compétence pour accélérer le *vesting* des BSPCE en cas de changement de contrôle : « *Dans l'hypothèse où le contrôle (au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce) de la Société viendrait à être cédé, le Président pourra, s'il l'estime opportun, mettre fin automatiquement et sans formalité par anticipation au délai d'exercice des BSPCE [...]* »).

⁵⁰ Au 9 juillet 2016.

accélérant la période de *vesting* (période d'exercice anticipée), conformément aux dispositions de ces plans⁵¹, afin de permettre à leurs détenteurs d'apporter à l'Offre les actions sous-jacentes à ces Options.

Les BSPCE et les Options permettent ainsi à leurs bénéficiaires de souscrire à 168.050⁵² actions de la Société :

BSPCE	BSPCE ₁₀₋₁₁	BSPCE ₀₇₋₁₃	BSPCE ₀₇₋₁₃	BSPCE ₀₇₋₁₃	BSPCE ₀₇₋₁₃	BSPCE ₀₅₋₁₄	BSPCE ₁₂₋₁₅	Total
Date de l'AGE	23-avr.-10	26-juil.-13	26-juil.-13	26-juil.-13	26-juil.-13	22-mai-14	10-déc.-15	
Date du Conseil d'Administration	13-oct.-11	10-févr.-14	10-juil.-14	10-oct.-14	10-déc.-14	5-mars-15	10-déc.-15	
Prix d'exercice	3,7985 €	9,88 €	9,88 €	9,88 €	9,88 €	32,76 €	26,80 €	
Nombre de BSPCE	1 500	640	160	835	50	1 000	31 500	35 685
Nombre d'actions sous-jacentes	30 000	12 800	3 200	16 700	1 000	1 000	31 500	96 200
Equivalent trésorerie (K€)	114	126	32	165	10	33	844	1 324

Il nous a été confirmé que dans le cas où les détenteurs de BSPCE ou d'Options ne les exerceraient pas pendant les périodes d'exercice anticipées précisées ci-dessus, ces BSPCE ou ces Options deviendraient caducs.

Conformément au SPA, M. Fernand Badano⁵³, M. Eric Tassel⁵⁴, M. Lucien Blondel⁵⁵ et M. Bertin Nahum⁵⁶ se sont engagés vis-à-vis de ZHF à exercer les BSPCE qu'ils détiennent dès que cela sera légalement possible, puis, à l'option de ZHF, à apporter à l'Offre ou à céder à l'Initiateur au Prix d'Offre les actions résultant de l'exercice de ces BSPCE ; il nous a été confirmé, d'une part, que l'ensemble des Cédants porteurs de BSPCE se sont ainsi engagés à apporter à l'Offre ou à céder à l'Initiateur au Prix d'Offre les actions sous-jacentes, et que les Cédants ne sont pas porteurs d'Options :

Options	Options ₀₇₋₁₄	Options ₁₀₋₁₄	Options ₁₂₋₁₄	Options ₀₃₋₁₅	Options ₀₆₋₁₅	Options ₁₂₋₁₅	Options ₀₃₋₁₆	Total
Date de l'AGE	22-mai-14	22-mai-14	22-mai-14	22-mai-14	22-mai-14	10-déc.-15	10-déc.-15	
Date du Conseil d'Administration	10-juil.-14	10-oct.-14	10-déc.-14	5-mars-15	25-juin-15	10-déc.-15	4-mars-16	
Prix d'exercice	31,47 €	25,64 €	25,69 €	32,76 €	30,74 €	26,80 €	25,54 €	
Nombre d'Options	21 500	15 000	350	-	18 250	10 500	6 250	71 850
Nombre d'actions sous-jacentes	21 500	15 000	350	-	18 250	10 500	6 250	71 850
Equivalent trésorerie (K€)	677	385	9	-	561	281	160	2 072

⁵¹ Les contrats d'émission des Options, au chapitre « *Accelerated vesting – Liquidity Event* », stipulent que le Conseil d'Administration dispose de la compétence pour accélérer le *vesting* des Options en cas d'événement de liquidité : « *In the event of a Liquidity Event, the Board may decide, and subject to the Presence of the Beneficiary at this date, that all part of the unvested [...] Stock Options will become vested by anticipation [...]* » ; comme mentionné ci-dessus, le Conseil d'Administration qui s'est tenu le 15 juillet 2016 a décidé de déléguer à M. Bertin Nahum le pouvoir d'accélérer le *vesting* des Options.

⁵² 35.685 BSPCE et 71.850 Options, donnant droit à la souscription respectivement de 96.200 actions et de 71.850 actions.

⁵³ Détenteur de 1.300 BSPCE₁₀₋₁₁ lui conférant le droit de souscrire à 26.000 actions.

⁵⁴ Détenteur de 150 BSPCE₁₀₋₁₁ lui conférant le droit de souscrire à 3.000 actions.

⁵⁵ Détenteur de 150 BSPCE₀₇₋₁₃ lui conférant le droit de souscrire à 3.000 actions.

⁵⁶ Détenteur de 250 BSPCE₀₇₋₁₃ lui conférant le droit de souscrire à 5.000 actions et de 30.000 BSPCE₁₂₋₁₅ lui conférant le droit de souscrire à 30.000 actions.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'ensemble des actions de la Société qui ne sont pas détenues par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre⁵⁷ :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Zimmer Holdings France	1 406 151	58,77%	1 406 151	58,77%
Public	979 315	40,93%	979 315	40,93%
Actions auto-détenues	6 995	0,29%	6 995	0,29%
Total	2 392 461	100,00%	2 392 461	100,00%

En conséquence, le périmètre de l'Offre comprend au maximum 1.147.365 actions de la Société ; ce plafond⁵⁸ de 1.147.365 actions s'analyse comme suit :

- 979.315 actions correspondant à un volume de 2.392.461 actions en circulation émises par la Société, minoré de la fraction de 1.406.151 actions ayant fait l'objet de la Cession de Blocs, d'une part, et du volant de 6.995 actions d'autocontrôle non apportées à l'Offre, d'autre part (§ 1.1.3) ;
- l'ensemble des actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre par l'exercice des BSPCE, soit au total 96.200 actions (§ 2.2.2), étant précisé que l'Offre ne vise pas les BSPCE, qui ne sont pas transférables ;
- l'ensemble des actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre par l'exercice des Options, soit au total 71.850 actions (§ 2.2.2), étant précisé que l'Offre ne vise pas les Options, qui ne sont pas transférables.

Du fait de la Cession d'OCBASA, l'Offre ne vise pas les 452.363 OCA ni les 180.945 BSA inclus dans la Transaction (§ 2.2.1).

2.4. Financement de l'Offre

L'Offre sera financée par l'Initiateur sur ses fonds propres et *via* des prêts d'actionnaire de ZBH⁵⁹.

⁵⁷ Droits de vote théoriques afférents aux actions auto-détenues, conformément à l'article 223-11, 2^{ème} alinéa du règlement général de l'AMF.

⁵⁸ Les actions susceptibles d'être émises par la conversion des OCABSA, à proportion de 452.363 actions avant l'ouverture de l'Offre ou 492.226 actions pendant la période d'Offre (§ 5), n'auront pas à être apportées, puisqu'elles seront d'ores et déjà entre les mains de l'Initiateur.

⁵⁹ Nous avons eu connaissance du plan d'affaires de ZBH, sous-tendant l'Opération et son financement.

2.5. Accords connexes à l'Offre

L'Opération est encadrée par le TOA, les SPAs et les accords décrits et analysés *infra* (§ 7).

Bien que nous n'ayons pas été expressément désignés au titre de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF applicable « *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix [...] de l'offre publique considérée* », nous avons recherché dans le contenu de ces accords d'éventuelles dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Nous retenons en substance que les seuls accords conclus par les Cédants en leur qualité d'actionnaire sont les SPAs, compte tenu de la Cession de Blocs intervenue le 18 juillet 2016, au terme de laquelle ils ont cédé leurs participations dans le capital de la Société.

3. PRÉSENTATION DE MEDTECH⁶⁰

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché⁶¹.

3.1. Caractéristiques du marché de la robotique chirurgicale

Depuis les années 1990 qui en marquent l'émergence, les dispositifs d'assistance à la chirurgie ont fortement évolué, depuis la chirurgie assistée par ordinateur jusqu'à la robotique chirurgicale, qui se définit comme l'utilisation d'un robot au cours d'une procédure impliquant directement ou indirectement le chirurgien. Cette technique optimise la visualisation et le ciblage des zones à traiter et améliore les capacités de diagnostic.

Le marché de la robotique chirurgicale n'a cessé de se développer du fait de l'intérêt des avancées techniques, en faveur notamment du développement de la chirurgie mini-invasive, de la réduction du nombre d'erreurs chirurgicales, et de gains de temps dans la mise en œuvre des procédures.

Le marché de la robotique chirurgicale est devenu vaste et comprend aujourd'hui différents segments, dont :

- la neurochirurgie, spécialisée dans le système nerveux central et périphérique ;
- la chirurgie du rachis (colonne vertébrale) ;
- l'oto-rhino-laryngologie (chirurgie de l'oreille, du nez et de la gorge) ;
- la chirurgie orthopédique des membres supérieurs (épaule, coude et main) et des membres inférieurs (hanche, genou et pied) ;
- la chirurgie des tissus mous.

Le marché mondial de la robotique chirurgicale s'est surtout développé aux Etats-Unis, *leader* du marché avec plusieurs entreprises de référence ; à l'échelle mondiale, il est soutenu par plusieurs leviers de croissance :

⁶⁰ Principales sources d'informations : entretiens avec la Direction ; Document de base émis lors de l'IPO ; Rapport financier semestriel 2015/2016 ; Rapport financier annuel 2014/2015 ; Références bibliographiques répertoriées en **annexe 4**.

⁶¹ L'analyse est résumée à la fin de cette partie du Rapport sous la forme d'une matrice *Swot* (§ 3.5).

- un besoin de rationalisation des équipements de soins et d'économie des structures de santé ;
- des attentes en hausse chez les patients en termes d'esthétisme post-opératoire et de qualité des soins ;
- l'augmentation de la population mondiale, estimée à 8,5 milliards en 2030, en hausse de 15,7% par rapport à 2015⁶² ;
- l'allongement de l'espérance de vie dans le monde, corroborée par une hausse moyenne de 5 ans entre 2000 et 2015⁶³ ;
- une hausse des pathologies neurologiques (Parkinson, Alzheimer, tumeurs,...).

En 2014 le marché mondial de la robotique chirurgicale était estimé à 3,2 Md\$ et devrait continuer de croître pour atteindre 20 Md\$ au début des années 2020⁶⁴, soit un taux de croissance annuel moyen de 30%, tiré par un contexte mondial de recherche et d'innovations constantes afin de répondre au mieux aux besoins des patients et des chirurgiens.

Medtech, sur son créneau d'applications thérapeutiques, cible un marché mondial de l'ordre de 2,5 Md€⁶⁵, se divisant en deux secteurs :

- la chirurgie du cerveau, dont le potentiel robotique est estimé à 2.800 robots, soit 60.000 chirurgies par an dans la zone Europe, Moyen-Orient et Afrique ;
- la chirurgie du rachis, dont le potentiel robotique est estimé à 6.500 robots, soit 1,5 millions de chirurgies par an dans le monde.

3.2. Positionnement de Medtech sur son secteur

Fondée en 2002, Medtech SA est une société française spécialisée dans la conception et la fabrication de dispositifs robotiques innovants d'assistance à la chirurgie, dans les domaines de la neurochirurgie du crâne et du rachis (§ 3.1).

⁶² Source : ONU (2015). *World Population Prospects: 2015 Revision, Key Findings and Advance Tables*, p. 1. [\[En ligne\]](#).

⁶³ Source : OMS (2016). *Surveiller la santé pour les ODD (Objectifs du développement durable)*, World Health Statistics: Monitoring Health for the SDGs, mai, p. 7. [\[En ligne\]](#).

⁶⁴ Source : WinterGreen Research Inc. (2015). *Surgical robots Markets Shares, Strategies, and Forecasts, Worldwide, 2015 to 2021*, avril, présentation de l'étude. [\[En ligne\]](#).

⁶⁵ Source : Medtech SA.

En 2007, la Société a développé une plateforme technologique *ROSA Brain*, dédiée à la neurochirurgie crânienne homologuée en Europe, aux États-Unis, au Canada et en Chine. Depuis 2011, Medtech a diversifié ses activités, notamment dans la chirurgie de la colonne vertébrale (vissage pédiculaire) avec la plateforme technologique *ROSA Spine*.

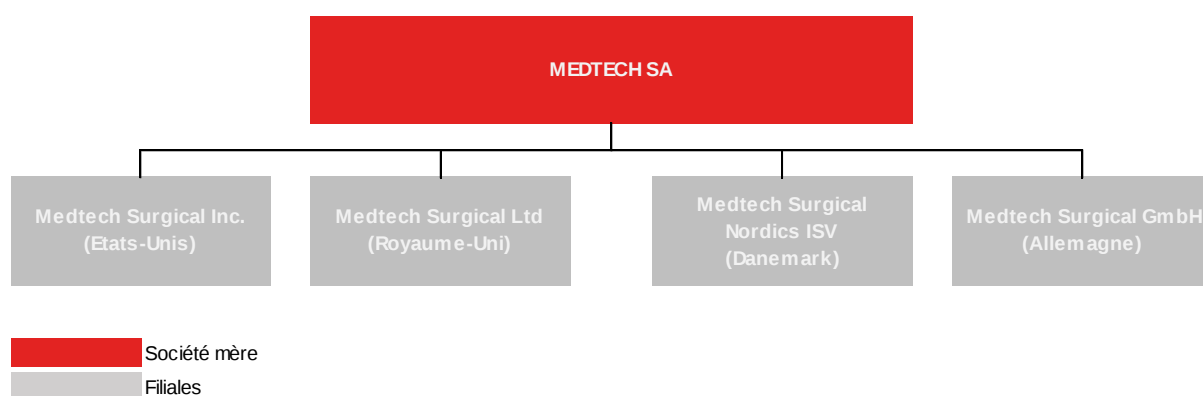
Des équipements *ROSA Combined* répondent désormais aux besoins des deux types d'intervention, du crâne et du rachis.

Le dispositif *ROSA* assiste le chirurgien dans le cadre de biopsies, d'implantations d'électrodes⁶⁶ pour des procédures fonctionnelles, de procédures de chirurgie à crâne ouvert faisant appel à un dispositif de navigation, d'interventions endoscopiques et pour toute autre procédure de type « trou de serrure » au sens mini-invasif du terme.

Aujourd'hui, Medtech se positionne comme un acteur incontournable du marché de la robotique chirurgicale, et est présent dans plus d'une trentaine de pays *via* des filiales ou des distributeurs (§ 3.2.1). Le Groupe a conforté sa réputation auprès d'établissements hospitaliers publics et privés de référence, notamment aux États-Unis ; il s'efforce de répondre à leurs contraintes budgétaires, et indirectement à celles des pays où il est implanté, en matière de contrôle des dépenses de santé, en modérant les prix de vente des robots commercialisés.

3.2.1. Organisation commerciale

L'organigramme du Groupe est constitué de 4 filiales détenues à 100% par Medtech SA :



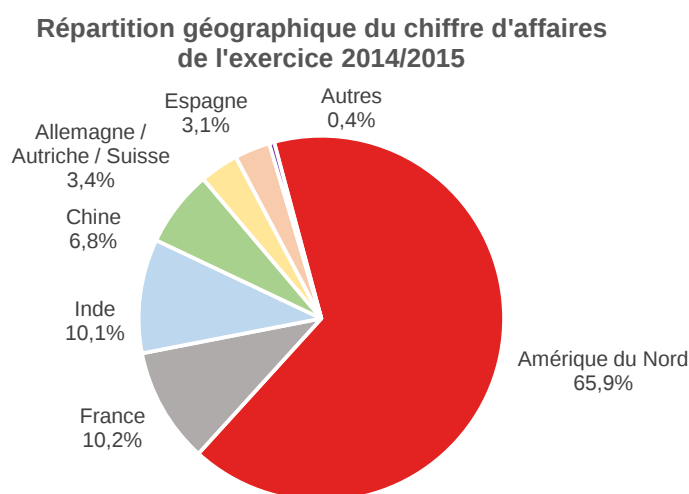
⁶⁶ En particulier pour les interventions dédiées au traitement de l'épilepsie (Stéréo-électroencéphalographie ou SEEG).

Les activités du Groupe sont structurées autour de ses deux principaux produits *ROSA Brain* et *ROSA Spine*. Afin d'atteindre ses objectifs de croissance, la Société a mis en place une stratégie commerciale basée sur deux axes :

- **La vente directe** : sur des marchés matures et technologiquement avancés, Medtech SA a implanté géographiquement les quatre filiales susmentionnées, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Danemark et en Allemagne, afin de répondre au mieux aux besoins des clients, et d'optimiser les rendements ; les contrats commerciaux restent cependant portés par Medtech SA ;
- **La vente indirecte** : un réseau de distribution international a été déployé dans les pays les plus difficiles d'accès, géographiquement et législativement. Medtech SA a ainsi conclu des accords de distribution avec des acteurs locaux⁶⁷.

3.2.2. Répartition du chiffre d'affaires⁶⁸

Au titre de l'exercice 2014/2015, le chiffre d'affaires de la Société, essentiellement généré à l'international, plus particulièrement aux Etats-Unis⁶⁹, se répartit comme suit :



⁶⁷ Tels que Surgicom PTY LTD (Australie), Soelim International (Corée du Sud), Neuroline (Espagne), Tekmed Instruments (Italie), Institute of Clinical Research (Pologne), Stargen EU (République Tchèque), Unison Health Group (Taiwan), Medikon (Turquie).

⁶⁸ Source : Medtech SA.

⁶⁹ L'Amérique du Nord comprend essentiellement les Etats-Unis, la contribution du Canada étant encore marginale.

3.3. Facteurs historiques de croissance et de développement de Medtech⁷⁰

Le développement du Groupe est le résultat d'importants investissements dans la technologie et d'une volonté d'expansion à l'échelle internationale :

- **2002** : Fondée par M. Bertin Nahum, actuel Président Directeur Général (CEO) de Medtech SA, la Société est à ses débuts spécialisée en orthopédie dans la chirurgie du genou et développe le robot *BRIGIT* ;
- **2006** : Medtech SA, ne disposant pas à l'époque de la capacité de commercialisation du robot *BRIGIT*, en cède son portefeuille de brevets au groupe américain Zimmer, devenu depuis lors Zimmer Biomet Holdings, Inc. ;
- **2007** : Medtech réoriente son activité sur le marché de la robotique neurochirurgicale et développe *ROSA Brain*, solution robotique destinée à la chirurgie du cerveau ;
- **2008 – 2010** : Obtention du marquage CE⁷¹ pour *ROSA Brain* puis de l'homologation FDA⁷² ; début de commercialisation de la plateforme en Europe ; contrat de distribution avec Neuroline en Espagne ;
- **2011** : Début du développement commercial de *ROSA Brain* aux États-Unis ; lancement du programme *ROSA Spine* ; ouverture de la filiale Medtech Surgical Inc. aux États-Unis ;
- **2013** : Introduction en bourse sur le marché Euronext à Paris ; 21 robots *ROSA Brain* installés dans le monde ; Medtech est primé par le cabinet de conseil en stratégie Frost & Sullivan, avec le prix « Société européenne dans le domaine de la robotique en neurochirurgie » ;
- **2014** : Obtention du marquage CE pour *ROSA Spine* et lancement commercial officiel ; autorisation de mise sur le marché chinois de *ROSA Brain* ; signature d'accords de distribution en Italie et en Corée du Sud ; ouverture de trois filiales en Europe : Medtech Surgical Ltd (Royaume-Uni), Medtech Surgical Nordics ISV (Danemark) et Medtech Surgical GmbH (Allemagne) ; 33 robots *ROSA Brain* installés dans le monde ; le prix

⁷⁰ Source : Rapports financiers annuels (2012/2013 à 2014/2015) et semestriel (2015/2016) de Medtech SA, communiqués de presse de la Société, notes de *brokers*.

⁷¹ « Conforme aux Exigences », marquage créé dans le cadre de la législation d'harmonisation technique européenne.

⁷² Food & Drug Administration, Agence américaine des produits alimentaires et médicamenteux, en charge notamment de l'autorisation de la commercialisation des médicaments sur le territoire des États-Unis.

« Révélation » est décerné à Medtech par le Palmarès Technology 50 pour la région Méditerranée ;

- **2015 :** Signatures de nouveaux accords de distribution en Australie / Nouvelle-Zélande, en Pologne, en République Tchèque, à Taiwan et en Turquie ; 59 robots⁷³, dont 58 robots *ROSA Brain* et 1 robot *ROSA Spine* installés dans le monde ; Medtech reçoit le prix « *Excellence in Best Practices* » 2015 délivré par le cabinet de conseil en stratégie Frost & Sullivan, et est récompensé par le Prix « Entreprise cotée » 2015 du Palmarès 50 pour la région Méditerranée, pour ses performances de croissance et le développement de sa technologie innovante dans le domaine de la neurochirurgie mini-invasive ;
- **2016 :** Homologation *FDA* aux États-Unis pour *ROSA Spine* ; Medtech annonce la commercialisation, au titre du troisième trimestre de l'exercice 2015/2016 de 10 robots⁷⁴, et au titre du quatrième trimestre du même exercice de 13 robots⁷⁵ ; 82 robots installés dans le monde au 30 juin 2016.

3.4. Analyse historique de la performance de Medtech⁷⁶

3.4.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information statutaire, l'activité et la profitabilité de Medtech SA, exprimée en Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA⁷⁷) ou Résultat Opérationnel Courant (EBIT⁷⁸), ont connu l'évolution suivante, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :

K€	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015
Chiffre d'affaires (CA)	1 780	2 524	6 517
Var. %		41,8%	158,2%
Excédent brut d'exploitation	(1 315)	(2 152)	(2 801)
% CA	(73,9%)	(85,3%)	(43,0%)
Résultat d'exploitation	(1 411)	(2 401)	(3 290)
% CA	(79,3%)	(95,1%)	(50,5%)

⁷³ Dont 29 robots aux Etats-Unis et au Canada, et 17 robots en Europe.

⁷⁴ « Chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre de l'exercice 2015/16 en solide progression de 81% à 3,1 M€ », 7 avril 2016. [En ligne].

⁷⁵ « Un trimestre très dynamique avec 13 nouvelles ventes de robots ROSA », 5 juillet 2016. [En ligne].

⁷⁶ Source : Document de base dans le cadre de l'IPO et rapports financiers annuels de Medtech SA (2012/2013 à 2014/2015).

⁷⁷ Excédent Brut d'Exploitation (EBE) assimilé en l'occurrence à *Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization* (EBITDA).

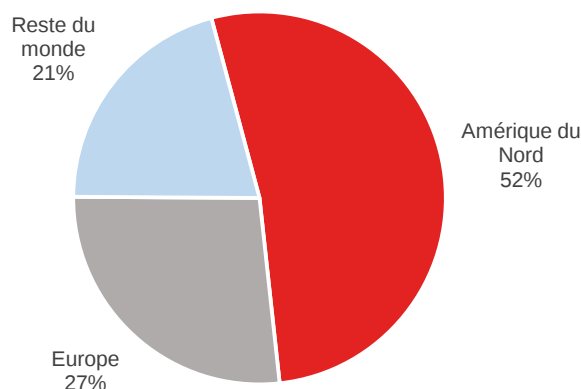
⁷⁸ Résultat opérationnel courant (ROC) ou Résultat d'exploitation (REX) ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

Les données ci-dessus se rapportent aux informations publiques relatives aux comptes annuels 2012/2013 à 2014/2015 de Medtech SA, étant précisé que le chiffre d'affaires de l'exercice 2015/2016, annoncé le 19 juillet 2016, s'établit à 11,2 M€⁷⁹.

Depuis 2013, la Société a enregistré une croissance soutenue ; le chiffre d'affaires sur la période 2013-2016 affiche un taux de croissance annuel de 85%. Au cours de l'exercice 2015/2016, la Société a vendu 34 robots ROSA dans le monde, contre 20 durant l'exercice précédent (+ 70%), portant la base installée au 30 juin 2016 à 82 robots (§ 3.3).

A fin juin 2016, le parc robotique installé par Medtech dans le monde se répartit comme suit, à plus de moitié outre-Atlantique :

Répartition géographique du parc robotique
au 30 juin 2016



3.4.1.1. Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de la Société est essentiellement composé de la vente des robots (à plus de 90%), le solde provenant des prestations de services (contrats de maintenance, mises à jour logiciel,...) et ventes connexes (consommables⁸⁰, accessoires,...).

A l'échelle du Groupe, il convient d'ajouter au chiffre d'affaires de Medtech SA la contribution de ses filiales⁸¹, dont principalement celui de la filiale américaine Medtech Surgical Inc.

⁷⁹ « Chiffre annuel de Medtech en forte progression + 73% à 11,2 M€ », 19 juillet 2016. [\[En ligne\]](#).

⁸⁰ Dont par exemple les électrodes utilisées lors des interventions chirurgicales.

⁸¹ Au titre de l'exercice 2014/2015 : Medtech Surgical Inc. : 2.504 K€ ; Medtech Surgical GmbH : 227 K€ ; Medtech Surgical Ltd : 170 K€ ; Medtech Surgical Nordics ISV : 136 K€ (Source : Rapport financier annuel 2014/2015, Note 29 p. 104. [\[En ligne\]](#)).

Les activités de la Société, dans leur ensemble, ont profité de l’augmentation de son parc total qui s’établit désormais, comme indiqué *supra*, à 82⁸² robots ROSA dans le monde, contre 48 un an plus tôt (+ 71%).

3.4.1.2. Profitabilité opérationnelle

Dans l’attente de l’atteinte du point mort à moyen terme, la profitabilité reste négative ; cette situation nous a conduits, pour la valorisation de l’Action, à rechercher la trajectoire qu’aurait pu avoir Medtech, avant le rapprochement avec Zimmer Biomet, au cours des prochaines années, par référence à ses compétiteurs.

Compte tenu du rythme de développement des activités, le Groupe ne maîtrise pas encore de façon précise l’horizon de réalisation de ses prévisions ; ce phénomène de décalage temporel, inhérent aux sociétés en croissance, a retenu notre attention dans l’examen du plan d’affaires (§ 4.4.2).

3.4.2. Structure bilancielle

En distinguant principalement l’actif économique comprenant notamment le Besoin en Fonds de Roulement (« BFR »), les autres actifs et passifs, les provisions et la trésorerie nette de l’endettement, la structure bilancielle de Medtech SA a évolué comme suit au cours des derniers exercices clos :

K€	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	31/12/2015
Immobilisations incorporelles	68	53	232	250
Immobilisations corporelles	64	459	380	554
BFR	1 101	1 094	3 149	1 746
Actif économique	1 232	1 606	3 761	2 550
Immobilisations financières	13	785	622	593
Autres créances	18	23	6	6
Ecart de conversion nets	-	(5)	7	(85)
Autres actifs / passifs	31	802	635	514
Provisions pour risques et charges	(52)	(140)	(262)	(427)
Provisions	(52)	(140)	(262)	(427)
Trésorerie et équivalents	576	15 985	12 028	24 282
Dettes financières et quasi fonds propres	(1 052)	(1 439)	(1 970)	(16 683)
Actif net	734	16 814	14 192	10 235

⁸² « Chiffre d’affaires annuel de Medtech en forte progression +73% à 11,2 M€ », 19 juillet 2016. [\[En ligne\]](#).

3.4.2.1. Immobilisations incorporelles⁸³

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement constituées de brevets.

Les frais de de recherche et développement (R&D) engagés par Medtech SA dans le cadre de son activité sont comptabilisés directement en charges⁸⁴ ; au titre de ces dépenses, la Société bénéficie du dispositif fiscal de crédit d'impôt recherche.

3.4.2.2. Immobilisations corporelles⁸⁵

Les immobilisations corporelles comprennent le matériel industriel, les prototypes expérimentaux et moules ROSA, et d'autres équipements nécessaires à l'exploitation de la Société.

3.4.2.3. Besoin en Fonds de Roulement

Le niveau de BFR apparaît jusqu'alors relativement fluctuant, dans la mesure où l'activité du Groupe n'est pas encore stabilisée.

3.4.2.4. Immobilisations financières

Les immobilisations financières sont constituées pour une large part des actions propres de la Société, résultant de la mise en œuvre du contrat de liquidité⁸⁶, ainsi que des versements effectués sur ce contrat.

Les titres de participation des filiales et dépôts et cautionnements correspondant aux sommes versées au bailleur sur le contrat de location immobilière de la Société ne contribuent que marginalement à ce poste.

3.4.2.5. Provisions pour risques et charges⁸⁷

Les provisions pour risques et charges couvrent principalement les garanties accordées aux clients⁸⁸ ainsi que les procédures⁸⁹ engagées à l'encontre de la Société, accessoirement les pertes de change.

⁸³ Source : Rapport financier semestriel 2015/2016, Note 7, p. 15. [\[En ligne\]](#).

⁸⁴ Pour mémoire, les dépenses de R&D se sont élevées à 1.570 K€ en 2014/2015 et à 935 K€ au cours du premier semestre de l'exercice en cours (Source : Rapport financier annuel 2014/2015, Note 21, p. 101. [\[En ligne\]](#) ; Rapport financier semestriel 2015/2016, Note 22, p. 31. [\[En ligne\]](#)).

⁸⁵ Source : Rapport financier semestriel 2015/2016, Note 8, p. 16. [\[En ligne\]](#).

⁸⁶ Avec la société de bourse Oddo Corporate Finance.

⁸⁷ Source : Rapport financier semestriel 2015/2016, Note 17, p. 28. [\[En ligne\]](#).

⁸⁸ L'évaluation du coût de la garantie dont les ventes sont assorties ainsi que la probabilité d'engagement des coûts de garantie sont déterminées sur la base de l'analyse des données historiques.

⁸⁹ Les provisions pour litiges commerciaux, qui se sont dénoués en faveur de la Société, ont été levées au 30 juin 2016 (§ 4.1.4.1).

3.4.2.6. Trésorerie, quasi fonds propres et dettes financières⁹⁰

Les emprunts et dettes financières sont constitués essentiellement de l'emprunt obligataire souscrit par ABG en décembre 2015 pour un montant de 13,6 M€ (§ 5), qui a contribué à renflouer la trésorerie à fin 2015 ; la Société affiche également à fin 2015 une dette financière de 407 K€ envers ses filiales⁹¹ et de 163 K€ envers la Coface au titre d'avances financières⁹² que cette dernière lui a consenties dans le cadre de la prospection commerciale à l'international.

Bien que revêtant un caractère financier, sont par ailleurs assimilées aux fonds propres les avances conditionnées de Bpifrance (projet Bondi) et d'Oseo – Région Languedoc-Roussillon (projet Malibu), d'un montant respectivement de 1.686 K€⁹³ et de 800 K€⁹⁴ à fin 2015 ; la probabilité de remboursement de ces avances étant estimée à 100%, nous considérons qu'elles sont financièrement assimilables à l'endettement.

3.4.2.7. Déficits fiscaux

Le montant des déficits fiscaux reportables s'établit à 12.133 K€⁹⁵ au 30 juin 2015 ; compte tenu de la perte estimée de l'exercice 2015/2016, en fonction de l'atterrissage du second semestre de l'exercice 2015/2016, nous l'avons rehaussé à 17,8 M€ au 30 juin 2016 pour les besoins de l'évaluation de l'Action (§ 4.4.2).

3.4.2.8. Engagements hors bilan⁹⁶

Nous n'avons pas relevé dans les engagements hors bilan au 31 décembre 2015 d'éléments susceptibles d'affecter la valorisation de l'Action :

⁹⁰ Source : Rapport financier semestriel 2015/2016, Note 18, p. 29. [\[En ligne\]](#).

⁹¹ Cette dette est par définition neutre sur le périmètre du Groupe.

⁹² Ces avances sont remboursées en fonction du chiffre d'affaires réalisé outre-Atlantique (Etats-Unis et Canada) ; elles ont été apurées au 30 juin 2016.

⁹³ La Société bénéficie, de la part de Bpifrance, d'un programme de financement en « Innovation Stratégique Industrielle » (projet Bondi), d'un montant de 5.065 K€, dont 3.614 K€ en avances remboursables et 1.451 K€ en subventions, portant sur le développement d'un système de robotique permettant la prise en charge des pathologies du rachis lombaire et cervical par voie mini-invasive et/ou percutanée ; le contrat comporte un dispositif d'*earn-out* dans le cas d'un franchissement de seuil de revenus liés au projet ; les avances comptabilisées au 31 décembre 2015 correspondent aux deux premiers versements, en date du 11 juin 2014 (592 K€) et du 30 novembre 2015 (1.094 K€) (Source : Rapport financier semestriel 2015/2016, Note 16, p. 27. [\[En ligne\]](#)).

⁹⁴ La Société bénéficie, de la part d'Oseo et de la Région Languedoc Roussillon, d'une avance de 800 K€ pour un programme de développement d'une plateforme robotique d'assistance à la chirurgie rachidienne (projet Malibu) ; cette avance a été perçue à hauteur de 500 K€ en 2011 et de 300 K€ en 2014.

⁹⁵ Source : Rapport financier semestriel 2015/2016, Note 26, p. 31. [\[En ligne\]](#).

⁹⁶ Source : Rapport financier semestriel 2015/2016, Note 29, p. 32 ; Note 31, p. 34. [\[En ligne\]](#).

- le nantissement du fonds de commerce de la Société a été levé fin 2015, à l'issue du remboursement d'un emprunt contracté auprès de la Société Générale ;
- les autres engagements portent sur les contrats d'achat : 1.460 K€ (signature de bons de commandes pour l'approvisionnement de robots afin d'assurer la couverture des besoins de production), les loyers restant à courir⁹⁷ sur la durée du bail immobilier : 736 K€ et les contrats de partenariat mentionnés *supra* (§ 3.2.1) : 210 K€ ;
- les engagements de retraite ne sont pas évalués, car considérés comme non significatifs.

3.5. Synthèse

En synthèse, la matrice *Swot*, ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action (§ 4).

Forces	Faiblesses
- Leader français et européen du marché de la robotique chirurgicale du crâne et du rachis - Forte présence à l'international - Reconnaissance technologique internationale (lauréat de plusieurs prix) - Solutions techniques mini-invasives innovantes et plateformes multi-applicatives - Réputation auprès d'établissements hospitaliers de référence - Forte croissance	- Seuil de rentabilité non encore atteint - Ventes de consommables et services encore faibles - Présence sur le marché français embryonnaire - Besoins de financement en regard du rythme de développement des activités - Incertitudes sur l'horizon de réalisation des prévisions
Opportunités	Menaces
- Attente en hausse chez les patients en termes de qualité de soins - Vieillesse structurelle de la population mondiale et hausse consécutive des pathologies neurologiques - Chirurgie du rachis, important relais de croissance - Taille du marché offrant de larges marges de progression - Importantes barrières technologiques à l'entrée	- Pression concurrentielle (acquisitions / partenariats dans le secteur) - Structuration progressive du marché - Contraintes budgétaires des établissements de soins pesant sur le niveau des prix de vente des équipements - Contraintes budgétaires nationales en matière de contrôle des dépenses santé

⁹⁷ Les engagements de loyers sont, par construction, réputés intégrés dans le *Business Plan* (§ 4.2.2).

4. ÉVALUATION DE L'ACTION

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurantes, en termes de référentiel comptable, de date d'évaluation, de nombre d'actions et d'endettement net financier⁹⁸ (§ 4.1) ;
- les méthodes de valorisation que nous avons écartées et celles que nous n'avons retenues qu'à titre de simple recoupement ou qu'à titre indicatif⁹⁹, (§ 4.2) ;
- la référence au cours de bourse, justifiée au regard du suivi du titre par plusieurs analystes nonobstant le niveau relatif de liquidité du titre (§ 4.3) ;
- la méthode de valorisation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, qui nous est apparue la plus pertinente pour évaluer l'Action (§ 4.4) ;
- en synthèse, le récapitulatif de l'évaluation de l'Action et les primes extériorisées par le Prix d'Offre sur l'ensemble des méthodes de valorisation que nous avons mises en œuvre (§ 4.5).

4.1. Données structurantes de l'évaluation

4.1.1. Référentiel comptable

Medtech SA, bien que détenant l'intégralité des titres de ses filiales, n'établit pas de comptes consolidés, en application des articles [L. 223-17](#) et [R.233-16](#) du Code de commerce qui prévoit l'exemption des groupes ne dépassant pas certains seuils.

Les comptes de Medtech SA sont donc conformes aux dispositions du Code de Commerce ainsi que du règlement ANC [2014-03](#)¹⁰⁰ du 5 juin 2014 applicables aux comptes annuels. Le *reporting* interne au Groupe (le « **Reporting** »), consolidant Medtech SA et ses filiales, est établi dans le même référentiel.

Les comptes annuels au titre du dernier exercice clos le 30 juin 2015 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes¹⁰¹ ; les comptes semestriels au titre du premier semestre de l'exercice 2015/2016 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes¹⁰².

⁹⁸ Il s'agit au cas d'espèce d'une trésorerie nette.

⁹⁹ En l'occurrence les méthodes de valorisation analogique par les comparables transactionnels et par les comparables boursiers.

¹⁰⁰ Le règlement ANC 2014-03 a abrogé le règlement CRC 99-03 du Comité de la Réglementation Comptable.

¹⁰¹ Source : Rapport financier annuel 2014/2015, pp. 106-107. [\[En ligne\]](#).

¹⁰² Sur la base de cet examen limité, les commissaires aux comptes n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause, au regard des règles et principes comptables français, la régularité et la sincérité des comptes semestriels et l'image qu'ils donnent du patrimoine de la Société et de la situation financière à la fin du semestre ainsi que du résultat du semestre écoulé de la Société

4.1.2. Date d'évaluation

L'évaluation du titre Medtech SA a été réalisée en date du **30 juin 2016**, sur la base d'un atterrissage des données comptables statutaires et du *Reporting* à cette même date.

La référence au cours de bourse de l'Action est celle du **15 juillet 2016**, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération.

Les données de marché utilisées pour l'évaluation multicritère du titre Medtech SA, telles que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.2.5), ont également été arrêtées le **15 juillet 2016**¹⁰³.

Le taux d'actualisation du *Business Plan* (§ 4.4.3) a été déterminé sur la base de données de marché au **30 juin 2016**¹⁰⁴.

4.1.3. Nombre d'actions¹⁰⁵

Le nombre total d'actions sur une base diluée que nous avons pris en compte pour la valorisation du titre Medtech SA, soit **3.186.824** actions¹⁰⁶, s'entend au 15 juillet 2016 ; il intègre les éléments suivants :

- un volant de 2.392.461 actions en circulation (§ 2.3) ;
- minoré des 6.995 actions auto-détenues (§ 2.3) ;
- majoré de 452.363 actions issues de la conversion des OCABSA¹⁰⁷ (§ 2.2.1 et § 5) ;
- majoré de 180.945 actions nouvelles issues de l'exercice des BSA attachés aux OCABSA¹⁰⁸ (§ 2.2.1. et § 5) ;
- majoré de 96.200 actions nouvelles issues de l'exercice des BSPCE, dont la période d'exercice a été avancée (§ 2.2.2) ;

(Source : Rapport financier semestriel 2015/2016, pp. 35-36. [\[En ligne\]](#)).

¹⁰³ Par référence au 15 juillet 2016, nous avons retenu une capitalisation boursière moyenne à 6 mois (§ 4.2.5.1).

¹⁰⁴ Les flux de trésorerie découlant du *Business Plan* ont été actualisés à compter du 1^{er} juillet 2016.

¹⁰⁵ Source : Contrat-cadre de l'Offre ou TOA (*Tender Offer Agreement between Medtech SA and Zimmer Holdings France SAS - Dated as of July 15, 2016*) et, pour les actions d'auto-contrôle, Oddo Securities (détenteur du contrat de liquidité).

¹⁰⁶ Le nombre dilué d'actions est réputé identique au 30 juin 2016.

¹⁰⁷ Dans le cadre de l'OPAS, notre valorisation de l'Action intervient postérieurement à la Cession de Blocs et à la Cession d'OCABSA qui sont désormais détenues par l'Initiateur. Nous avons considéré de ce fait que les OCA étaient potentiellement convertibles à la main de l'Initiateur, dont l'objectif est le retrait de cote des titres Medtech SA.

¹⁰⁸ Pour les mêmes raisons que celles invoquées pour la dilution des OCA, nous avons considéré que les BSA qui y sont attachés étaient exerçables.

- majoré de 71.850 actions nouvelles issues de l'exercice des Options, dont la période d'exercice a, comme pour les BSPCE, également été avancée (§ 2.2.2) :

Nombre dilué d'actions Medtech au 15/07/2016	
Nombre d'actions en circulation	2 392 461
Actions auto-détenues	(6 995)
OCABSA	452 363
BSA attachés aux OCABSA	180 945
BSPCE	96 200
Options	71 850
Nombre dilué d'actions	3 186 824

4.1.4. Trésorerie nette

Notre évaluation multicritère de l'Action se fonde sur une trésorerie nette au 30 juin 2016, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

Nous avons différencié le calcul de la trésorerie nette à ajouter à la valeur d'entreprise, selon que nous avons eu recours à la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.1.4.1) ou aux méthodes de valorisation analogique (§ 4.1.4.2), pour aboutir à la valeur des capitaux propres de Medtech.

4.1.4.1. Trésorerie nette en valorisation intrinsèque

La trésorerie nette du Groupe de **25,1 M€** que nous retenons dans nos travaux de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.4) est formée de :

- la trésorerie nette comptable du Groupe, d'un montant de **16,0 M€** au 30 juin 2016, constituée de la trésorerie disponible ainsi que des avances conditionnées¹⁰⁹ (§ 3.4.2.6) ;
- majorée de la trésorerie provenant de l'exercice (i) des BSA attachés à l'emprunt obligataire (**5,9 M€**), (ii) des Options (**2,1 M€**) et (iii) des BSPCE (**1,3 M€**) en regard du nombre d'actions dilué (§ 2.2.2 et § 4.1.3) ;
- minorée (i) des provisions pour garantie au titre des ventes de robots (**0,1 M€**) et (ii) des provisions pour risques et charges réputées décaissables à fin juin 2016 (**0,1 M€**) (§ 3.4.2.5) :

¹⁰⁹ L'absence d'actualisation des avances conditionnées de Bpifrance en fonction de leurs échéances est contrebalancée par les sommes susceptibles d'être décaissées au titre des clauses d'*earn-out*, au-delà d'un certain niveau de revenus afférents au projet financé par Bpifrance, et qui ne sont pas prises en compte dans la construction de la trésorerie nette.

En M€	30/06/2016
Cash et équivalents	18,4
Avances conditionnées	(2,4)
Trésorerie nette comptable	16,0
Trésorerie provenant de l'exercice des BSA attachés aux OCABSA	5,9
Trésorerie provenant de l'exercice des Options	2,1
Trésorerie provenant de l'exercice des BSPCE	1,3
Provisions pour garantie	(0,1)
Provisions pour risques et charges	(0,1)
Trésorerie nette - approche intrinsèque	25,1

4.1.4.2. Trésorerie nette en valorisation analogique

Nous retenons pour nos travaux de valorisation analogique la trésorerie nette comptable du Groupe au 30 juin 2016, d'un montant de **16 M€**, en l'ajustant exclusivement de la trésorerie provenant de l'exercice des BSA attachés à l'emprunt obligataire (**5,9 M€**), de l'exercice des Options (**2,1 M€**) et de l'exercice des BSPCE (**1,3 M€**) en regard du nombre d'actions dilué (§ 4.1.3 et § 4.1.4.1)¹¹⁰ :

En M€	30/06/2016
Cash et équivalents	18,4
Avances conditionnées	(2,4)
Trésorerie nette comptable	16,0
Trésorerie provenant de l'exercice des BSA attachés aux OCABSA	5,9
Trésorerie provenant de l'exercice des Options	2,1
Trésorerie provenant de l'exercice des BSPCE	1,3
Trésorerie nette - approche analogique	25,3

4.2. Méthodes d'évaluation écartées ou secondaires

Nous justifions, ci-après, la non-prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation, de la référence à l'Actif Net Réévalué et à la valeur de reconstitution (§ 4.2.1), de l'actualisation des dividendes (§ 4.2.2), ainsi que des options réelles (§ 4.2.3).

Par ailleurs, les méthodes d'évaluation analogique par les multiples transactionnels (§ 4.2.4) et les multiples boursiers (§ 4.2.5) nous paraissent ne pouvoir être mobilisées qu'à titre secondaire par rapport à la valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF¹¹¹) (§ 4.4), que nous considérons comme

¹¹⁰ Pour mémoire, et par référence à nos bases de données, les provisions pour risques et charges ne sont pas intégrées dans la dette nette des comparables.

¹¹¹ La méthode DCF n'est pas concernée par les problématiques de référentiel comptable susceptibles d'affecter la valorisation analogique du fait des différences dans ce domaine entre Medtech et les comparables boursiers et transactionnels (§ 4.1.1, § 4.2.4 et § 4.2.5.3)

prépondérante dans l'évaluation de l'Action. Nous précisons en effet que, compte tenu du profil de croissance de Medtech, seuls les multiples de chiffre d'affaires sont exploitables ; le recours aux multiples transactionnels permet donc à tout le moins d'apprécier la cohérence du Prix d'Offre au regard d'opérations publiques d'acquisition antérieures à la Transaction.

La référence au cours de bourse pondéré par les volumes et aux cours cible (§ 4.3) nous paraît pertinente pour apprécier la prime offerte aux actionnaires, au vu notamment de l'évolution de la cotation du titre sur le marché Euronext Paris depuis l'IPO.

4.2.1. Actif net réévalué et valeur de reconstitution

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou au hors-bilan à ce jour.

En l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC.

Bien que cette méthode d'évaluation soit concevable dans son principe, nous avons en vain recherché la valeur de reconstitution du Groupe, en l'absence d'historique exhaustif depuis la création de Medtech en 2002 (§ 2.1.1), notamment sur les dépenses de recherche et développement et les clés analytiques de répartition des dépenses.

4.2.2. Actualisation des dividendes

La méthode d'actualisation des dividendes futurs permet d'apprécier la valeur de rendement de titres minoritaires. Nous ne disposons pas de prévisions de versement de dividendes, la Société n'en ayant pas distribué dans le passé.

Nous avons mis en œuvre, en tant que principale méthode d'évaluation, l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie qui intègre par construction le potentiel de distribution de dividendes (§ 4.4).

4.2.3. Options réelles

L'analyse d'investissement par les options réelles permet de prendre une décision stratégique relative à un actif sous-jacent, qui peut être un projet ou un actif réel (bien d'équipement, usine de production, projet R&D, activité en phase de démarrage ou de croissance, propriété intellectuelle).

Nous estimons que le recours aux options réelles ne se justifie pas au cas présent, au regard notamment de l'ancrage de Medtech SA dans son secteur d'activité et son environnement concurrentiel, ainsi que du volume de production et de la croissance du Groupe, dont on peut considérer que la phase de démarrage des activités est dépassée.

4.2.4. Valorisation analogique par les comparables transactionnels

La méthode des comparables transactionnels nous paraît peu pertinente, dans la mesure où relativement peu de transactions sont intervenues récemment dans le secteur des systèmes et des dispositifs robotiques d'assistance à la chirurgie destinés aux neurochirurgies crânienne et rachidienne, et où l'information qui s'en dégage est parcellaire.

En outre, les multiples de profitabilité (EBITDA) et de rentabilité d'exploitation (EBIT) sont inopérants compte-tenu des agrégats négatifs de Medtech sur le dernier exercice clos le 30 juin 2016, auxquels ces multiples seraient susceptibles de s'appliquer.

Nous avons néanmoins calculé la valeur de marché théorique de l'Action pour un investisseur, par application du multiple de chiffre d'affaires médian calculé sur une sélection de transactions présentée en **annexe 9** ; le prix de l'Action qui en ressort reste inférieur au Prix d'Offre :

	VE/CA
Multiple médian	10,0x
Agrégat (CA au 30/06/2016) (M€)	11,3
Valeur d'entreprise (M€)	112,5
Trésorerie nette au 30/06/2016 (M€)	25,3
Valeur des fonds propres (M€)	137,8
Nombre d'actions (M)	3,2
Valeur par action (€)	43,2 €

Nous avons considéré que les différences de référentiel comptable entre les comparables transactionnels et Medtech (§ 4.1.1) n'étaient pas de nature à remettre en cause cette analyse, que nous ne présentons qu'à titre de recoupement avec le Prix d'Offre.

En outre, la Direction nous a fait part de deux approches de la part d'investisseurs autres que Zimmer Biomet ; ces manifestations d'intérêt n'ayant pas eu de suite¹¹², nous n'avons pas été en mesure de les exploiter dans le cadre de l'évaluation de l'Action.

4.2.5. Valorisation analogique par les comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers nous paraît ne pouvoir être considérée qu'à titre indicatif de la valeur potentielle de l'Action, dans la mesure où il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Medtech *i.e.* réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes notamment d'activité, de taille, de cycle de vie et de maturité sur le marché, ainsi que de taux de marge ; par ailleurs, les multiples de profitabilité (EBITDA) et de rentabilité d'exploitation (EBIT) issus du consensus borné à 2018 sont inopérants compte-tenu du niveau de rentabilité de Medtech à cet horizon.

Nous avons néanmoins calculé la valeur de l'Action par référence au multiple de chiffre d'affaires, usuellement retenu pour des sociétés encore en phase de développement et ne présentant pas d'autres agrégats exploitables.

4.2.5.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

En considérant en premier lieu le critère de secteur d'activité, nous avons constitué un panel de sociétés implantées aux Etats-Unis, au Canada et en Israël, évoluant dans le domaine de la robotique appliquée à la chirurgie.

Notre échantillon de sociétés comparables est détaillé en **annexe 7** et en **annexe 8** :

¹¹² L'une s'inscrivant dans un projet moins mature que celui de l'Initiateur, l'autre étant postérieure à la proposition de ce dernier.

Société	Pays	Capitalisation boursière moyenne 6 mois (M€)
INTUITIVE SURGICAL	Etats-Unis	20 476
TRANSENTERIX	Etats-Unis	264
MAZOR ROBOTICS	Israël	249
TITAN MEDICAL	Canada	84
HANSEN MEDICAL	Etats-Unis	55
Moyenne		4 226
Médiane		249

Mazor Robotics, parmi les comparables que nous avons sélectionnés, est la société présentant le plus de similitudes avec Medtech, en termes d'activité¹¹³, de taille, de cycle de vie¹¹⁴ et d'exposition à l'international¹¹⁵. Cependant, en mai 2016, Mazor Robotics a conclu un rapprochement à la fois commercial et capitalistique¹¹⁶ avec la société Medtronic, spécialisée non pas dans la robotique, mais dans la conception, la fabrication et la commercialisation de dispositifs et d'équipements médicaux, ce qui a eu pour effet d'impacter fortement à la hausse le cours de bourse du titre Mazor Robotics¹¹⁷. Afin d'atténuer cet effet conjoncturel, nous avons retenu une capitalisation boursière moyenne à 6 mois, que nous avons généralisée¹¹⁸ à l'ensemble des comparables boursiers ; le multiple de chiffre d'affaires de Mazor Robotics reste néanmoins élevé compte tenu de ce récent rapprochement stratégique, dont l'impact sur le multiple ne pourra être résorbé qu'ultérieurement.

Nonobstant sa capitalisation boursière très nettement supérieure à celle de Medtech SA, nous avons finalement maintenu dans notre panel **Intuitive Surgical**, comparable à Medtech sous l'angle principalement de l'activité, Intuitive Surgical faisant en effet figure de précurseur sur le marché de la robotique chirurgicale¹¹⁹.

¹¹³ Mazor Robotics a notamment développé le robot *Renaissance*, dédié à la chirurgie rachidienne, mais utilisé également en chirurgie crânienne.

¹¹⁴ Estimé en avance de quelques années par rapport à Medtech.

¹¹⁵ Notamment aux Etats-Unis.

¹¹⁶ Mass Device, *The Medical Device Business Journal* (2016). «Mazor Robotics inks \$42m deal with Medtronic», 18 mai. [En ligne].

¹¹⁷ Mazor Robotics est cotée aux Etats-Unis (NASDAQ) et en Israël (*Tel Aviv Stock Exchange*). Le cours de bourse du titre Mazor Robotics a progressé de près de 93% entre la date de l'annonce du rapprochement avec Medtronic (18 mai 2016) et notre date de référence pour la capitalisation boursière des comparables (15 juillet 2016).

¹¹⁸ Par convention et au vu de la transaction affectant par ailleurs le cours du titre Hansen Medical (*cf. infra*).

¹¹⁹ Avec l'avènement et les générations successives du robot *Da Vinci*.

L'activité de **Transenterix** est également proche de celle de Medtech. Cependant, la réorientation stratégique de l'entreprise, centrée sur la conception et la fabrication d'un nouveau robot, a eu pour conséquence de réduire drastiquement son chiffre d'affaires ; les multiples qui en découlent s'avèrent non exploitables.

Hansen Medical, bien que retenu dans l'échantillon, est spécialisé dans la conception, la fabrication et la distribution de systèmes robotiques dédiés au positionnement et à la manipulation de cathéters dans des procédures cardiaques, domaine d'applications thérapeutiques différent de celui de Medtech. En outre, en phase de rachat par Auris Surgical Robotics depuis avril 2016¹²⁰, Hansen Medical a vu son cours se stabiliser¹²¹ depuis lors, la transaction ayant finalement été entérinée le 28 juillet 2016¹²² (**annexe 9**).

Nous avons recherché en vain des données de consensus sur **Titan Medical**, ayant vocation, comme Medtech à concevoir, fabriquer et commercialiser des robots chirurgicaux ; ses produits étant cependant encore à un stade de développement, la société ne dégage pas de revenus.

Au vu de l'ensemble de ces éléments, nous n'avons pas été en mesure de retenir la méthode des comparables boursiers à titre principal.

4.2.5.2. Modalités de calcul des multiples de chiffre d'affaires (CA) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

La valorisation analogique de l'Action se réfère au multiple de chiffre d'affaires, usuellement retenu pour des sociétés en phase de développement et ne présentant pas d'autres agrégats exploitables, ces derniers (EBITDA, EBIT, résultat net), en ce qui concerne Medtech, étant à ce stade encore négatifs.

¹²⁰ Mass Device, *The Medical Device Business Journal* (2016). «Robotic Surgery mix-up: Moll's Auris buys Hansen Medical», 20 avril. [\[En ligne\]](#).

¹²¹ Autour de 4 \$, prix annoncé et prix final de la transaction entre Auris Surgical Robotics et Hansen Medical ; cette opération extériorise une prime de près de 40% sur le cours de bourse du titre Hansen Medical avant l'annonce du projet de *deal* intervenue le 20 avril 2016 ; pour mémoire :

- le cours du titre Hansen Medical n'avait plus atteint 4 \$ depuis mi-octobre 2015 ;
- en retenant sur une moyenne à 6 mois la capitalisation boursière des comparables au 15 juillet 2016 (§ 4.1.2), nous avons tenu compte pour Hansen Medical de sa situation boursière antérieure à la proposition d'Auris Surgical Robotics, à partir d'un point bas observé mi-janvier 2016 et d'un trend haussier jusqu'en avril 2016 ; cette capitalisation boursière moyenne a été rapportée, dans le calcul des multiples de chiffres d'affaires, à des prévisions de revenus établies fin janvier 2016 (Source : Zacks Investment Research, *Initiating Coverage*, 28 janvier 2016).

¹²² Mass Device, *The Medical Device Business Journal* (2016). «Auris Surgical Robotics closes \$80m Hansen Medical buy», 28 juillet. [\[En ligne\]](#).

Nous avons retenu les multiples médians VE/CA sur la période de consensus 2016 à 2018, que nous avons recalendarisés au 30 juin, date d'arrêté des comptes annuels de la Société, puis appliqués aux agrégats de chiffres d'affaires correspondants issus du *Business Plan* de Medtech (§ 4.4.2) afin de déterminer la valeur d'entreprise, à laquelle nous avons ajouté la trésorerie nette (§ 4.1.4.2) pour *in fine* aboutir à la valeur des capitaux propres du Groupe.

Les ratios VE/CA ont été déterminés par référence à :

- la capitalisation boursière des entités de l'échantillon en moyenne six mois¹²³ (§ 4.2.5.1), retraitée de la trésorerie nette à la date la plus récente ;
- les estimations de chiffre d'affaires, sur l'ensemble du panel, issues du consensus d'analystes¹²⁴ :

VE/CA			
Société	2016e	2017e	2018e
INTUITIVE SURGICAL	8,3x	7,7x	7,0x
MAZOR ROBOTICS	7,6x	5,7x	4,4x
HANSEN MEDICAL	5,0x	3,6x	2,3x
TRANSENTERIX	-	-	-
TITAN MEDICAL	-	-	-
Moyenne	7,0x	5,7x	4,6x
Médiane	7,6x	5,7x	4,4x

4.2.5.3. Synthèse

Après application des multiples médians¹²⁵ au chiffre d'affaires réalisé par le Groupe au titre de l'exercice 2015/2016 et à ses prévisions de chiffre d'affaires 2016/2017 et 2017/2018¹²⁶, et en tenant compte de la trésorerie nette de 25,3 M€ (§ 4.1.4.2), la valeur analogique de l'Action par la méthode des comparables boursiers se situe dans une fourchette comprise entre **34,9 €** et **62,3 €** ; cet intervalle se resserre entre **47,9 €** et **62,3 €** par référence aux multiples des deux dernières années du consensus (2017 et 2018) appliqués aux prévisions de chiffre d'affaires 2016/2017 et 2017/2018¹²⁷.

¹²³ Source : Bloomberg au 15 juillet 2016.

¹²⁴ Source : Bloomberg et, concernant les prévisions de revenus d'Hansen Medical, note de broker (Zacks Investment Research, *Initiating Coverage*, 28 janvier 2016).

¹²⁵ Compte tenu de leur positionnement dans le panel, les multiples médians de **7,6x** (2016e), **5,7x** (2017e) et **4,4x** (2018e) sont finalement ceux de Mazor Robotics qui présente le plus de similitudes avec Medtech.

¹²⁶ Les agrégats prévisionnels de Medtech sont issus du *Business Plan* (§ 4.4.2)

¹²⁷ Les prévisions de chiffre d'affaires 2016/2017 et 2017/2018 du *Business Plan* sont globalement plus élevées que celles anticipées par les analystes.

Afin d'extérioriser un maximum de valeur, nous n'avons pas appliqué de décote aux multiples, nonobstant la disparité de taille entre Medtech et les entités composant l'échantillon de comparables boursiers, en particulier Intuitive Surgical. Tout en notant que l'application des multiples est présentement restreinte au chiffre d'affaires, nous précisons toutefois qu'une telle décote trouverait théoriquement à s'appliquer, en considérant le risque spécifique que supporte le Groupe par rapport à ses comparables, compte-tenu en particulier du différentiel de taille par rapport à Intuitive Surgical¹²⁸ et de la phase de développement dans laquelle il se situe par rapport à eux.

Nous avons par ailleurs considéré que les différences de référentiel comptable entre les comparables boursiers et Medtech (§ 4.1.1) n'étaient pas de nature à influencer sur cette approche d'évaluation comparative, qui se fonde exclusivement sur des multiples de chiffre d'affaires et que nous ne retenons qu'à titre indicatif.

4.3. Référence au cours de bourse et objectifs de cours des analystes

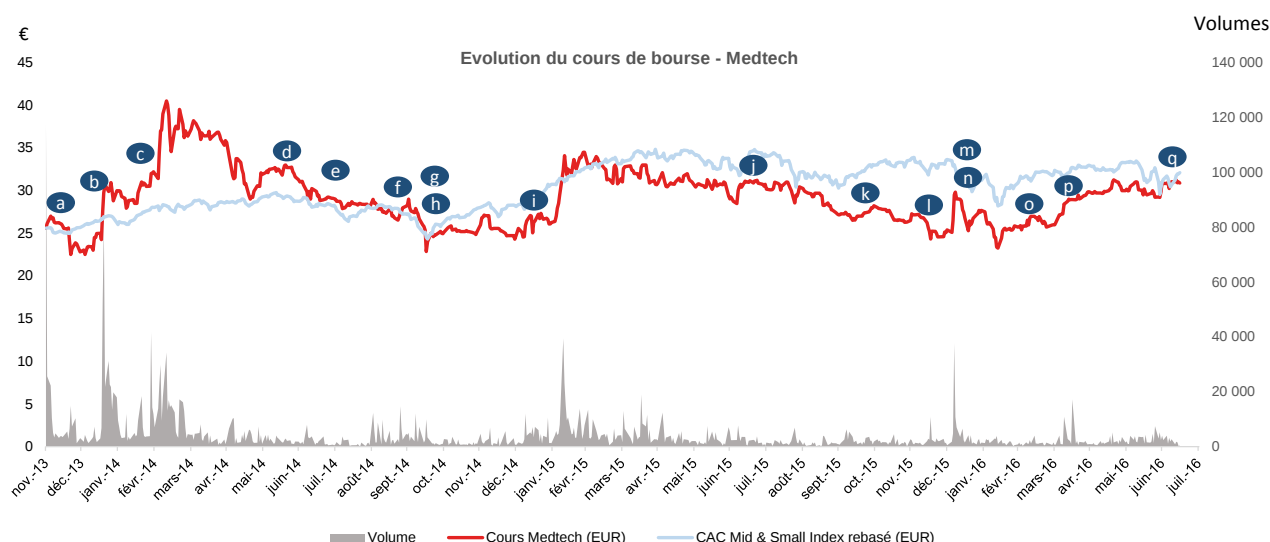
La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi.

Introduite en bourse en novembre 2013, l'Action est cotée sur le marché Euronext Paris, compartiment C (§ 2.1.1).

4.3.1. Analyse historique du cours de bourse

Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours de l'Action, depuis son admission en novembre 2013 sur le marché Euronext Paris, par rapport à l'indice sur lequel elle est positionnée (CAC Mid & Small) observé au 15 juillet 2016, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération :

¹²⁸ Ce différentiel de taille se traduit notamment en termes de concentration du *management* et de capacité d'accès aux financements nécessaires à assurer les phases de développement puis de stabilisation de l'activité et de la rentabilité ; ce besoin de financement, auquel l'IPO n'a que partiellement répondu au rythme actuel de consommation de *cash*, et au vu de la faible appétence des investisseurs français lors de l'IPO, est à relier à la décision de rapprochement du Groupe avec l'Initiateur. [\[En ligne\]](#).
Sources : SFEV (2008). « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières ». [\[En ligne\]](#).
GRENA, Eric (2002). « Analyse financière », 4^{ème} trimestre.



Date	Evénement
a	27/11/2013 Medtech lance son introduction en bourse et lève 20 M€ sur le marché réglementé NYSE Euronext à Paris - Prix fixé à 27 € par action.
b	15/01/2014 Medtech renforce son équipe de management avec l'arrivée de son Directeur Financier (CFO) (M. Christophe Sibillin).
c	25/02/2014 Communiqué relatif aux résultats semestriels 2013/2014 : activité conforme au plan de développement, chiffre d'affaires en hausse (+53%).
d	02/06/2014 Medtech obtient un financement de 8,3 M€ auprès de Bpifrance, dans le cadre d'un programme collaboratif.
e	16/07/2014 Medtech obtient le Marquage CE de son Robot ROSA™ Spine.
f	01/09/2014 Annonce d'une forte hausse du chiffre d'affaires de l'exercice 2013/2014 (+42%).
g	07/10/2014 Autorisation de mise sur le marché chinois du robot ROSA™ Brain.
h	16/10/2014 Communiqué relatif à l'exercice 2013/2014 : respect du plan d'affaires, renforcement de l'équipe commerciale et poursuite de la pénétration du marché nord-américain.
i	08/01/2015 Annonce d'une progression dynamique du chiffre d'affaires sur le 1er semestre 2014/2015 (+128% à 1,7 M€).
j	07/07/2015 Annonce d'une forte hausse du chiffre d'affaires de l'exercice 2014/2015 (+158% à 6,5 M€).
k	15/10/2015 Communiqué relatif à l'exercice 2014/2015 : forte progression du chiffre d'affaires (+158%), extension du réseau de distribution et autorisation de mise sur plusieurs marchés.
l	17/12/2015 Medtech annonce le succès de l'emprunt obligataire de 15 M\$ (13,6 M€).
m	05/01/2016 Homologation Food Drug & Administration (FDA) aux Etats-Unis pour Rosa Spine.
n	12/01/2016 Annonce d'une forte progression du chiffre d'affaires sur le 1er semestre 2015/2016 (+135%).
o	09/03/2016 Communiqué relatif aux résultats semestriels 2015/2016 : progression du chiffre d'affaires (+135%), renforcement des équipes, poursuite de la pénétration du marché nord-américain et extension du réseau de distribution.
p	04/04/2016 Activité trimestrielle très soutenue (10 nouveaux ROSA vendus).
q	05/07/2016 Annonce d'un trimestre très dynamique avec la vente de treize nouveaux robots.

Les principales évolutions du cours de bourse du titre Medtech SA au cours de la période d'observations sont les suivantes :

- une forte appréciation du titre de novembre 2013 à mars 2014, qui traduit à la fois l'engouement des investisseurs pour le produit et le marché et la confiance dans le *management* recruté pour piloter l'activité ;
- une érosion du cours subséquente à l'IPO de mars 2014 à octobre 2014 ;

- une réappréciation du titre d'octobre 2014 à février 2015 sous l'effet des autorisations de commercialisation obtenues et de la croissance de l'activité ;
- la baisse tendancielle du cours depuis lors a été freinée par l'annonce début 2016 de l'homologation américaine FDA de *ROSA Spine* ; en dépit d'évolutions contrastées, l'évolution du titre en 2016 est globalement haussière jusqu'au cours *spot* de 30,9 € à la veille de l'Opération.

Le tableau ci-après¹²⁹ synthétise la moyenne des cours pondérés par les volumes au 15 juillet 2016, sur une période étirée jusqu'à 24 mois :

Date de référence	15/07/2016
Spot	30,9 €
Moyenne pondérée 1 mois	30,1 €
Moyenne pondérée 2 mois	30,2 €
Moyenne pondérée 3 mois	30,1 €
Moyenne pondérée 6 mois	28,5 €
Moyenne pondérée 9 mois	28,1 €
Moyenne pondérée 12 mois	28,3 €
Moyenne pondérée 24 mois	29,3 €
+ haut 12 mois	31,3 €
+ bas 12 mois	23,3 €

Il ressort de l'analyse boursière que l'Action évolue dans une fourchette de cours moyens pondérés par les volumes de 28,1 € à 30,9 € durant les 24 derniers mois de négociation ; le cours *spot* au 15 juillet 2016 se situe à 30,9 €.

Sur la base d'un flottant représentant 40,9% du capital (§ 2.2.1 et § 2.3), près de 57% des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération.

En définitive, le Prix d'Offre s'avère très supérieur à l'historique de cours depuis l'introduction en bourse de la Société.

4.3.2. Objectifs de cours

Le titre Medtech SA est régulièrement suivi par trois analystes, dont nous avons relevé les derniers cours cible et recommandations avant l'annonce de l'Opération :

Broker	Date	Recommandation	Cours cible
Genesta	14/01/2016	Achat	35,5 €
Odco Securities	24/05/2016	Achat	46,0 €
Natixis	06/07/2016	Achat	45,0 €
Moyenne			42,2 €
Mediane			45,0 €

¹²⁹ Source : Bloomberg.

L'ensemble des objectifs de cours sont inférieurs au Prix d'Offre avant l'annonce de l'Opération ; depuis lors¹³⁰, les analystes les ont alignés sur le Prix d'Offre.

4.4. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flows (DCF)*

Nous avons recherché une valeur intrinsèque des capitaux propres du Groupe et une valeur de l'Action en actualisant, à compter du 1^{er} juillet 2016, les flux prévisionnels de trésorerie sur la période décennale 2016/2017 - 2025/2026 (la « **Période explicite** »), issus d'un plan d'affaires de Medtech *stand alone i.e.* sans anticiper les effets du rapprochement avec l'Initiateur (le « **Business Plan** »), pour déterminer la valeur d'entreprise et, après y avoir ajouté un volant de trésorerie nette (§ 4.1.4.1), la valeur des capitaux propres du Groupe et corrélativement celle de l'Action.

4.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles¹³¹ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

La valeur résiduelle ou valeur terminale calculée au-delà de la Période explicite se fonde sur l'estimation, en année récurrente, d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

La valeur d'entreprise des activités opérationnelles est majorée de la trésorerie nette afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres.

4.4.2. *Business Plan*

Le dernier plan d'affaires à 3 ans (2015/2016 – 2017/2018) établi par la Société a été élaboré en prévision de l'émission de l'emprunt obligataire, intervenue en décembre 2015 (§ 5) ; les réalisations au 30 juin 2016 et la révision des perspectives d'activité et de rentabilité ont rendu nécessaires, d'une part, la mise à jour de cette séquence triennale de prévisions, trop courte pour pouvoir être valablement exploitée dans le cadre de l'évaluation de l'Action¹³² compte tenu du rythme de développement de

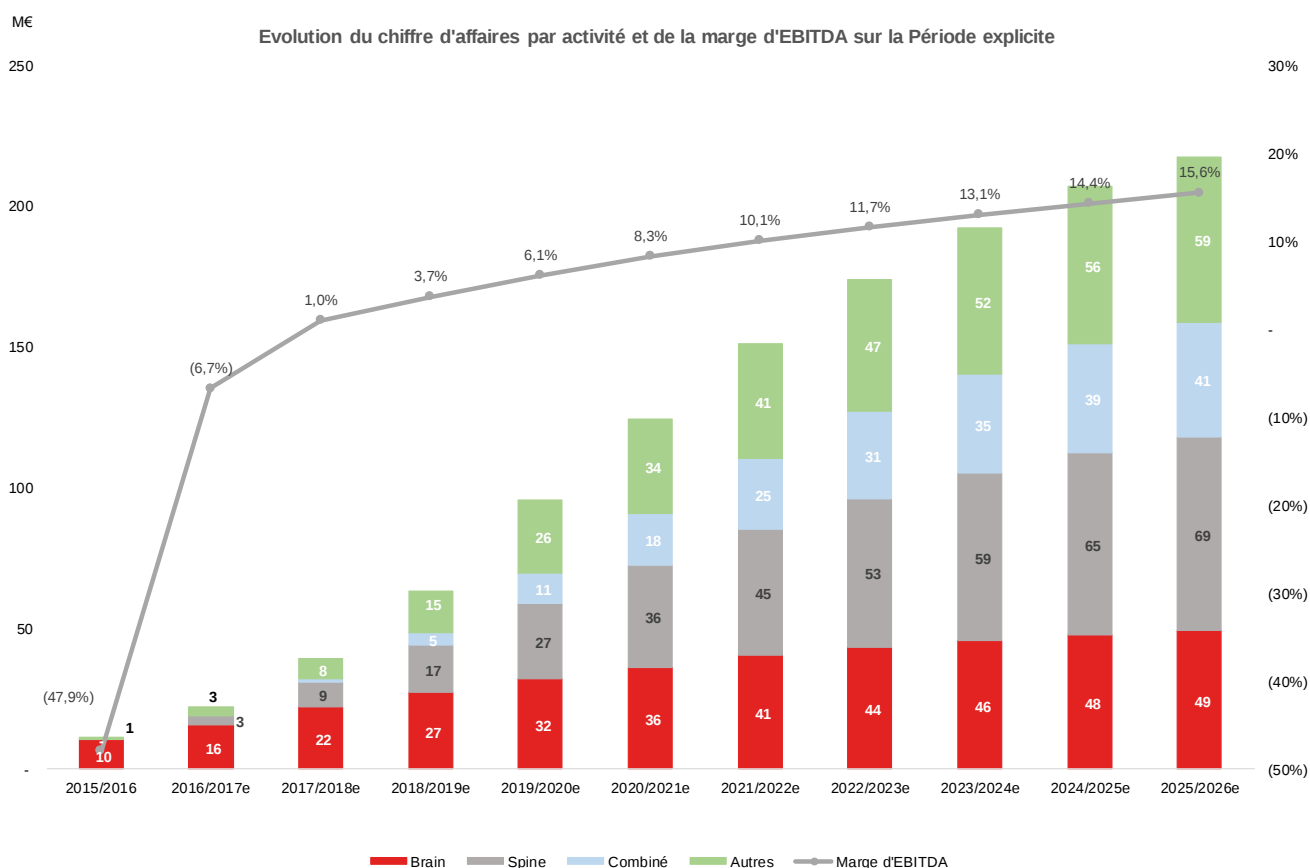
¹³⁰ Le 19 juillet 2016 pour Oddo Securities et Natixis et le 20 juillet 2016 pour Genesta.

¹³¹ Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

¹³² L'actualisation des flux de trésorerie des deux dernières années (2016/2017 et 2017/2018) de ce plan d'affaires triennal, en y accolant une valeur terminale calculée sur un flux prolongeant l'année réputée récurrente (2017/2018) et un taux de croissance normatif (2% à 2,5%), réduirait mécaniquement, et dans

Medtech, et d'autre part, l'extrapolation des projections sur un horizon plus long tenant compte des données de marché actuellement disponibles et permettant d'apprécier explicitement le potentiel de développement du Groupe dans sa configuration actuelle, jusqu'à un stade de maturité au-delà duquel il est raisonnable de tabler sur une récurrence normative des flux de trésorerie pour capter l'ensemble du potentiel de création de valeur à long terme.

Ces ajustements, auxquels nous avons procédé en accord et en relation avec la Direction, ont abouti au *Business Plan* récapitulé ci-après, que la Direction nous a confirmé pouvoir reprendre à son compte¹³³, et sur lequel se fonde notre évaluation intrinsèque de l'Action ; les ajustements opérés sur les deux années de prévisions restantes¹³⁴ du plan d'affaires initial, après recadrage entre les prévisions et les réalisations de l'exercice 2015/2016, portent essentiellement sur la prise en compte, selon la Direction, d'un décalage de chiffre d'affaires, lié notamment au retard sur les ventes du robot *ROSA Spine* et, dès lors, d'atteinte du point mort.



des proportions significatives, la valeur d'entreprise par rapport à celle déterminée à partir de l'extrapolation des prévisions à 10 ans, qui structure le *Business Plan* (cf. *infra*).

¹³³ Du fait de la Transaction et de l'intégration du Groupe au sein de ZBH, ce *Business Plan*, d'un point de vue opérationnel, n'est toutefois d'ores et déjà plus d'actualité pour la Direction.

¹³⁴ L'exercice 2015/2016 étant désormais clos.

Les flux de trésorerie de la Période explicite et la détermination de la valeur terminale au-delà de 2026 se fondent sur les hypothèses suivantes :

- une réduction progressive de la croissance du chiffre d'affaires tendant vers **2,0%** en année terminale, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme sur les zones Etats-Unis et Euro, où le Groupe est principalement implanté (§ 4.4.4) ;
- une progression du chiffre d'affaires Robots (*ROSA Brain*, *ROSA Spine* et *ROSA Combined*) tendant vers un point d'inflexion en fin de Période explicite en cohérence avec ce taux de croissance perpétuelle de 2,0% ; la part de marché visée à long terme par Medtech (robot *Brain* et robot *Spine*) est de plus de **20%**, ce qui représente un potentiel de parc installé d'au moins 2.000 robots (§ 3.1) ;
- un chiffre d'affaires Services et Consommables progressant à respectivement **12%** et **25%** du chiffre d'affaires Robots à compter de l'exercice 2019/2020 (§ 3.4.1.1) ;
- un taux de marge brute hors Consommables passant à **65%** et un taux de marge sur l'activité Consommables fixe de **15%** sur la Période explicite ;
- un niveau de dépenses de frais de Recherche & Développement capé, en dernière année de la Période explicite ainsi qu'en année récurrente, à **11,5 M€**, niveau nécessaire et suffisant selon la Direction pour maintenir un niveau technologique ainsi qu'un niveau de prix sur les robots satisfaisant ;
- des coûts liés aux ventes et au marketing ainsi qu'aux dépenses administratives et aux frais généraux passant progressivement de **45%** à **35%** du chiffre d'affaires total en fin de Période explicite ;
- une convergence progressive entre les dotations aux amortissements et les investissements, estimés à **1,5 M€** en année récurrente ;
- un Crédit d'Impôt Recherche estimé à **9%** des dépenses de Recherche & Développement durant la Période explicite, et perpétué dans le calcul de la valeur terminale ;

- un besoin en fonds de roulement (BFR) évoluant sur la Période explicite selon les postulats suivants¹³⁵ :
 - le niveau de stock passe progressivement de **25,0%** (3 mois) à **12,5%** (1,5 mois) du chiffre d'affaires Robots ;
 - le délai de règlement des créances clients se stabilise à **65 jours** de chiffre d'affaires à compter de 2022/2023 ;
 - le délai de paiement des dettes fournisseurs se stabilise à **45 jours** de chiffre d'affaires à compter de l'exercice 2022/2023.

Nous avons retenu, sur l'ensemble de la Période explicite et en année normative pour le calcul de la valeur terminale, un taux d'impôt de **36,66%**¹³⁶ correspondant à la pondération du niveau actuel d'imposition en France et aux Etats-Unis, au vu des contributions à terme, selon la Direction, respectivement de Medtech SA (60%) et de sa filiale américaine¹³⁷ (40%) au résultat imposable.

Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous avons considéré que le stock de déficits reportables estimé au 30 juin 2016, de l'ordre de **17,8 M€** (§ 3.4.2.7) serait intégralement consommé sur la Période explicite, au rythme des bénéfices attendus par Medtech SA, à laquelle nous avons rattaché le déficit fiscal, au regard du caractère profitable de l'activité outre-Atlantique ; nous avons tenu compte dans la modélisation pluriannuelle de l'apurement du déficit fiscal des limites d'imputation sur les bénéfices.

Nous n'avons pas été en mesure d'anticiper les risques éventuels liés à l'évolution à terme de la parité euro / dollar¹³⁸, étant précisé qu'à ce jour, la filiale américaine, Medtech Surgical Inc, est essentiellement une société de distribution, et refacture à ce titre en dollars ses coûts commerciaux à Medtech SA.

Pour mémoire, le *Business Plan* intègre la subvention accordée par Bpifrance à hauteur de **1,4 M€** dans le cadre de son programme de financement en « Innovation Stratégique Industrielle » (§ 3.4.2.6).

¹³⁵ Les hypothèses de BFR ne peuvent être corroborées par l'historique, dans la mesure où l'activité du Groupe n'est à ce jour pas encore stabilisée (§ 3.4.2.3) ; elles ne peuvent être rapprochées, à titre indicatif, que du BFR des comparables boursiers, notamment de Mazor Robotics (§ 4.2.5.1).

¹³⁶ [Niveau d'imposition en France : 34,43% x 60%] + [Niveau d'imposition aux Etats-Unis : 40,00% x 40%] = **36,66%**.

¹³⁷ L'objectif de la Direction est de faire migrer les contrats de vente américains de Medtech SA vers Medtech Inc.

¹³⁸ L'exposition du Groupe aux autres devises n'est pas significative.

La valeur terminale retenue en fin de Période explicite résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un *cash-flow* d'exploitation considéré comme récurrent, et
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

Après revue détaillée du *Business Plan* en relation avec la Direction, nous estimons que le dépassement en 2018 du point mort, en termes de profitabilité, constitue un véritable enjeu pour le Groupe, et confère au *Business Plan* un caractère volontariste ; nous rappelons à cet égard le décalage mentionné en préambule du présent chapitre entre les prévisions sous-tendant le plan d'affaires initial dans la perspective de la souscription par ABG à l'emprunt obligataire, et les réalisations effectives à fin juin 2016, qui ont nécessité une refonte des projections pour aboutir au *Business Plan* ; les données de marché dont nous disposons corroborent le niveau ambitieux des prévisions de vente¹³⁹, premier *driver* du *Business Plan*.

4.4.3. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été estimé sur la base du coût du capital (*Cost of Capital* ou **CoC**), et ainsi déterminé directement à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise, non endetté.

Le taux d'actualisation a été estimé en recourant à un beta désendetté¹⁴⁰ de Medtech SA estimé à **1,17**¹⁴¹. Les autres composantes du taux d'actualisation sont les suivantes :

- un taux sans risque de **0,76%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹⁴² ;
- une prime de risque du marché français estimée à **8,24%**¹⁴³ ;

Sur cette base, le taux d'actualisation a été estimé *a minima* à **10,40%** ; nous ne l'avons en effet affecté d'aucune prime de risque spécifique, afin d'extérioriser un maximum de valeur, tout en précisant qu'une telle prime trouverait théoriquement à s'appliquer au cas d'espèce, compte tenu du profil de risque de Medtech :

¹³⁹ Soutenues à moyen terme par la montée en puissance des robots *ROSA Combined*.

¹⁴⁰ Beta hebdomadaire 5 ans.

¹⁴¹ Le coefficient de corrélation de 0,20 de l'Action par rapport au marché a été jugé satisfaisant au regard de notre échantillon de sociétés réputées comparables.

¹⁴² Source : Banque de France. [\[En ligne\]](#).

¹⁴³ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9,0%** (source : Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,76%, induit une prime de risque de **8,24%**.

Coût du capital	
Taux sans risque	0,76%
Beta désendetté Medtech	1,17
Prime de risque	8,24%
CoC	10,40%

A titre indicatif, le taux d'actualisation de 10,40% pourrait se recouper avec un CoC se basant sur un beta désendetté¹⁴⁴ médian des comparables¹⁴⁵ à 0,97 et une prime de risque spécifique de 1,7%.

4.4.4. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance à l'infini de 2% à l'horizon du *Business Plan*, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme¹⁴⁶ sur les zones Euro et Etats-Unis, où le Groupe est implanté.

4.4.5. Modélisation du *Business Plan*

Nous avons envisagé plusieurs analyses de sensibilité sur la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie issus du *Business Plan* ; nous retenons les deux décrites ci-après, qui mettent en évidence les sensibilités les plus fortes, aux paramètres d'évaluation et au taux d'imposition des résultats du Groupe ; nous maintenons en l'état les paramètres d'activité et de rentabilité, dont nous considérons qu'ils ne sont pas susceptibles d'être rehaussés, à l'issue de notre revue détaillée du *Business Plan* en relation avec la Direction et à l'appui des données de marché que nous avons consultées (§ 4.4.2).

4.4.5.1. Sensibilité aux paramètres d'évaluation

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise et, après ajout de la trésorerie nette de 25,1 M€¹⁴⁷ (§ 4.1.4.1), des capitaux propres du Groupe ainsi que de la valeur de l'Action aux variations combinées, dans des proportions

¹⁴⁴ Beta hebdomadaire 5 ans.

¹⁴⁵ Afin d'obtenir un Beta plus pertinent en termes statistiques, nous avons élargi notre échantillon, pour les besoins de ce recoupement, aux comparables suivants : Stryker, Elekta, Accuray et Integra Lifesciences, dont les activités, bien qu'en dehors de la robotique chirurgicale, se raccordent à la fourniture d'équipements médicaux.

¹⁴⁶ FMI (2015). Perspectives de l'économie mondiale, p. 185. [\[En ligne\]](#).

¹⁴⁷ A titre informatif, la valeur terminale représente, en hypothèses centrales de taux d'actualisation (10,4%) et de taux de croissance perpétuelle (2%), environ 72% de la valeur d'entreprise et, compte tenu de l'importance relative de la trésorerie nette dans la formation des capitaux propres, environ 59% de la valeur intrinsèque de l'Action.

jugées plausibles, du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle retenu pour le calcul de la valeur terminale :

Valeur d'entreprise (en M€)					
g / CoC	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
1,50%	131,8	126,0	120,7	115,6	110,8
1,75%	135,0	129,0	123,4	118,1	113,2
2,00%	138,4	132,2	126,3	120,8	115,7
2,25%	142,1	135,5	129,4	123,7	118,3
2,50%	146,0	139,1	132,7	126,7	121,1

Valeur des fonds propres (en M€)					
g / CoC	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
1,50%	156,9	151,2	145,8	140,7	135,9
1,75%	160,1	154,1	148,5	143,3	138,3
2,00%	163,5	157,3	151,4	146,0	140,8
2,25%	167,2	160,6	154,5	148,8	143,4
2,50%	171,1	164,2	157,8	151,8	146,2

Valeur de l'Action (en €)					
g / CoC	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
1,50%	49,2	47,4	45,7	44,2	42,7
1,75%	50,2	48,4 €	46,6 €	45,0 €	43,4
2,00%	51,3	49,4 €	47,5 €	45,8 €	44,2
2,25%	52,5	50,4 €	48,5 €	46,7 €	45,0
2,50%	53,7	51,5	49,5	47,6	45,9

La valeur centrale intrinsèque de l'Action de **47,5 €** serait ainsi comprise dans une fourchette de **45,0 € à 50,4 €**.

4.4.5.2. Sensibilité au taux d'imposition

Nous avons testé la sensibilité du modèle DCF à l'évolution de +/- 2 points du taux d'imposition à l'échelle du Groupe¹⁴⁸, couplée avec celle du taux d'actualisation (§ 4.4.5.1)

¹⁴⁸ La valeur centrale intrinsèque de l'Action renvoie au taux d'imposition de 36,66% correspondant à la pondération des taux d'impôt en France et aux Etats-Unis par la contribution respective de l'entité française (60%) et américaine (40%) au résultat imposable à terme (§ 4.4.2).

Valeur d'entreprise (en M€)

Taux d'imposition / CoC	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
32,66%	145,0	138,4	132,2	126,4	121,0
34,66%	141,7	135,3	129,3	123,6	118,3
36,66%	138,4	132,2	126,3	120,8	115,7
38,66%	135,1	129,1	123,4	118,0	113,0
40,66%	131,9	126,0	120,4	115,2	110,4

Valeur des fonds propres (en M€)

Taux d'imposition / CoC	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
32,66%	170,1	163,5	157,3	151,5	146,1
34,66%	166,8	160,4	154,4	148,7	143,4
36,66%	163,5	157,3	151,4	146,0	140,8
38,66%	160,3	154,2	148,5	143,2	138,1
40,66%	157,0	151,1	145,6	140,4	135,5

Valeur de l'Action (en €)

Taux d'imposition / CoC	9,90%	10,15%	10,40%	10,65%	10,90%
32,66%	53,4 €	51,3 €	49,4 €	47,6 €	45,8 €
34,66%	52,3 €	50,3 €	48,4 €	46,7 €	45,0 €
36,66%	51,3 €	49,4 €	47,5 €	45,8 €	44,2 €
38,66%	50,3 €	48,4 €	46,6 €	44,9 €	43,3 €
40,66%	49,3 €	47,4 €	45,7 €	44,0 €	42,5 €

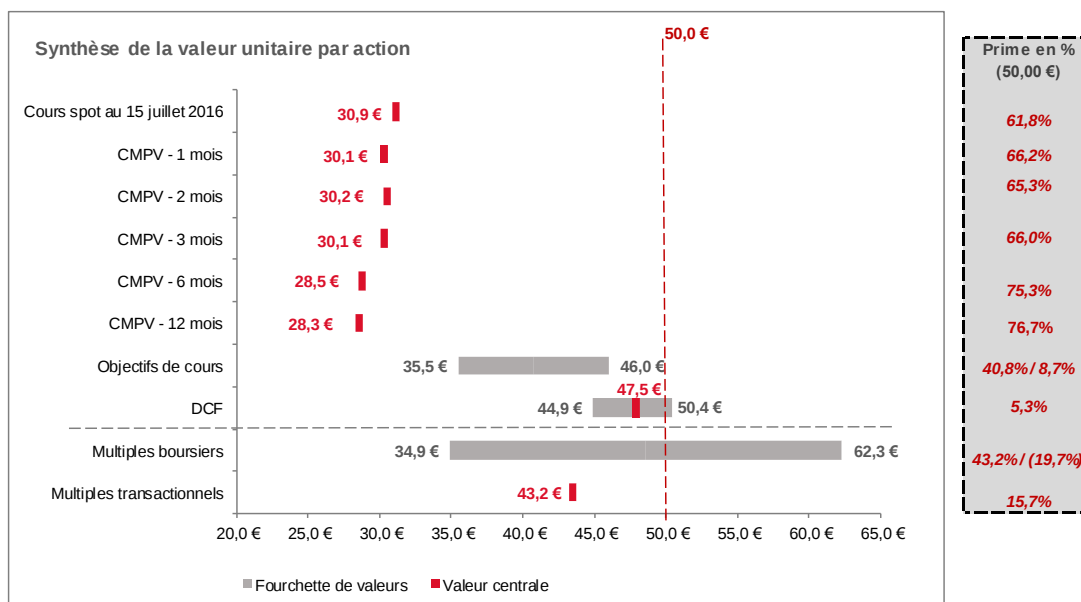
La valeur centrale intrinsèque de l'Action de **47,5 €** serait ainsi comprise dans une fourchette de **44,9 € à 50,3 €**.

4.4.6. Synthèse

Au terme de nos analyses de sensibilité, nous positionnons la valeur centrale intrinsèque de l'Action à **47,5 €**, dans une fourchette de **44,9 € à 50,4 €**.

4.5. Synthèse de la valorisation multicritère de l'Action

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère de l'Action sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de 50,00 €, sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus.



Nous constatons que le Prix d'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des principaux critères d'évaluation en valeurs centrales, et rappelons que les valorisations analogiques sont présentées à titre secondaire, eu égard aux limitations inhérentes à leur application dans le contexte spécifique de la phase de développement de Medtech, qui ne permettent de recourir qu'à des multiples de chiffre d'affaires.

L'Offre propose aux actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité appréciable au vu des caractéristiques boursières du titre, ainsi qu'un niveau de prime sur le cours de bourse compatible avec celui observé historiquement en moyenne sur des offres portant sur la majorité du capital ; le Prix d'Offre s'avère en tout état de cause très supérieur au cours de bourse constaté depuis l'IPO, toutes périodes d'observation confondues.

Le potentiel de croissance du Groupe sur un marché encore émergent a été pris en compte dans l'évaluation multicritère de l'Action, que nous avons restituée dans le contexte concurrentiel de Medtech et de ce qu'aurait pu être sa trajectoire *stand alone* avant la Transaction qui l'intègre désormais au sein de Zimmer Biomet, au regard de l'évolution de ses compétiteurs, en nombre toutefois limité sur le créneau étroit de la robotique chirurgicale appliquée à la neurochirurgie ; ce potentiel de croissance doit être pondéré par des risques d'exécution, étant par ailleurs rappelé que le taux que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF s'entend *a minima*.

Ledouble

Au-delà de l'évaluation de l'Action, le Prix d'Offre, égal au Prix de Cession des Blocs, résulte d'une négociation entre Zimmer Biomet et les Cédants ; il nous a été confirmé et nous nous sommes assurés que, conforme aux pratiques de marché sur les transactions les plus récentes, il garantissait les intérêts des Cédants et par là-même ceux des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

5. CARACTÉRISTIQUES DES OCABSA ET MODALITÉS DE CESSION À L'INITIATEUR¹⁴⁹

A la suite de l'Assemblée Générale des actionnaires du 10 décembre 2015, la Société a émis **452.363** Obligations Convertibles en Actions (OCA), d'une valeur nominale unitaire de **30,10 €** ; à chaque OCA est attaché 0,4 Bons de Souscription d'Actions (BSA), soit au total **180.945**¹⁵⁰ BSA dont le prix d'exercice s'établit à **32,83 €**, chaque BSA donnant droit à la souscription d'une action de la Société. ABG a souscrit en décembre 2015 à l'ensemble des OCABSA (§ 5).

Le produit brut de l'émission d'OCABSA s'est élevé à 13,6 M€ ; sous déduction de certains frais et de la rémunération de l'agent de placement, le produit net de cette émission est destiné au financement, d'une part, du développement de *ROSA Brain* et de *ROSA Spine* (§ 3.2), d'autre part du fonds de roulement de la Société et de ses investissements commerciaux et en R&D.

Les informations ci-après récapitulent les caractéristiques des OCA et BSA auxquelles nous avons porté notre attention pour comprendre les modalités de cession de l'emprunt obligataire, en particulier le Prix de Cession des OCABSA de **50,03 €** par OCA et de **17,17 €** par BSA (§ 2.2.1), et *in fine* nous assurer que les conditions de la Cession d'OCABSA n'étaient pas de nature à influencer sur notre appréciation du Prix d'Offre.

5.1. OCA

Comme mentionné en préambule, le montant nominal de l'émission des OCABSA, intervenue le 11 décembre 2015, s'est élevé à 13.615.321,78 €, représenté par 452.363 OCA d'une valeur unitaire de **30,10 €**¹⁵¹.

Les OCA, dont la maturité est de 5 ans et qui sont remboursables à la date de maturité (11 décembre 2020) ou à une date de remboursement anticipé, ont produit à compter de la date de leur émission un taux d'intérêt de 2% payable bi-annuellement, les

¹⁴⁹ Source : Contrat d'émission (*Subscription Agreement*) des OCABSA du 11 décembre 2015 conclu entre ABG-ROSA (HK) Limited et Medtech ; Rapport du Conseil d'Administration à l'Assemblée Générale Ordinaire et Extraordinaire du 10 décembre 2015 ; Communiqués de la Société :

- « Medtech annonce le succès d'un emprunt obligataire de 13,6 millions d'euros », 17 décembre 2015. [\[En ligne\]](#).
- « Medtech annonce la signature d'un emprunt obligataire de 15 millions de dollars », 2 novembre 2015. [\[En ligne\]](#).

¹⁵⁰ 452.363 x 0,4.

¹⁵¹ Cette valeur nominale unitaire des OCA correspond au cours moyen pondéré des actions de la Société sur une période de 30 jours précédant le 30 octobre 2015, pondéré d'une prime de **10%** (§ 4.3.1).

intérêts étant payés en numéraire ou capitalisés, et ajoutés au montant principal des OCA le 30 juin ou le 31 décembre de chaque année jusqu'à la date de maturité.

Le droit de conversion conféré aux porteurs des OCA consiste à pouvoir les convertir, à tout moment¹⁵², contre des actions de la Société, à proportion de 1 Action d'une valeur nominale de 0,25 € (§ 2.1.1), pour 1 OCA.

Tout porteur d'OCA peut demander le remboursement anticipé et en numéraire de tout ou partie de ses OCA en cas de changement de contrôle de la Société. La clause 1.14.7 « *Maintenance of Notes holders' right* » du contrat d'émission des OCABSA prévoit l'ajustement du ratio de conversion en cas d'offre publique visant les titres Medtech SA selon la formule suivante :

Ratio ajusté = $1 + [10 \% \times (\text{nombre de jours entre l'ouverture de l'offre et la maturité des OCA} / \text{maturité totale des OCA à compter de la date de leur émission})]$

Cette clause ne bénéficie qu'aux porteurs ayant exercé leurs droits sur la période d'ouverture de l'offre, soumise à l'agrément de l'AMF et déclarée conforme par cette dernière. Au cas d'espèce, nous comprenons que :

- le Prix de Cession des OCA (50,03 €) a été déterminée par transparence avec le Prix d'Offre (50,00 €), majoré des intérêts courus sur la période comprise entre le 1^{er} juillet 2016 et la Transaction intervenue mi-juillet 2016 (0,03 €¹⁵³) ; en conséquence, l'Initiateur n'a pas accordé d'avantage particulier à ABG, en tant que cédant et actionnaire potentiel avant la Cession d'OCABSA, par rapport au Prix d'Offre proposé aux détenteurs d'actions à la date de la Transaction ; pour mémoire, il nous a été confirmé qu'ABG ne détenait pas d'actions de la Société ;
- à titre indicatif, la conversion des OCA après le 15 juillet 2016, assimilée en l'occurrence à l'ouverture de l'Offre, conduirait à porter le nombre d'actions résultant de la conversion, de 452.363 à 492.226¹⁵⁴, en application du dispositif d'ajustement du ratio de conversion susmentionné, prévu en cas d'offre publique ;
- en définitive, la Cession d'OCABSA par ABG à l'Initiateur est de nature à permettre à ce dernier d'exercer l'ensemble des OCA pour tendre vers son objectif de détention à plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, et conséquemment de mise en œuvre de la procédure de RO.

¹⁵² Jusqu'au 7^{ème} jour ouvrable précédant la date de maturité inclus ou jusqu'à la date de remboursement anticipé.

¹⁵³ Intérêts courus : 13 K€ / Nombre d'OCA : 452.363

¹⁵⁴ En application de la formule d'ajustement du ratio de conversion : $452.363 \times [1 + (10\% \times (1.827 - 217) / 1.827)]$.

5.2. BSA

1 BSA donne à son titulaire le droit de souscrire à 1 Action d'une valeur nominale de 0,25 € (§ 2.1.1) ; le prix d'exercice de chaque BSA est de **32,83 €**¹⁵⁵.

Les porteurs de BSA peuvent, à tout moment, à compter de la date d'émission des OCA et jusqu'à maturité (11 décembre 2020), exercer leurs BSA en contrepartie de l'attribution d'actions de la Société¹⁵⁶. La clause 1.17.10 « *Redemption of Warrants* » du contrat d'émission des OCABSA prévoit, en cas de changement de contrôle de la Société, le remboursement des BSA en *cash* à une valeur déterminée selon un modèle *Black-Scholes* intégrant une volatilité de 30%, mais sans précision sur la valeur du sous-jacent à retenir dans ces circonstances.

Au cas d'espèce, nous comprenons que :

- la valeur temps des BSA, dans le contexte de la Cession d'OCABSA par ABG au profit de l'Initiateur, a été neutralisée, dans la mesure où le Prix de Cession des BSA (17,17 €) équivaut au Prix d'Offre (50,00 €) assimilé à la valeur du sous-jacent, minoré du prix d'exercice des BSA (32,83 €) ;
- la Cession d'OCABSA par ABG à l'Initiateur est de nature à permettre à ce dernier d'exercer l'ensemble des BSA pour tendre vers son objectif de détention à plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, et conséquemment de mise en œuvre de la procédure de RO, l'exercice des BSA rehaussant par ailleurs la trésorerie de 5,9 M€¹⁵⁷ (§ 4.1.4.1 et § 4.1.4.2) ;
- l'Initiateur ne vise pas le remboursement des BSA, mais leur exercice et l'obtention de leur contrepartie en actions ; pour autant, nous avons estimé la valeur théorique des BSA, par l'application *stricto sensu* des dispositions susmentionnées du contrat d'émission des OCABSA en cas de changement de contrôle de la Société¹⁵⁸, et parvenons au constat que le Prix de Cession des BSA n'accorde pas d'avantage particulier à ABG par rapport à leur valeur théorique, calculée par référence à une valeur de sous-jacent en ligne avec le Prix d'Offre ; ce constat est inchangé en retenant comme valeur de sous-jacent la valeur centrale intrinsèque de l'Action en DCF (§ 4.4.6).

¹⁵⁵ Ce prix d'exercice des BSA correspond au cours moyen pondéré des actions de la Société sur une période de 30 jours précédant le 30 octobre 2015 (période de référence identique à celle retenue pour le calcul du prix d'émission des OCA), pondéré d'une prime de 20% (§ 4.3.1).

¹⁵⁶ Les BSA qui n'auraient pas été exercés avant le 11 décembre 2020 inclus deviendraient caducs.

¹⁵⁷ Nombre de BSA : 180.945 x Prix d'exercice des BSA : 32,83 €.

¹⁵⁸ Conformément aux dispositions contractuelles, nous avons eu recours, pour le calcul théorique des BSA, à un modèle Black & Scholes en y introduisant une volatilité de 30% ; au vu du caractère exerçable en continu des BSA, caractéristique des options « américaines », nous avons également utilisé un modèle binomial à titre de recoupement.

5.3. Synthèse

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur les conditions de la Cession d'OCABSA au regard de notre appréciation de l'équité du Prix d'Offre.

6. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ACTION PAR L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par BNP Paribas, Établissement présentateur de l'Offre.

Les méthodes d'évaluation que nous avons mises en oeuvre sont comparables à celles de BNP Paribas. Pour mémoire, nous avons employé la méthode analogique par les transactions comparables à titre de recoupement avec le Prix d'Offre (§ 4.2.4) ; l'Établissement présentateur en retient les résultats à titre informatif.

Il ressort de la comparaison des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

6.1. Trésorerie financière nette

BNP Paribas a retenu la même trésorerie nette de **25,1 M€** en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique ; ce volant de trésorerie est majoré de l'économie d'impôt attachée à l'imputation des reports déficitaires (8,7 M€¹⁵⁹) telle que l'Établissement présentateur l'a calculée en valeur centrale de l'Action en DCF. Il en ressort un montant de **33,9 M€** d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres en DCF, tant en valorisation intrinsèque qu'en valorisation analogique.

Nous raisonnons sur une trésorerie nette de **25,1 M€** en valorisation intrinsèque et de **25,3 M€** en valorisation analogique (§ 4.1.4), qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres, étant précisé que :

- l'imputation des reports déficitaires a été prise en compte dans notre modèle DCF, au fil de leur apurement, sur les flux de trésorerie, concourant ainsi à la formation de la valeur d'entreprise ; elle est donc, par construction, variabilisée dans nos analyses de sensibilité de la valeur intrinsèque de l'Action au taux d'actualisation (§ 4.4.5) ;
- il ne nous est pas apparu nécessaire de tenir compte de l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires en valorisation analogique, que nous ne présentons qu'à titre secondaire et par référence aux seuls multiples de chiffre d'affaires (§ 6.4)

¹⁵⁹ Soit 2,7 € par action.

6.2. Objectifs de cours

Nous intégrons dans notre revue du suivi du titre Medtech SA et des cours cible par les *brokers* la référence aux notes des trois analystes en charge du suivi du titre (§ 4.3.2), dont celles de Genesta dont BNP Paribas ne fait pas état.

6.3. Valorisation intrinsèque (DCF)

BNP Paribas valorise l'Action en DCF à partir d'un plan d'affaires comparable au *Business Plan* quant (i) aux objectifs de volumes/prix de vente à l'horizon de la fin de la Période explicite et, durant la Période explicite, (ii) aux principaux *drivers* exprimés en pourcentage de chiffre d'affaires¹⁶⁰ et (iii) à l'évolution des dépenses de recherche et développement ainsi que des investissements.

Toutefois, le rythme auquel les objectifs volumétriques et de revenus sont atteints s'avèrent plus ambitieux dans le *Business Plan* ; c'est ainsi qu'en 2025/2026, dernière année de la Période explicite, nous nous référons à une progression des revenus de 5,1%¹⁶¹, tandis que l'Établissement présentateur, pour atteindre les mêmes objectifs de volumes/prix à la fin de la Période explicite, affiche en 2025/2026 une progression des revenus de 13,7%¹⁶². Ce différentiel de rythme d'évolution du chiffre d'affaires à l'horizon de la fin de la Période explicite se répercute sur la fraction de la structure de coûts indicée sur le chiffre d'affaires.

L'examen comparé de l'application de la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF) met également en exergue quelques différences, notamment les suivantes :

- par simplification et au regard du caractère peu significatif de la variation de BFR en 2026, à un stade de maturité de l'activité, nous retenons en effet une variation nulle du BFR en année normative, contre une variation de BFR stable pour BNP Paribas, qui perpétue ainsi un besoin de *cash* lié à la variation de BFR ;
- l'Établissement présentateur applique un taux d'impôt sur les sociétés de source française (34,43%) sur l'intégralité des résultats du Groupe sur la Période explicite et en année terminale. Nous considérons pour notre part, en nous référant au *Business Plan*, que la contribution de la filiale américaine aux résultats imposables du Groupe tendra vers 40% et, en conséquence conduira à augmenter la charge d'impôt de Medtech jusqu'à 36,66% ;

¹⁶⁰ Marge brute, coûts liés aux ventes et au marketing ainsi qu'aux dépenses administratives et aux frais généraux, besoin en fonds de roulement.

¹⁶¹ Tendancé vers une progression des revenus de 2,0% en année récurrente (§ 4.4.2).

¹⁶² Les revenus de l'année 2015/2026 sont maintenus en l'état en année récurrente.

- sur le plan méthodologique, l'Établissement présentateur retient également comme taux d'actualisation le coût du capital (CoC) ; le taux d'actualisation retenu par BNP Paribas est de 11,2%, *versus* 10,4% pour Ledouble :

Ledouble	Source	BNP Paribas	Source
Taux sans risque	0,76% BdF OAT 10 ans moy. 1 an	Taux sans risque	0,25% BNP Paribas Arbitrage
Beta désendetté Medtech	1,17 Bloomberg	Beta désendetté comparables	1,03 Barra - 29/06/2016
Prime de risque	8,24% Ledouble	Prime de risque	9,70% BNP Paribas Arbitrage
Prime de risque spécifique	-	Prime de taille / greenfield	1,0%
CoC	10,4%	CoC	11,2%

6.4. Valorisation analogique de l'Action par les comparables boursiers

Nous rappelons que nous présentons les valorisations analogiques à titre secondaire, eu égard aux limitations inhérentes à leur application dans la phase de développement actuelle de Medtech, et *de facto* au seul recours possible aux multiples de chiffre d'affaires.

6.4.1. Composition des échantillons de comparables respectifs

La comparaison des valorisations de BNP Paribas et de Ledouble par les comparables boursiers fait apparaître une différence dans la composition de l'échantillon.

Nous avons appréhendé les capitalisations boursières des comparables boursiers sur une moyenne pondérée 6 mois au 15 juillet 2016 (§ 4.2.5.1), tandis que BNP Paribas retient des cours *spot* au 29 juillet 2016.

L'Établissement présentateur a retenu un panel de 14 sociétés, divisé en deux groupes de sept sociétés : un premier échantillon de sociétés rassemblant des *pure players* spécialisés dans la conception et la fabrication de robots chirurgicaux et un second échantillon plus large rassemblant des sociétés fournissant tous types d'équipements médicaux.

Notre panel de comparables se recoupe avec l'échantillon restreint aux *pure players* de l'Établissement présentateur, aux différences suivantes près ; l'échantillon de BNP Paribas :

- inclut Corindus Vascular Robotics¹⁶³, Globus Medical¹⁶⁴ et Stryker¹⁶⁵, dont nous avons considéré, indépendamment de leur taille, que les caractéristiques et

¹⁶³ **Corindus Vascular Robotics**, dont la capitalisation boursière est de l'ordre de 180 M\$, conçoit, fabrique et commercialise des robots dans le cadre d'opérations chirurgicales vasculaires.

¹⁶⁴ **Globus Medical**, dont la capitalisation boursière est de l'ordre de 2.770 M\$, est un fabricant d'implants pour le traitement de la colonne vertébrale.

¹⁶⁵ **Stryker**, dont la capitalisation boursière est de l'ordre de 44.020 M\$, conçoit, fabrique et commercialise une large gamme de produits médicaux en orthopédie, chirurgie et neurochirurgie.

applications thérapeutiques étaient plus éloignées de Medtech que celles des entités incluses dans notre panel ;

- exclut en revanche Hansen Medical, étant rappelé que BNP Paribas a calculé les multiples de l'échantillon des sociétés comparables sur la base des cours et du consensus au 29 juillet 2016 (*cf. supra*) ; à cette date, les données boursières sur Hansen Medical n'étaient plus disponibles¹⁶⁶. En conséquence BNP Paribas a décidé de ne pas retenir Hansen Medical dans son échantillon.

6.4.2. Choix et construction des multiples boursiers

Les valorisations de l'Établissement présentateur sont obtenues à partir des multiples boursiers médians et moyens de chiffre d'affaires sur deux années de consensus (2017 et 2018). Nous n'avons retenu pour notre part que les multiples médians de chiffre d'affaires recalendarisés sur trois années de consensus (2016 à 2018), en considérant que le chiffre d'affaires de l'exercice 2015/2016, bien que se rapportant à un exercice clos, pouvait encore être indicatif pour le calcul en borne basse de la valeur d'entreprise, dans l'hypothèse *flat* de sa simple reconduction sur l'exercice en cours ; la pondération des prévisions de chiffre d'affaires 2016/2017 et 2017/2018 par les multiples boursiers des deux dernières années du consensus resserre *de facto* l'intervalle de valorisation de l'Action (§ 4.2.5.3).

Compte tenu du différentiel de progression des revenus durant la Période explicite entre le *Business Plan* et le plan d'affaires sous-tendant respectivement nos travaux et ceux de l'Établissement présentateur (§ 6.3), les multiples de chiffre d'affaires de BNP Paribas s'appliquent à des agrégats inférieurs aux nôtres.

Au final, BNP Paribas présente comme nous une fourchette de valorisation analogique de l'Action par les comparables boursiers d'une large amplitude, et mobilisant exclusivement des multiples de chiffre d'affaires, ce qui relativise la pertinence et la portée de cette méthode.

¹⁶⁶ Dernier cours disponible le 26 juillet 2016 (3,99 \$).

6.5. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux de valorisation de l'Action avec ceux de BNP Paribas est exposée ci-après :

€/ action	Ledouble			BNP Paribas		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Cours de bourse						
Cours spot au 15/07/2016		30,9 €			30,9 €	
Cours moyen pondéré 1 mois	-	30,1 €	-	-	30,1 €	-
Cours moyen pondéré 2 mois	-	30,2 €	-	-	-	-
Cours moyen pondéré 3 mois	-	30,1 €	-	-	30,1 €	-
Cours moyen pondéré 6 mois	-	28,5 €	-	-	28,5 €	-
Cours moyen pondéré 9 mois	-	28,1 €	-	-	28,1 €	-
Cours moyen pondéré 12 mois	-	28,3 €	-	-	28,3 €	-
Objectif de cours	35,5 €		46,0 €	45,0 €		46,0 €
DCF	44,9 €	47,5 €	50,4 €	34,8 €	39,5 €	46,0 €
Multiples boursiers	34,9 €		62,3 €	30,6 €	49,6 €	67,5 €
Transactions		43,2 €		30,5 €		45,2 €

7. ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES À L'OFFRE

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords connexes, à l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du corpus juridique de l'Opération, et par entretiens avec la Direction, ainsi qu'avec les représentants des Conseils, des Cédants et de l'Initiateur recensés en **annexe 3**:

- Première lettre d'intention ou *Letter of Intent* (LOI) de Zimmer Biomet à Medtech SA en date du 18 avril 2016 ;
- Accord de confidentialité¹⁶⁷ conclu le 1^{er} mai 2016 entre ZBH et la Société ;
- Seconde LOI de Zimmer Biomet à Medtech SA en date du 19 mai 2016 ;
- Contrat-cadre de l'Offre ou TOA¹⁶⁸ conclu le 15 juillet 2016 entre la Société et l'Initiateur ;
- SPA¹⁶⁹ conclu le 15 juillet 2016 entre les Cédants (hors FCPI Newfund 1), ABG et l'Initiateur ;
- SPA¹⁷⁰ conclu le 15 juillet 2016 entre le FCPI Newfund 1 et l'Initiateur ;
- Lettres de démission de leurs fonctions d'administrateur de M. Eric Briole, de M. Fernand Badano et de M. Franck Yu, représentant permanent d'ABG en date du 15 juillet 2016 ;
- Conclusion par M. Bertin Nahum d'un engagement de non concurrence et d'une interdiction de débauchage sous condition suspensive de l'acquisition par ZHF de la majorité du capital de la Société avant le 21 juillet 2016 ;
- Offre d'embauche et de rémunération faite par ZBH à M. Bertin Nahum en date du 15 juillet 2016 ;
- Offre d'embauche et de rémunération faite par ZBH à M. Christian Babini en date du 12 juillet 2016 ;
- Accord de confidentialité, de non concurrence et d'interdiction de sollicitation¹⁷¹ conclu le 13 juillet 2016 conclu entre M. Christian Babini et M. Bertin Nahum en sa qualité de Président Directeur Général ;

¹⁶⁷ *Mutual Confidential Information Disclosure Agreement.*

¹⁶⁸ *Tender Offer Agreement between Medtech SA and Zimmer Holdings France SAS (Dated as of July 15, 2016).*

¹⁶⁹ *Share Purchase Agreement Among SC Muhan, Bertin Nahum, Fernand Badano, Eric Briole, Lucien Blondel, Pierre Maillet, Eric Tassel and ABG-ROSA (HK) Limited, as Sellers, and Zimmer Holdings France SAS, as Purchaser, and Bertin Nahum, as Shareholders' Representative (Dated as of July 15, 2016).*

¹⁷⁰ *Share Purchase Agreement relating to Medtech SA between FCPI Newfund 1 and Zimmer Holdings France SAS (Dated July 15, 2016).*

¹⁷¹ *Confidentiality, non-competition and non-solicitation agreement.*

- Accord de confidentialité, de non concurrence et de non sollicitation¹⁷² conclu le 13 juillet 2016 entre M. Christian Babini et Zimmer US, Inc ;
- Contrat de cession de droits de propriété intellectuelle¹⁷³ conclu le 15 juillet 2016 entre M. Bertin Nahum et la Société ;
- Courriers en date du 15 juillet 2016 adressés par la Société à M. Fernand Badano, M. Lucien Blondel et M. Pierre Maillet au titre de leurs rémunérations supplémentaires, à titre de sommes globales, forfaitaires et définitives, dues en application de l'article L. 611-7 du Code de la propriété intellectuelle, pour les inventions auxquelles ils ont participé depuis le début de leurs contrats de travail respectifs.

Cette documentation appelle de notre part les commentaires suivants.

7.1. Lettres d'intention de Zimmer Biomet à Medtech SA et accord de confidentialité

L'examen et la comparaison des deux lettres d'intention adressées par Zimmer Biomet à Medtech SA à un moins d'intervalle, pendant lequel un accord de confidentialité a été conclu entre ZBH et la Société, illustrent le caractère compétitif de la négociation qui s'est engagée entre le cessionnaire et les Cédants à l'avantage de ces derniers, lesquels ont *in fine* obtenu de la part du cessionnaire des conditions de Prix de Cession des Blocs conformes à leurs prétentions¹⁷⁴.

7.2. TOA et SPAs

Le TOA, qui constitue l'accord-cadre de l'Offre, reflète le dispositif de l'Offre tel qu'il nous a été présenté, et à ce titre n'appelle pas d'observation particulière de notre part ; il en est de même des SPAs, dont les termes corroborent notre descriptif de la structure et des objectifs de l'Opération, pour ce qui concerne la Cession de Blocs et de la Cession d'OCABSA (§ 2.2.1).

7.3. Lettres de démission d'administrateurs

Comme indiqué dans le communiqué d'annonce de l'Opération du 18 juillet 2016¹⁷⁵, suite à la démission de leurs fonctions d'administrateurs de M. Eric Briole, M. Fernand Badano et M. Franck Yu en sa qualité de représentant permanent d'ABG, ces trois postes devenus vacants au Conseil d'Administration, ainsi qu'un quatrième poste

¹⁷² Confidentiality, non-competition and non-solicitation agreement for sales managers and representatives.

¹⁷³ Intellectual property rights assignment agreement.

¹⁷⁴ A titre indicatif, notre modélisation du plan d'affaires *stand alone* élaboré par ZBH dans le cadre de la Transaction, à paramètres d'évaluation identiques à ceux que nous avons retenus pour la modélisation du *Business Plan* (§ 4.4.3 et § 4.4.4), corrobore l'existence d'une prime d'acquisition.

¹⁷⁵ « Zimmer Biomet acquiert Medtech », 18 juillet 2016. [\[En ligne\]](#).

vacant du fait de la démission antérieure du représentant de Newfund, ont donné lieu à la cooptation de quatre représentants de Zimmer Biomet.

7.4. Accords concernant l'entrée de M. Bertin Nahum au sein de Zimmer Biomet

Les accords concernant, au sein du cercle des Cédants, M. Bertin Nahum s'entendent dans la perspective de sa prise de fonctions au sein de Zimmer Biomet, à la direction du développement des activités robotiques de ZBH. Nous avons eu confirmation que les conditions de sa future rémunération, incluant des primes incitatives à long terme sous la forme d'instruments donnant accès au capital de ZBH, société holding cotée du groupe Zimmer Biomet, étaient, dans le principe et le quantum, conformes à celles accordées aux cadres de même rang au sein de ce groupe.

7.5. Droits de propriété intellectuelle

Les conditions de rémunération de la cession à la Société par M. Bertin Nahum de ses droits de propriété intellectuelle et de paiement des sommes dues par la Société à M. Fernand Badano, M. Lucien Blondel et M. Pierre Maillet en application de l'article L. 611-7 du Code de la propriété intellectuelle n'appellent pas d'observation de notre part.

7.6. Synthèse

En synthèse, nous n'avons pas relevé dans les Accords connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

Les seuls accords conclus par les Cédants en leur qualité d'actionnaires sont les SPAs.

8. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 50,00 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Medtech SA apportant leurs titres à l'offre publique d'achat simplifiée. Cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de l'Offre si les actionnaires minoritaires de Medtech SA ne représentaient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Paris, le 11 août 2016

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETÉ

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Liste des expertises financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Performance des comparables boursiers Annexe 7
- Présentation des comparables boursiers Annexe 8
- Multiples transactionnels Annexe 9

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble

➤ **Travaux préliminaires et prise de connaissance**

- Revue de presse et recherches documentaires
- Entretiens avec la Direction et les représentants de l'Établissement présentateur et des Conseils
- Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- Examen de la nature des Accords connexes
- Etude de l'évolution historique de la cotation de l'Action et des objectifs de cours des analystes
- Requêtes documentaires

➤ **Travaux de valorisation**

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société
- Etude de la structure d'endettement de la Société
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Constitution d'un panel de sociétés comparables
- Recherche de transactions comparables
- Revue des prévisions à moyen et long termes avec la Direction
- Evaluation multicritère et approches alternatives d'analyse de la valeur de l'Action et du Prix d'Offre
- Recensement des primes extériorisées par le Prix d'Offre par référence à l'évaluation multicritère de l'Action
- Valorisation des OCABSA

➤ **Elaboration du Rapport**

- Rédaction d'une lettre de mission
- Rédaction d'une proposition de lettres d'affirmation à l'attention du Président du Conseil d'Administration et du Président de l'Initiateur
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la Mission

➤ **Rémunération**

Le montant global des honoraires de Ledouble s'établit à 70.000 € (hors taxes et débours).

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

➤ 27 juin au 3 juillet 2016

- Contacts préliminaires dans le cadre de l'appel d'offres en vue du choix de l'expert indépendant
- Proposition d'intervention

➤ 4 juillet au 24 juillet 2016

- Désignation de l'expert indépendant par le Président Directeur Général (6 juillet 2016) et ratification par le Conseil d'Administration (15 juillet 2016)
- Rédaction et présentation de la lettre de mission
- Analyse des principes et de la structure de l'Opération
- Recherche et exploitation des informations publiques disponibles sur Medtech SA et ZBH
- Examen de la documentation relative à l'IPO
- Contacts avec la Direction, l'Établissement présentateur et les Conseils¹⁷⁶
- Requêtes documentaires
- Exploitation du contenu de la *data room* ouverte par la Société à ZBH et ses conseils
- Etude du contrat de souscription des OCABSA et de la documentation relative à l'emprunt obligataire
- Réunion avec l'Établissement présentateur
- Exploitation de la documentation relative à la Transaction et aux Accords connexes
- Examen des travaux de *due diligence* des conseils juridiques de ZBH

¹⁷⁶ Les représentants des Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

➤ **25 juillet au 31 juillet 2016**

- Rencontre avec la Direction
- Visite des installations de la Société à Montpellier
- Cadrage entre le *Reporting* et les informations comptables et financières de la Société et de ses filiales au 31 décembre 2015
- Examen détaillé des prévisions à moyen et long termes
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Analyse détaillée de l'évolution du cours de bourse de l'Action
- Constitution d'un panel de comparables boursiers
- Recherche de références transactionnelles
- Examen des divergences entre les référentiels comptables de Medtech SA et des comparables boursiers
- Etude des travaux réalisés par le conseil financier de Medtech SA dans le cadre de la Transaction et du modèle financier de ZBH dans le cadre de l'Opération
- Exploitation des informations comptables et financières de Medtech SA et de ses filiales disponibles au 30 juin 2016
- Structuration de la trésorerie nette du Groupe au 30 juin 2016
- Évaluation multicritère de l'Action par référence au *Business Plan* et approches alternatives de valorisation
- Mise à jour de la requête documentaire
- Examen de la trame de note d'information de l'Initiateur
- Contacts avec la Direction, l'Établissement présentateur et les Conseils
- Rédaction de la trame du Rapport

➤ **1^{er} août au 7 août 2016**

- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, l'Établissement présentateur et les Conseils
- Examen des projets de rapport de valorisation de l'Établissement présentateur
- Entretien avec les représentants d'un des bureaux d'analystes en charge du suivi du titre
- Revue du contenu des contrats de BSPCE et d'Options
- Examen des projets de note d'information de l'Initiateur et de note d'information en réponse de la Société
- Proposition de lettres d'affirmation à l'attention du Président du Conseil d'Administration de Medtech SA et du Président de ZHF
- Soumission d'un premier projet de Rapport au Président du Conseil d'Administration

➤ **8 août au 12 août 2016**

- Entretien avec le Président de ZHF
- Contacts et entretiens téléphoniques avec la Direction, l'Établissement présentateur et les Conseils
- Levée des suspens
- Finalisation et diffusion du dernier projet de Rapport avant signature
- Délivrance du Rapport pour la tenue du Conseil d'Administration et insertion dans la note d'information en réponse de la Société avant le dépôt du projet d'Offre à l'AMF

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble

➤ **Société**

Medtech SA

Bertin Nahum	CEO
Fernand Badano	General Manager
Christophe Sibillin	CFO

➤ **Initiateur**

Zimmer Holdings France SAS

Guillaume Genin	President
-----------------	-----------

➤ **Conseils**

Dechert

Charles Cardon	Partner
Matthieu Grollemund	Partner
Quentin Durand	Associate
Raphael Sendowski	Associate

Gide Loyrette Nouel

Didier G. Martin	Partner
Antoine Tézenas du Montcel	Partner
Régis Henry	Associate
Thomas Jaegle	Associate

Faegre Baker Daniels

Kate Sherburne	Partner - Corporate
----------------	---------------------

➤ **Établissement présentateur**

BNP Paribas

Nicolas Cuzol	<i>Director</i>
Nicolas Elissalde	<i>Vice-President</i>
Alexandre Greco	<i>Vice-President</i>
Giovanni Sparagna	<i>Analyst</i>

➤ **Bureau d'analystes**

Genesta

Hervé Guyot	Président fondateur
Boris Goncalves	Analyste financier

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

➤ **Documentation relative à l'Opération**

Informations juridiques

- Procès-verbal du Conseil d'Administration en date de la Transaction (15 juillet 2016¹⁷⁷)
- Rapport de *due diligence* de Gide et Faegre Baker Daniels (23 juin 2016)
- Projets de note d'information de l'Initiateur
- Projet de note d'information en réponse de la Société
- Documentation associée à l'examen des Accords connexes :
 - Première LOI de Zimmer Biomet à Medtech SA (18 avril 2016)
 - Accord de confidentialité¹⁷⁸ conclu le 1^{er} mai 2016 entre ZBH et la Société
 - Seconde LOI de Zimmer Biomet à Medtech SA (19 mai 2016)
 - TOA¹⁷⁹ conclu entre la Société et l'Initiateur (15 juillet 2016)
 - SPA¹⁸⁰ conclu entre les Cédants (hors FCPI Newfund 1), ABG et l'Initiateur (15 juillet 2016)
 - SPA¹⁸¹ conclu entre le FCPI Newfund 1 et l'Initiateur (15 juillet 2016)
 - Lettres de démission de leurs fonctions d'administrateur de M. Eric Briole, de M. Fernand Badano et de M. Franck Yu, représentant permanent d'ABG (15 juillet 2016)
 - Conclusion par M. Bertin Nahum d'un engagement de non concurrence et d'une interdiction de débauchage sous condition suspensive de l'acquisition par ZHF de la majorité du capital de la Société avant le 21 juillet 2016
 - Offre d'embauche et de rémunération faite par ZBH à M. Bertin Nahum (15 juillet 2016)

¹⁷⁷ L'ordre du jour du Conseil d'Administration du 15 juillet 2016 comprend l'essentiel des dispositions prises en vue de l'annonce de l'Opération le 18 juillet 2016, dont l'autorisation de la signature du TOA, la ratification de la nomination de l'expert indépendant et la délégation de pouvoir au Président Directeur Général afin d'accélérer l'exercice des Options.

¹⁷⁸ *Mutual Confidential Information Disclosure Agreement.*

¹⁷⁹ *Tender Offer Agreement between Medtech SA and Zimmer Holdings France SAS (Dated as of July 15, 2016).*

¹⁸⁰ *Share Purchase Agreement Among SC Muhan, Bertin Nahum, Fernand Badano, Eric Briole, Lucien Blondel, Pierre Maillet, Eric Tassel and ABG-ROSA (HK) Limited, as Sellers, and Zimmer Holdings France SAS, as Purchaser, and Bertin Nahum, as Shareholders' Representative (Dated as of July 15, 2016).*

¹⁸¹ *Share Purchase Agreement relating to Medtech SA between FCPI Newfund 1 and Zimmer Holdings France SAS (Dated July 15, 2016).*

- Offre d'embauche et de rémunération faite par ZBH à M. Christian Babini (12 juillet 2016)
- Accord de confidentialité, de non concurrence et d'interdiction de sollicitation¹⁸² conclu entre M. Christian Babini et M. Bertin Nahum en sa qualité de Président Directeur Général (13 juillet 2016)
- Accord de confidentialité, de non concurrence et de non sollicitation¹⁸³ conclu entre M. Christian Babini et Zimmer US, Inc (13 juillet 2016)
- Contrat de cession de droits de propriété intellectuelle¹⁸⁴ conclu entre M. Bertin Nahum et la Société (15 juillet 2016)
- Courriers adressés par la Société à M. Fernand Badano, M. Lucien Blondel et M. Pierre Maillet au titre de leurs rémunérations supplémentaires, dues en application de l'article L. 611-7 du Code de la propriété intellectuelle, pour les inventions auxquelles ils ont participé depuis le début de leurs contrats de travail respectifs (15 juillet 2016)

Informations financières

- Rapport de valorisation de BNP Paribas
- Travaux préparatoires de Stifel réalisés pour Medtech
- Modèle financier de ZBH

➤ **Documentation juridique**

- Extrait Kbis (18 avril 2016)
- Statuts (10 décembre 2015¹⁸⁵)
- Immatriculation des filiales
- Etat de l'actionnariat (15 juillet 2016)
- Procès-verbaux des réunions du Conseil d'Administration (2008 à 2016)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2009 à 2015)
- Table de capitalisation
- Liste des brevets
- Etat des effectifs du Groupe et des salaires par fonction

¹⁸² Confidentiality, non-competition and non-sollicitation agreement.

¹⁸³ Confidentiality, non-competition and non-sollicitation agreement for sales managers and representatives.

¹⁸⁴ Intellectual property rights assignment agreement.

¹⁸⁵ Statuts mis à jour par délibérations de l'Assemblée Générale Ordinaire et Extraordinaire du 10 décembre 2015.

- Etat des litiges et contentieux
- Contrats type d'émission de BSPCE et d'Options
- Contrat de souscription des OCABSA (11 décembre 2015) et rapport du Conseil d'Administration à l'Assemblée Générale Ordinaire et Extraordinaire sur l'émission des OCABSA (10 décembre 2015)

➤ **Documentation comptable et financière**

Informations historiques

- Rapports financiers annuels (2012/2013 à 2014/2015) et semestriel (2015/2016)
- Informations comptables et financières de Medtech SA et de ses filiales au 30 juin 2016
- Bilan et besoin en fonds de roulement consolidés au 15 juillet 2016
- Documentation relative à l'IPO :
 - Document de base enregistré par l'AMF le 28 octobre 2013 sous le numéro I.13-048. [\[En ligne\]](#).
 - Note d'opération visée par l'AMF le 15 novembre 2013 sous le numéro 13-617. [\[En ligne\]](#).
- Accord sur l'attribution d'une aide de Bpifrance Financement, projet Bondi (24 janvier 2014)
- *Reporting* au 31 décembre 2015 et au 31 mars 2016
- Diagnostic IFRS d'EY (mars 2015)

Informations prévisionnelles

- Plan d'affaires (2015/2016 à 2017/2018)
- *Business Plan* (2016/2017 à 2025/2026) et documentation y afférente
- Notes de *brokers*

➤ **Bases de données**

- *Bloomberg*
- *Thomson One*
- *MergerMarket*
- *Infinancials*
- *Xerfi 700*

➤ Références bibliographiques¹⁸⁶

Sites d'informations

- Medtech. [En ligne], <http://www.medtech.fr>
- ZBH. [En ligne], <http://investor.zimmerbiomet.com/>
- Newfund. [En ligne], <http://newfund-capital.com/fr/participations>
- AMF. [En ligne], <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France. [En ligne], <https://www.banque-france.fr>
- Conseil National du Numérique. [En ligne], <http://cnnumerique.fr/bertin-nahum/>
- FMI. [En ligne], <https://www.imf.org/>
- Legifrance. [En ligne], <https://www.legifrance.gouv.fr/>
- SFEV. [En ligne], <http://www.sfev.org/>
- Comparables boursiers :
 - Transenterix. [En ligne], <http://www.transenterix.com/>
 - Mazor Robotics. [En ligne], <http://www.mazorrobotics.com/>
 - Intuitive Surgical. [En ligne], <http://www.intuitivesurgical.com/>
 - Hansen Medical. [En ligne], <http://www.hansenmedical.com/us/en>
 - Titan Medical. [En ligne], <http://www.titanmedicalinc.com/>

Etudes et articles

- Frost & Sullivan (2015). « *Medical Robotics in Healthcare* », 28 janvier.
- Genesta *Equity & Bond Research* (2015). « Medtech accélère sa stratégie d'expansion », Initiation de couverture, 28 septembre, 39 p. [En ligne], <https://www.researchpool.com/provider/genesta/medtech-rosa-accelere-sa-strategie-dexpansion-opinion-achat-fort>
- Mass Device, *The Medical Device Business Journal* (2016). « *Robotic Surgery mix-up: Moll's Auris buys Hansen Medical* », 20 avril.
[En ligne], <http://www.massdevice.com/robotic-surgery-mix-molls-auris-buys-hansen-medical/>

¹⁸⁶ Liens Web au 11 août 2016.

- Mass Device, *The Medical Device Business Journal* (2016). « Mazor Robotics inks \$42m deal with Medtronic », 18 mai.
[En ligne],
<http://www.massdevice.com/mazor-robotics-inks-42m-deal-with-medtronic/>
- Mass Device, *The Medical Device Business Journal* (2016). « Auris Surgical Robotics closes \$80m Hansen Medical buy », 28 juillet.
[En ligne],
<http://www.massdevice.com/auris-surgical-robotics-closes-80m-hansen-medical-buy/>
- Millennium Research Group (2010). « US Markets for surgical Navigation system 2011 », 79 p.
- Nahum Bertin (2016). « Je ne peux pas rivaliser éternellement avec mon Opinel », Les Echos, 18 juillet. [En ligne],
<http://www.lesechos.fr/industrie-services/pharmacie-sante/0211137072362-bertin-nahum-medtech-je-ne-peux-pas-rivaliser-eternellement-avec-mon-opinel-2015207.php>
- OMS (2016). *Surveiller la santé pour les ODD (Objectifs du développement durable)*, World Health Statistics: Monitoring Health for the SDGs, mai, 121 p. [En ligne],
<http://www.who.int/mediacentre/news/releases/2016/health-inequalities-persist/fr/>
- ONU (2015). *World Population Prospects: The 2015 Revision, Key Findings and Advance Tables*, 59 p.
[En ligne],
https://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key_findings_wpp_2015.pdf
- WinterGreen Research Inc. (2015). *Surgical robots Markets Shares, Strategies, and Forecasts, Worldwide, 2015 to 2021*, avril, Présentation de l'étude. [En ligne],
<http://wintergreenresearch.com/surgical-robots>
- Zacks Small-Cap Research Research (2016). Hansen Medical, *Initiating Coverage*, 28 janvier, 24 p.

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2016 figurent en **annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, membre de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris, à l'Université Paris IX – Dauphine et à SciencesPo

Romain DELAFONT, Responsable de mission

- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Jonathan NILLY, Responsable de mission

- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Corporate Finance
- Intervient régulièrement dans des missions d’expertise indépendante, d’évaluation et de commissariat aux apports et à la fusion

Youness ABOUTAHER, Analyste

- Master Finance et Stratégie – Sciences Po Paris
- Bachelor Économie et Finance – Université du Québec à Montréal (UQAM)
- Intervient régulièrement dans des missions d’expertise indépendante et de commissariat aux apports et à la fusion

--

Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble

Agnès Piniot n’a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l’expertise ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l’article 2 de l’instruction AMF 2006-08.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes, MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Expert près la Cour d’appel de Paris
- Membre de l’APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l’association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d’expertise indépendante et d’évaluation publiques ou privées, ainsi que des interventions d’assistance aux litiges

Annexe 6 : Liste des expertises financières réalisées par Ledouble (2013 à 2016)

Année	Société	Etablissement présentateur
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	[1]
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	[2]
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	-
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

[1] et [2] : Augmentations de capital réservées - Expertises indépendantes au titre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF.

Annexe 7 : Performances des comparables boursiers¹⁸⁷

Croissance du chiffre d'affaires				
Société	Référence Annexe 8	2016e	2017e	2018e
MEDTECH		72,8%	33,6%	79,1%
INTUITIVE SURGICAL	8.1	10,2%	7,3%	10,2%
MAZOR ROBOTICS	8.2	28,1%	33,4%	30,5%
TRANSENTERIX	8.3	np	321,8%	146,2%
HANSEN MEDICAL	8.4	(11,2%)	37,0%	57,9%
TITAN MEDICAL	8.5	-	-	-
Médiane		5,1%	33,4%	30,5%

¹⁸⁷ Echantillon recalendarisé au 30 juin.

Annexe 8 : Présentation des comparables boursiers¹⁸⁸

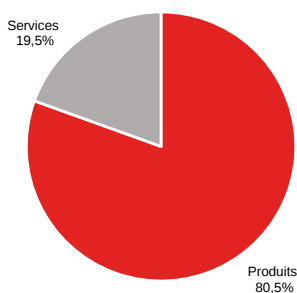
8.1 Intuitive Surgical

Fondée en 1995 et introduite en bourse en 2000, Intuitive Surgical¹⁸⁹ est une entreprise américaine spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de robots chirurgicaux dénommés *Da Vinci* permettant de réaliser des opérations mini-invasives. Le groupe fournit également divers instruments (rétracteurs endoscopiques, scalpels, forceps,...) permettant aux chirurgiens d'opérer avec une assistance robotique, ainsi que des produits de stérilisation de ces équipements.

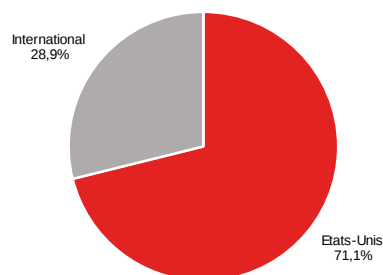
Intuitive Surgical est présent en Europe, au Japon et en Corée du Sud *via* des filiales et dans le reste du monde à travers des distributeurs locaux ; le groupe compte un effectif d'environ 3.200 personnes.

En 2015, le chiffre d'affaires de 2,4 Md\$ se répartit comme suit :

Répartition du chiffre d'affaires 2015
par segment d'activité



Répartition du chiffre d'affaires 2015 par zone
géographique



¹⁸⁸ Source : *Bloomberg*, documents de référence et sites d'informations des sociétés.

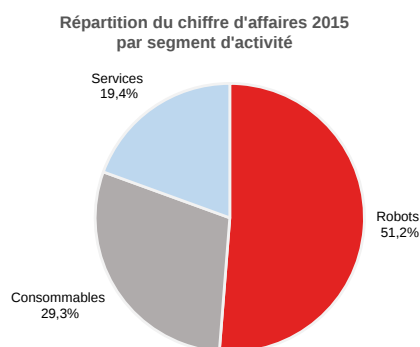
¹⁸⁹ Le titre Intuitive Surgical est coté sur le NASDAQ.

8.2 Mazor Robotics

Fondée en 2001 et introduite en bourse en 2007 (Israël) et en 2013 (NASDAQ), Mazor Robotics¹⁹⁰ est une entreprise israélienne spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de robots chirurgicaux *Renaissance* spécialisés dans les chirurgies du rachis et du crâne.

Le parc robotique installé se situe en Amérique du Nord, en Asie, en Océanie, et en Europe. Mazors Robotics est présent internationalement par des implantations directes et un réseau de distributeurs ; son effectif s'établit à environ 160 personnes.

En 2015, le chiffre d'affaires de 26 M\$ se répartit comme suit :



¹⁹⁰ Le titre Mazor Robotics est coté sur le NASDAQ et sur le *Tel Aviv Stock Exchange*.

8.3 Transenterix

Fondée en 1988, Transenterix¹⁹¹ est une entreprise américaine spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de robots chirurgicaux *ALF-X* et *SurgitBot* dédiés aux coéloscopies, permettant de réaliser des opérations mini-invasives.

La société, qui compte un effectif de l'ordre de 130 personnes, est actuellement en phase de réorientation stratégique, et engagée dans un processus d'habilitation de son nouveau produit auprès de la *Food & Drug Administration* ; elle ne dégager plus à ce jour aucun revenu.

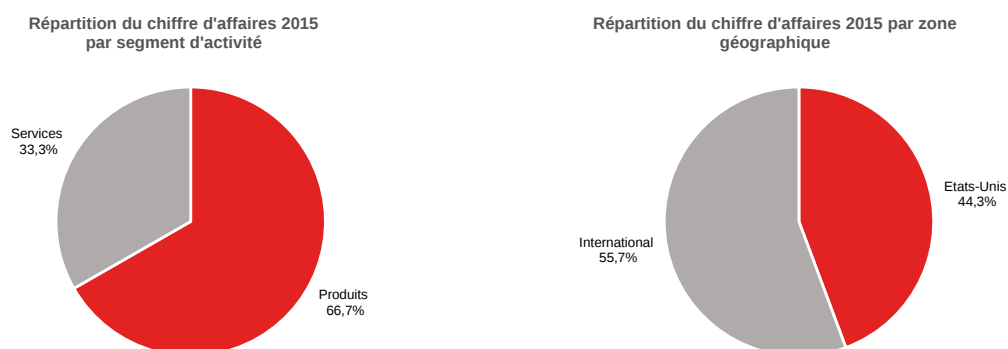
¹⁹¹ Le titre Transenterix est coté sur le *New York Stock Exchange*.

8.4 Hansen Medical

Fondée en 2002 et introduite en bourse en 2006, Hansen Medical¹⁹² est une entreprise américaine spécialisée dans la robotique intravasculaire. Elle a développé les robots *Magellan* et *Sensei* conçus pour accompagner les chirurgiens dans les opérations vasculaires.

Le groupe, dont l'effectif s'établit à près de 200 personnes, est présent à l'international, notamment en Europe *via* des filiales au Royaume-Uni et en Allemagne, mais également par des distributeurs locaux en Arabie Saoudite, à Singapour et en Australie.

En 2015, le chiffre d'affaires de 16,1 M\$ se répartit comme suit :



¹⁹² Le titre Hansen Medical était coté sur le NASDAQ avant la transaction initiée par Auris Surgical Robotics sur Hansen Medical, entérinée le 28 juillet 2016. [\[En ligne\]](#).

8.5 Titan Medical

Fondée en 2008, Titan Medical¹⁹³ est une entreprise canadienne spécialisée dans la conception de robots chirurgicaux mini-invasifs, *SPORT*¹⁹⁴ *Surgical System*, et de divers instruments afin d'assister les chirurgiens, dans les coelioscopies notamment.

Ses produits étant encore en phase de développement, la société ne dégager aucun revenu.

¹⁹³ Le titre Titan Medical est coté sur le *Toronto Stock Exchange* et sur l'*OTC Market*.

¹⁹⁴ *Single Port Orifice Robotic Technology*.

Annexe 9 : Multiples transactionnels¹⁹⁵

Date	Cible	Pays	Acquéreur	VE/CA
avr.-16	Hansen Medical	Etats-Unis	Auris Surgical Robotics	7,3x
oct.-15	Blue Belt Technologies	Etats-Unis	Smith & Nephew	14,5x
sept.-15	Sofar SPA (surgical robotics division)	Italie	TransEnterix, Inc.	na
janv.-15	BlueOrtho	France	Exactech	3,7x *
sept.-13	Mako Surgical	Etats-Unis	Stryker	12,7x
Moyenne				9,5x
Médiane				10,0x

* Sur la base d'un chiffre d'affaires 2013

¹⁹⁵ Source : *Mergermarket, Thomson One*.

En cours depuis avril 2016, la transaction Hansen Medical / Auris Surgical Robotics est effective depuis le 28 juillet 2016. [[En ligne](#)].

Nous n'avons pas retenu la référence à la prise de participation minoritaire de Medtronic dans Mazor Robotics (§ 4.2.5.1). [[En ligne](#)].

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

Le Projet de note en réponse rédigé par Medtech est disponible sur les sites Internet de Medtech (www.medtech.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de :

Medtech

ZAC Eurêka - 900, rue du Mas de Verchant
34000 Montpellier - FRANCE

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

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

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Bertin Nahum, PDG de Medtech