

Cette offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



INITIÉE PAR
STRYKER FRANCE MM HOLDINGS SAS



PRÉSENTÉE PAR



BNP PARIBAS
CORPORATE & INSTITUTIONAL BANKING

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE
AUX SOCIETES STRYKER FRANCE MM HOLDINGS SAS ET VEXIM**

PRIX DE L'OFFRE :

20,00 euros par action Vexim

DUREE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information conjointe a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 16 mars 2018, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18 et 231-19 du règlement général de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Vexim qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre publique de retrait à Stryker France MM Holdings SAS, moyennant une indemnisation de 20,00 euros par action Vexim, nette de tous frais.

**CETTE OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE
RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de Stryker France MM Holdings SAS (www.stryker.com) et de Vexim (www.vexim.fr). Des exemplaires de ce projet de note d'information conjointe peuvent être obtenus sans frais auprès de :

Stryker France MM Holdings SAS
ZAC – Avenue Satolas Green
69330 Pusignan
France

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

BNP Paribas
4, rue d'Antin
75002 Paris
France

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les documents contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Stryker France MM Holdings SAS et de Vexim seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	1
1.1	Contexte de l'Offre.....	2
1.1.1	Historique de la participation de Stryker dans la Société	2
1.1.2	Déclarations de franchissement de seuils	4
1.1.3	Répartition actuelle du capital de Vexim.....	4
1.2	Motifs de l'Offre.....	5
1.3	Intention de Stryker pour les douze mois à venir.....	5
1.3.1	Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière.....	5
1.3.2	Orientations en matière d'emploi	6
1.3.3	Composition des organes sociaux et de direction de Vexim	6
1.3.4	Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires.....	6
1.3.5	Synergies envisagées – gains économiques attendus.....	7
1.3.6	Fusion – réorganisation juridique	7
1.3.7	Politique de distribution des dividendes	7
1.4	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	7
2.	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	7
2.1	Termes de l'Offre	7
2.2	Nombre et nature des Actions visées par l'Offre	8
2.3	Modalités de l'Offre	8
2.4	Situation des BSA.....	9
2.4.1	Traitement des BSA dans le cadre de l'OPAS	9
2.4.2	BSA en circulation à l'issue de l'OPAS	9
2.5	Modalité de participation à l'Offre Publique de Retrait	10
2.6	Retrait Obligatoire, radiation d'Euronext Growth et désinscription	11
2.7	Calendrier indicatif de l'Offre	12
2.8	Financement et coûts de l'Offre	12
2.8.1	Frais liés à l'Offre.....	12
2.8.2	Mode de financement de l'Offre	13
2.8.3	Frais de courtage et rémunération des intermédiaires.....	13
2.9	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	13
2.10	Régime fiscal de l'Offre en France.....	14
2.10.1	Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des Actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations.....	14
2.10.2	Résidents fiscaux en France porteurs d'Actions acquises suite à l'exercice de BSPCEs.....	17
2.10.3	Personnes morales assujetties en France à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.....	17
2.10.4	Personnes non-résidentes fiscales en France	18
2.10.5	Régime spécifique applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'impôt sur la fortune (« ISF »).....	19
2.10.6	Régime spécifique applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'impôt sur le revenu (« IR ») au titre de la loi TEPA	20
2.10.7	Autres actionnaires	21
2.10.8	Droits d'enregistrement et taxe sur les transactions financières	21
3.	INFORMATIONS RELATIVES À VEXIM.....	21
3.1	Structure du capital social de Vexim	21
3.2	Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions.....	21
3.2.1	Obligation de déclaration de franchissement de seuils et identification des détenteurs d'Actions.....	21

3.2.2	Dispositions des statuts limitant l'exercice des droits de vote et les transferts d'actions.....	22
3.2.3	Clauses de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Vexim (Article L. 233-11 du Code de commerce)	22
3.3	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur Titre	22
3.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	23
3.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	23
3.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote	23
3.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	23
3.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	23
3.7.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	25
3.8	Pouvoirs du conseil d'administration en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	25
3.9	Accords conclus par Vexim qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Vexim.....	26
3.10	Accords prévoyant des indemnités pour le Directeur Général, les membres du conseil d'administration ou les salariés de Vexim, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	26
4.	ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE.....	26
4.1	Synthèse – détermination du prix de l'Offre.....	27
4.2	Choix des méthodes d'évaluation	28
4.2.1	Références et méthodes d'évaluation retenues à titre principal	28
4.2.2	Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif uniquement	30
4.2.3	Méthodes d'évaluation écartées.....	30
4.2.4	Plan d'Affaires retenu.....	31
4.2.5	Nombre total d'Actions sur une base diluée.....	34
4.2.6	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	35
4.3	Description des méthodes d'évaluation retenues	36
4.3.1	Analyse du cours de l'Action.....	36
4.3.2	Objectifs de cours des analystes	37
4.3.3	Actualisation des flux de trésorerie futurs	37
4.4	Méthodes retenues à titre indicatif uniquement	40
4.4.1	Multiples de sociétés cotées comparables.....	40
4.4.2	Multiples de transaction.....	41
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT (ARTICLE 261-1, I ET II DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF)	43
6.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VEXIM	44
7.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DU PUBLIC DES INFORMATIONS RELATIVES À STRYKER ET VEXIM	45
8.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE	46
8.1	Pour l'établissement présentateur.....	46
8.2	Pour Stryker	46
8.3	Pour Vexim	46

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société Stryker France MM Holdings SAS, société par actions simplifiée à associé unique dont le siège social est situé ZAC, Avenue Satolas Green, 69330 Pusignan, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 533 240 255 (« **Stryker** » ou l'« **Initiateur** »), elle-même filiale indirecte à 100% de Stryker Corporation, société régie par le droit de l'Etat du Michigan (États-Unis), dont le siège social est situé 2825 Airview Boulevard, Kalamazoo, MI 49002, Etats-Unis d'Amérique et dont les actions sont admises aux négociations sur le New York Stock Exchange (« **Stryker Corporation** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Vexim, société anonyme à conseil d'administration au capital de 912 924,40 euros, divisé en 9 129 244 actions d'une valeur nominale de 0,10 euro chacune, dont le siège social est situé 8 rue Vidailhan – Bâtiment Hillz Plaza, 31130 Balma, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Toulouse sous le numéro 488 629 783 (« **Vexim** » ou la « **Société** »), d'acquérir, dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et ensemble avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), la totalité des actions de la Société admises aux négociations sur Euronext Growth (anciennement Alternext Paris) sous le code ISIN FR0011072602, mnémonique « VEXIM » (les « **Actions** »), au prix unitaire de 20,00 euros.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, Stryker détient directement 8 716 415 Actions représentant 95,48 % du capital social et 95,15 % des droits de vote de Vexim sur la base d'un nombre total de 9 129 244 Actions et 9 160 876 droits de vote Vexim calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre vise la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent projet de note d'information conjointe, un nombre de 412 829 Actions, représentant 4,52 % du capital et 4,85 % des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre ne vise pas les 20 000 BSA en circulation (tel que ce terme est défini à la section 2.4.1 du présent projet de note d'information conjointe), qui ne sont pas cotés et sont incessibles. Elle ne vise pas non plus les Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice de ces BSA (à savoir 20 000 Actions), l'unique porteur de BSA ayant conclu un Contrat relatif aux BSA avec l'Initiateur (tel que décrit à la section 2.4.2 du présent projet de note d'information).

Il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucune action auto-détenue ni aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. En particulier, à la connaissance de l'Initiateur, il n'existe plus aucun BSAAR, ces derniers étant arrivés à expiration le 8 décembre 2017, ni aucun BSPCE, ces derniers ayant tous été exercés dans le cadre de l'OPAS (tels que ces termes sont définis à la section 1.1.1.1 du présent projet de note d'information conjointe).

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions non encore détenues par Stryker seront transférées à Stryker moyennant une indemnisation identique au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 20,00 euros par Action (nette de tous frais).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1.1 Historique de la participation de Stryker dans la Société

1.1.1.1 Acquisition du bloc de contrôle hors marché

Le 12 octobre 2017, à la suite de discussions intervenues entre Stryker Corporation, la Société et les trois principaux actionnaires de la Société, Truffle Capital, Bpifrance Participations et Kreaxi, Stryker Corporation a adressé au conseil d'administration de la Société une lettre d'offre relative à l'acquisition de la totalité des Actions et bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (les « **BSAARs** ») détenus par Truffle Capital, Bpifrance Participations et Kreaxi, au prix de 20,00 euros par Actions et 3,91 euros par BSAAR, qui a été acceptée par le conseil d'administration de Vexim le 17 octobre 2017.

Le 24 octobre 2017, le conseil d'administration de Vexim, à l'unanimité et sans réserve, a (i) approuvé la signature avec l'Initiateur d'un contrat intitulé en langue anglaise « *tender offer agreement* » (le « **Tender Offer Agreement** »), (ii) déterminé que l'offre publique d'achat simplifiée (l'« **OPAS** ») devant être déposée à la suite de l'acquisition du bloc de contrôle était dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et des parties prenantes (notamment des porteurs d'Actions et de BSAAR de la Société) et (iii) recommandé à tous les porteurs d'Actions et de BSAAR de la Société d'apporter leurs Actions et/ou BSAAR à l'OPAS.

Le même jour, l'Initiateur a conclu deux contrats de cession d'Actions et de BSAAR portant sur l'acquisition, au prix de l'OPAS de 20,00 euros par Action et 3,91 euros par BSAAR, de :

- 2 148 335 Actions et 78 580 BSAAR détenus par divers fonds représentés par Truffle Capital ;
- 941 503 Actions et 92 165 BSAAR détenus par Bpifrance Participations ;
- 566 653 Actions détenues par BV4 FPCI, représenté par Kreaxi ;
- 339 160 Actions sous-jacentes aux bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (les « **BSPCE** ») détenus par Monsieur Vincent Gardès, directeur général de la Société, et exercés le 24 octobre 2017 ; et
- 119 500 Actions sous-jacentes aux BSPCE détenus par Monsieur José Da Gloria, directeur financier de la Société, et exercés le 24 octobre 2017.

Par ailleurs, aux termes du contrat de cession conclu avec Monsieur Vincent Gardès et Monsieur José Da Gloria, ces derniers s'étaient engagés à apporter à l'OPAS la totalité des Actions qu'ils détenaient sur un compte « plan d'épargne en actions », soit 2 605 Actions et 182 Actions respectivement.

Il n'existait aucune clause de complément de prix et/ou de clause d'ajustement de prix dans le cadre de ces cessions.

A la suite de l'acquisition du bloc, Stryker détenait directement 4 115 151 Actions représentant 50,45 % du capital et 50,06 % des droits de vote de Vexim sur la base d'un nombre total de 8 157 248 Actions et 8 221 029 droits de vote Vexim calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, ainsi que 170 745 BSAAR (donnant droit à 113 830 Actions) représentant 41,52 % des BSAAR en circulation.

1.1.1.2 Offre publique d'achat simplifiée

Conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, Stryker a déposé le 25 octobre 2017 une OPAS visant la totalité des Actions Vexim qu'elle ne détenait pas en raison du franchissement à la hausse du seuil de 50% du capital social et des droits de vote de Vexim dans le cadre de l'acquisition du bloc de contrôle.

Entre la date du dépôt de l'OPAS et la date d'ouverture de l'OPAS, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a acquis sur le marché 284 970 Actions et 76 362 BSAARs de la Société au prix de l'OPAS de 20,00 euros par Action et 3,91 euros par BSAAR, représentant 3,49 % du capital et 3,47 % des droits de vote théorique de la Société.

Le 14 novembre 2017, l'AMF a déclaré conforme le projet d'OPAS et a apposé le visa n° 17-585 sur la note d'information relative à l'OPAS. Pendant la durée de l'OPAS visant les Actions et BSAARs Vexim, ouverte du 16 novembre au 6 décembre 2017 inclus, Stryker a acquis (i) au prix unitaire de 20,00 euros, 1 615 079 Actions dans le cadre de la procédure de semi-centralisation et 1 429 303 Actions sur le marché, et (ii) au prix unitaire de 3,91 euros, 150 048 BSAARs dans le cadre de la procédure de semi-centralisation et 110 BSAAR sur le marché.

Stryker avait par ailleurs acquis hors marché auprès des titulaires de BSA et de BSPCE émis par Vexim, entre les 27 novembre et 5 décembre 2017 inclus, au prix unitaire de 20,00 euros, 707 054 Actions résultant de l'exercice par lesdits titulaires de leurs BSA et de leurs BSPCE.

Stryker a en outre exercé, le 1^{er} décembre 2017, 247 167 BSAAR et acquis en conséquence le même jour, au prix unitaire de 14,13 euros, 164 778 Actions.

Enfin, Stryker a exercé, le 8 décembre 2017, 150 096 BSAAR et acquis en conséquence le même jour, au prix unitaire de 14,13 euros, 100 064 Actions.

Par conséquent, à l'issue de l'OPAS, l'initiateur détenait (i) 8 416 399 Actions représentant autant de droits de vote, soit 92,19 % du capital et au moins 91,56 % des droits de vote de la Société ainsi que (ii) 2 BSAAR qui sont toutefois arrivés à expiration le 8 décembre 2017 et ont été annulés.

1.1.1.3 Acquisition d'Actions sur le marché postérieurement à l'OPAS

Entre le 13 décembre 2017 et le 13 février 2018, l'Initiateur a procédé à l'acquisition de 300 016 Actions sur le marché, représentant 3,29 % du capital et 3,27 % des droits de vote, à un prix maximum de 20,00 euros par Action. L'Initiateur a annoncé son intention de déposer le présent projet d'Offre par communiqué de presse du 14 février 2018.

Le tableau ci-dessous présente une synthèse de l'acquisition, par l'Initiateur, des Actions sur le marché postérieurement à l'OPAS et avant l'annonce du projet d'Offre le 14 février 2018 :

	Nombre de titres	% du capital	Nombre d'opérations	Montant	Prix d'acquisition		
					Min	Max	Moyenne
déc-17	104 541	1,15	218	2 079 292,37	19,50	20,00	19,89
janv-18	148 021	1,62	367	2 953 887,32	19,70	20,00	19,96
févr-18	47 454	0,52	108	948 882,48	19,78	20,00	20,00
Total	300 016	3,29	693	5 982 062,17	19,50	20,00	19,94

A la date du présent projet de note d'information conjointe, Stryker détient directement 8 716 415 Actions, représentant 95,48 % du capital social et 95,15 % des droits de vote de Vexim sur la base d'un nombre total de 9 129 244 Actions et 9 160 876 droits de vote Vexim calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

1.1.2 Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, les déclarations de franchissement de seuils suivantes ont été adressées par Stryker à l'AMF et à la Société à la suite des opérations mentionnées à la section 1.1.1 du présent projet de note d'information conjointe :

Date de la déclaration	Communiqué de l'AMF	Déclaration d'intention	Type	Seuils	Type de transaction
14 février 2018	n° 218C0427	Non	↗	95 % des droits de vote	Acquisition d'Actions sur le marché
12 février 2018	n° 218C0407	Non	↗	95 % du capital	Acquisition d'Actions sur le marché
26 octobre 2017	n° 217C2514	Non	↗	50 % du capital et des droits de vote	Acquisition du bloc de contrôle hors marché

1.1.3 Répartition actuelle du capital de Vexim

A la connaissance de l'Initiateur, et sur la base des informations communiquées par la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit au 28 février 2018 :

Actionnaires	Situation en capital sur la base des titres en circulation au 28 février 2018			Situation en droits de vote THEORIQUES sur la base des titres en circulation au 28 février 2018 ⁽¹⁾		Situation en droits de vote EXERÇABLES EN AG sur la base des titres en circulation au 28 février 2018 ⁽²⁾	
	Nombre d'actions	% capital	Nombre de droits de vote double	Nombre total de droits de vote	% droits de vote	Nombre total de droits de vote	% de droits de vote
Stryker	8 716 415	95,48 %	0	8 716 415	95,15 %	8 716 415	95,15 %
Auto détention	-	-	-	-	-	-	-
Public	412 829	4,52 %	31 632	444 461	4,85 %	444 461	4,85 %
Total	9 129 244	100 %	31 632	9 160 876	100 %	9 160 876	100 %

(1) Droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF. Le nombre de droits de vote théoriques est calculé en tenant compte des Actions détenues par les Société et ses filiales, qui sont privées de droit de vote.

(2) Le nombre de droits de vote exerçables en assemblée est calculé en ne tenant pas compte des Actions privées de droit de vote.

1.2 MOTIFS DE L'OFFRE

La société Stryker détenant plus de 95% du capital et des droits de vote de Vexim, elle a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF, le présent projet d'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions non détenues par elle.

L'Offre est réalisée dans le but de consolider la participation de Stryker dans Vexim avec l'acquisition de 100% du capital de la Société, afin de compléter le rapprochement des activités des deux sociétés. L'Offre permettra ainsi à Vexim et ses filiales d'être pleinement intégrées au sein du groupe Stryker.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à Vexim de se libérer des obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses Actions sur Euronext Growth et dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés. En outre, compte tenu du faible flottant et de la liquidité réduite de l'Action Vexim, l'Initiateur estime que la cotation de la Société sur Euronext Growth n'est plus justifiée.

Les actionnaires minoritaires de Vexim obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs Actions, et ce au même prix que celui offert dans le cadre de l'OPAS, soit 20,00 euros par Action.

L'Initiateur a mandaté BNP Paribas qui a procédé à une évaluation des Actions dont une synthèse est reproduite à la section 3.1 du présent projet de note d'information conjointe.

Par ailleurs, en application des dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, Vexim a procédé à la désignation du cabinet Farthouat Finance, représenté par Mme Marie-Ange Farthouat, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant, qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit à la section 5 du présent projet de note d'information conjointe.

1.3 INTENTION DE STRYKER POUR LES DOUZE MOIS A VENIR

1.3.1 Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

Le groupe Stryker souhaite favoriser le développement de l'activité de la Société avec la possibilité d'intégrer la force de vente de la Société au sein de ses équipes de vente et marketing internationales et de combiner ses lignes de produits existantes avec les produits de la Société. Le groupe Stryker n'a pas l'intention de mettre en œuvre une réorganisation au niveau de Vexim en France au cours de l'année 2018 et n'envisage pas de revendre sa participation au capital de Vexim. D'ici la fin de l'année 2018, l'intégration des circuits de vente en dehors de la France sera étudiée. Au cours de l'année 2018, Stryker examinera comment intégrer la Société davantage en 2019 et fera connaître ses intentions dans le respect de la réglementation applicable.

L'acquisition de Vexim par Stryker en 2017 a offert à Vexim un partenaire majeur dans le domaine des MedTech avec une forte présence en ventes et en marketing dans le monde. Vexim pourra bénéficier davantage de la solide force de vente directe et de l'organisation marketing d'envergure mondiale du groupe Stryker pour la commercialisation de ses produits en Europe à l'issue de l'intégration des forces de vente et aux États-Unis lorsqu'elle aura obtenu l'approbation 510(k) pour le produit SpineJack. L'acquisition permettra également d'améliorer la gamme de produits de Vexim et pourrait éventuellement créer des synergies de revenus à moyen terme à travers la distribution combinée des produits des deux sociétés.

1.3.2 Orientations en matière d'emploi

L'Initiateur s'est engagé auprès de la Société, dans le cadre du *Tender Offer Agreement*, à (i) maintenir le centre des opérations de la Société à Balma (France) pendant une période d'au moins 12 mois à compter de la date du *Tender Offer Agreement* et (ii) ne pas réduire le nombre total d'employés à plein temps de la Société en France, à l'exception des cas de démissions ou de départs volontaires, pendant une période d'au moins 12 mois à compter de la date du *Tender Offer Agreement*.

1.3.3 Composition des organes sociaux et de direction de Vexim

1.3.3.1 Conseil d'administration de Vexim

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le conseil d'administration de la Société est composé des personnes suivantes :

- M. Lionel Ulrich (président) ;
- M. Vincent Gardès (administrateur et directeur général) ;
- M. Bernard Belloc (administrateur indépendant) ;
- M. William E. Berry, Jr. (administrateur) ; et
- Mme Marie-Laure Pochon (administrateur indépendant).

M. William E. Berry, Jr. et M. Lionel Ulrich ont été cooptés sur proposition de l'Initiateur à l'occasion du conseil d'administration de Vexim du 29 novembre 2017, en remplacement de M. Antoine Pau et de Truffle Capital (représenté par M. Philippe Pouletty), démissionnaires.

Lors du conseil d'administration réuni le 15 mars 2018, à l'issue de l'examen du projet d'Offre et de l'avis motivé relatif au projet d'Offre, M. Steven Swinson et M. Douglas Beall, alors administrateurs, ont fait part de leur intention de démissionner de leur mandat d'administrateur (et de président du conseil d'administration s'agissant de M. Steven Swinson). Le conseil d'administration a pris acte de ces démissions et désigné M. Lionel Ulrich président du conseil d'administration de la Société.

L'Initiateur envisage de modifier la composition du conseil d'administration de la Société immédiatement après la mise en œuvre du Retrait Obligatoire afin de refléter la détention de 100% de la Société à l'issue de l'Offre. Cependant, l'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à une telle modification avant cette date, s'il l'estimait nécessaire.

1.3.3.2 Direction générale de Vexim

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le directeur général de la Société est M. Vincent Gardès. Il n'est pas prévu à ce jour que la direction générale de la Société soit modifiée à la suite de l'Offre.

1.3.4 Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires

L'Initiateur propose aux actionnaires qui apportent leurs Actions à l'Offre la liquidité immédiate de l'intégralité de leur participation au même prix que celui offert dans le cadre de l'OPAS, soit 20,00 euros par Action. Cette opération permettra aux actionnaires ayant participé au développement de Vexim de monétiser immédiatement tout ou partie de leurs Actions.

Le prix d'Offre par Action de 20,00 euros fait ressortir une prime de 29,4 % par rapport au cours de clôture de l'Action Vexim au 23 octobre 2017 (dernier jour de cotation avant l'annonce du projet

initial d'OPAS) et de 57,6 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des douze (12) derniers mois précédant le 23 octobre 2017. Il correspond par ailleurs au cours de clôture de l'Action Vexim au 13 février 2018, dernier jour de cotation avant l'annonce du présent projet d'Offre par l'Initiateur.

Les éléments d'appréciation du prix d'Offre par Action sont détaillés à la section 3.1 du présent projet de note d'information conjointe.

1.3.5 Synergies envisagées – gains économiques attendus

Le groupe Stryker n'anticipe aucune synergie significative sur les coûts susceptible de bénéficier à Vexim ou au groupe Stryker, et pouvant être identifiée ou calculée à la date du présent projet de note d'information conjointe.

Cependant, des synergies de revenus pourraient éventuellement bénéficier aux sociétés à moyen terme en raison de l'augmentation du nombre de produits Vexim utilisés dans le cadre d'interventions chirurgicales sur la colonne vertébrale qui seront vendus à travers l'équipe de vente du groupe Stryker en Europe et l'équipe de vente du groupe Stryker aux États-Unis, lorsqu'elle aura obtenu l'approbation 510(k). Néanmoins, le montant des synergies potentielles de revenus est difficile à chiffrer à ce stade.

1.3.6 Fusion – réorganisation juridique

A la date du présent projet de note d'information conjointe, il n'est pas envisagé de procéder à la fusion de la Société avec l'Initiateur ou l'une des sociétés du groupe.

Stryker se réserve la possibilité de modifier la forme sociale de la Société de société anonyme à société par actions simplifiée en fonction des circonstances.

1.3.7 Politique de distribution des dividendes

La politique de distribution de dividendes de Vexim continuera d'être déterminée par les organes sociaux de la Société en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société.

Vexim n'a procédé à aucune distribution de dividendes depuis la création de la Société en 2006.

1.4 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

En dehors du Contrat relatif aux BSA décrit à la section 2.4.2 du présent projet de note d'information conjointe, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, agissant en qualité d'établissement présentateur pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 16 mars 2018 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les Actions non encore détenues par l'Initiateur, ainsi que le présent projet de note d'information conjointe.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Vexim toutes les Actions visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au prix de 20,00 euros par Action, pendant une période de 10 jours de négociation.

Les Actions qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation de 20,00 euros par Action, nette de tous frais.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2 NOMBRE ET NATURE DES ACTIONS VISEES PAR L'OFFRE

A la date du présent projet de note d'information conjointe, Stryker détient directement 8 716 415 Actions représentant 95,48 % du capital social et 95,15 % des droits de vote de Vexim sur la base d'un nombre total de 9 129 244 Actions et 9 160 876 droits de vote Vexim calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre vise la totalité des Actions non détenues par l'Initiateur qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent projet de note d'information conjointe, un nombre de 412 829 Actions, représentant 4,52 % du capital et 4,86 % des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre ne vise pas les 20 000 BSA en circulation, qui ne sont pas cotés et sont incessibles. Elle ne vise pas non plus les Actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice de ces BSA (à savoir 20 000 Actions), l'unique porteur de BSA ayant conclu un Contrat relatif aux BSA avec l'Initiateur (tel que décrit à la section 2.4.2 du présent projet de note d'information).

Il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucune action auto-détenue ni aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. En particulier, à la connaissance de l'Initiateur, il n'existe plus aucun BSAAR, ces derniers étant arrivés à expiration le 8 décembre 2017, ni aucun BSPCE, ces derniers ayant tous été exercés dans le cadre de l'OPAS.

2.3 MODALITES DE L'OFFRE

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 16 mars 2018. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le présent projet de note d'information conjointe est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges sociaux de l'Initiateur et de la Société, et auprès de BNP Paribas, et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.stryker.com) et de la Société (www.vexim.fr). En outre, un communiqué de presse relatif aux termes de l'Offre a été diffusé le 16 mars 2018.

L'Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et publiera sur son site Internet la décision de conformité motivée. Cette décision de conformité emportera visa du projet de note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que les documents "Autres informations" relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique

de Retrait, aux sièges sociaux de l'Initiateur et de la Société, et auprès de BNP Paribas. Ils seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.stryker.com) et de la Société (www.vexim.fr).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera par ailleurs diffusé par l'Initiateur et la Société au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la décision de conformité de l'AMF s'agissant de la note d'information conjointe, et au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait s'agissant des documents "Autres informations" relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, en ce compris sa date de prise d'effet.

2.4 SITUATION DES BSA

2.4.1 Traitement des BSA dans le cadre de l'OPAS

La Société a procédé à l'attribution de bons de souscription d'actions (les « **BSA** ») dans le cadre de plusieurs plans au cours des années 2009, 2010, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 et 2017, dont les principales caractéristiques sont détaillées en pages 5 et suivantes de la note en réponse préparée par la Société dans le cadre de l'OPAS et disponible sur les sites Internet de la Société (www.vexim.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

A la date de conformité de l'OPAS, ces BSA étaient au nombre de 245 948. Ils ne sont pas cotés et étaient par ailleurs incessibles, de sorte qu'ils n'avaient pas été visés par l'OPAS.

Conformément aux engagements pris par la Société dans le *Tender Offer Agreement*, le conseil d'administration de la Société avait décidé, le 24 octobre 2017 et sous réserve de la conformité de l'OPAS par l'AMF, la modification des modalités d'exercice des BSA afin de permettre l'exercice, par leurs titulaires, de l'intégralité de leurs BSA non caducs, y compris ceux dont l'exercice était soumis à des conditions de performance. Le 14 novembre 2017, la totalité des BSA en circulation avait ainsi fait l'objet d'une accélération de leur période d'exercice.

La Société avait par ailleurs proposé aux porteurs de BSA de bénéficier d'un mécanisme leur permettant d'exercer leurs BSA et de céder les Actions sous-jacentes à un intermédiaire financier agissant pour le compte de l'Initiateur, au prix de l'OPAS de 20,00 euros par Action, sans être tenu d'avancer le prix de souscription nécessaire à l'exercice de ces BSA. CACEIS Corporate Trust, établissement financier auprès duquel les BSA sont détenus, était chargé de céder les Actions pour le compte des porteurs de BSA et de verser à ces derniers le montant en numéraire correspondant au prix de cession des Actions, déduction faite du prix d'exercice des BSA et, le cas échéant, des frais de courtage, charges et/ou impôts et taxes applicables.

Pendant l'OPAS, entre le 27 novembre et le 5 décembre 2017 inclus, Stryker a ainsi acquis hors marché auprès des titulaires de BSA, au prix unitaire de 20.00 euros, 707 054 Actions résultant de l'exercice par lesdits titulaires de leurs BSA.

2.4.2 BSA en circulation à l'issue de l'OPAS

A l'issue de l'OPAS et à la date du présent projet de note d'information conjointe, à la connaissance de l'Initiateur, il existe 20 000 BSA en circulation, dit « BSA-2016-5 », émis et attribués par la Société aux termes d'une décision du conseil d'administration de la Société en date du 14 septembre

2016, prise sur délégation de compétence conférée par l'assemblée générale mixte du 24 mai 2016. Ces BSA sont détenus par une seule et même personne.

Les caractéristiques de ces BSA sont les suivantes :

BSA-2016-5	
Date de l'assemblée générale	24 mai 2016
Date de réunion du conseil d'administration	14 septembre 2016
Prix d'émission par BSA	0,959 euro (10 % du prix de souscription d'une action ordinaire nouvelle)
Prix de souscription par Action	9,59 euros
Date de début d'exercice	14 septembre 2017
Date d'échéance	14 septembre 2026
Nombre de BSA autorisés pour émission	20 000
Nombre de BSA en circulation	20 000
Nombre d'Actions correspondant	20 000

Préalablement au dépôt de l'Offre, l'Initiateur a conclu avec le titulaire de ces BSA un contrat (le « **Contrat relatif aux BSA** ») en vertu duquel, sous réserve de la décision de conformité de l'Offre par l'AMF, les Actions sous-jacentes aux BSA feront l'objet d'une promesse unilatérale d'achat et d'une promesse unilatérale de vente, au prix de l'Offre de 20,00 euros par Action, dans les conditions suivantes :

- l'Initiateur consent au titulaire de BSA une promesse unilatérale d'achat pendant une période de trois (3) jours de négociation à compter de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait ;
- le titulaire de BSA consent à l'Initiateur une promesse unilatérale de vente, pendant une période de trois (3) jours de négociation à compter du quatrième jour d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait ; et
- l'Initiateur bénéficiera, sur exercice de l'une ou l'autre de ces promesses, d'un mandat du titulaire de BSA l'autorisant à exercer la totalité des BSA au nom et pour le compte de ce dernier et de régler à la Société le prix d'exercice de l'ensemble des BSA. L'initiateur reversera ensuite au titulaire de BSA la différence entre le prix par Action de l'Offre Publique de Retrait et le prix d'exercice par BSA, déduction faite de tous impôts, frais et charges éventuels, multiplié par le nombre total d'Actions sous-jacentes aux BSA.

Le titulaire de BSA bénéficie ainsi du même mécanisme que celui qui avait été proposé aux titulaires de BSA à l'occasion de l'OPAS (tel que décrit à la section 2.4.1 du présent projet de note d'information conjointe), lui permettant d'exercer ses BSA et de céder les Actions sous-jacentes sans être tenu d'avancer le prix de souscription nécessaire à l'exercice de ces BSA.

2.5 MODALITE DE PARTICIPATION A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché par l'intermédiaire d'Exane BNP Paribas, en tant que membre de marché acheteur, agissant en qualité d'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur. Le règlement livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de deux jours de négociation après chaque exécution d'ordre.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre Publique Retrait, dans les conditions exposées dans le présent projet de note d'information conjointe, devront remettre à l'intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites sous la forme nominative devront préalablement les convertir au porteur pour pouvoir les présenter à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les actionnaires de la Société devront demander aux teneurs de compte-titres nominatif de la Société (CACEIS Corporate Trust), dans les plus brefs délais, l'inscription de leurs Actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera nette de tous frais.

Les Actions présentées à l'Offre Publique Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement et autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes Actions apportées qui ne répondraient pas à cette exigence.

2.6 RETRAIT OBLIGATOIRE, RADIATION D'EURONEXT GROWTH ET DESINSCRIPTION

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de 20,00 euros par Action (nette de tous frais), le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de BNP Paribas Securities Services, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés, BNP Paribas Securities Services, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des Actions de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par BNP Paribas Securities Services pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

Les Actions seront radiées d'Euronext Growth le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

2.7 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet.

Un calendrier indicatif est communiqué ci-dessous :

- | | |
|-----------------|--|
| 14 février 2018 | ■ Annonce du projet d'Offre |
| 16 mars 2018 | ■ Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF
■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.stryker.com) et de la Société (www.vexim.fr) du projet de note d'information conjointe
■ Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint relatif au dépôt du projet d'Offre |
| 5 avril 2018 | ■ Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa du projet de note d'information conjointe
■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.stryker.com) et de la Société (www.vexim.fr) de la note d'information conjointe |
| 6 avril 2018 | ■ Dépôt des documents "Autres informations" de l'Initiateur et de la Société auprès de l'AMF
■ Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.stryker.com) et de la Société (www.vexim.fr) de ces documents
■ Diffusion par l'Initiateur et par la Société d'un communiqué conjoint de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents "Autres informations" |
| 9 avril 2018 | ■ Ouverture de l'Offre Publique de Retrait |
| 20 avril 2018 | ■ Clôture de l'Offre Publique de Retrait |
| 23 avril 2018 | ■ Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait |
| 23 avril 2018 | ■ Mise en œuvre du Retrait Obligatoire pour les Actions et radiation des Actions d'Euronext Growth |

2.8 FINANCEMENT ET COUTS DE L'OFFRE

2.8.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global des frais, coûts et dépenses externes exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, incluant les commissions, honoraires et autres frais de conseils externes, financiers,

juridiques et comptables ainsi que de tous autres experts et consultants, et les frais de communication, est estimé à environ 800 000 euros, hors taxes.

2.8.2 Mode de financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des Actions visées par l'Offre représentera, sur la base du prix de l'Offre de 20,00 euros par Action, un investissement d'un montant maximum (hors frais et dépenses liés à l'opération) de 8 256 580 euros.

L'Offre sera intégralement financée grâce aux fonds propres de l'Initiateur.

2.8.3 Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un porteur qui apporterait ses Actions à l'Offre Publique de Retrait, ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'Actions à l'Offre Publique de Retrait.

2.9 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent projet de note d'information conjointe n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France.

L'Offre ne fait l'objet d'aucun contrôle et/ou d'aucune autorisation d'une quelconque autorité de régulation en dehors de la France, et aucune action ne sera prise à cet égard. Les porteurs d'Actions résidant en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. La participation à l'Offre et la distribution du présent projet de note d'information conjointe peuvent faire l'objet de restrictions hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement. Les personnes disposant du présent projet de note d'information conjointe doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires qui lui sont applicables.

Le présent projet de note d'information conjointe et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où une telle offre ou sollicitation serait illégale ou soumise à des restrictions légales ou réglementaires, ou à l'adresse de toute personne envers laquelle une telle offre ne pourrait être valablement faite.

Etats-Unis d'Amérique

Le présent projet de note d'information conjointe ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes résidant aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu du *U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent projet de note d'information conjointe, et aucun autre document relatif au présent projet de note d'information conjointe ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne

pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent projet de note d'information conjointe ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la seule discrétion de ce dernier.

Le présent projet de note d'information conjointe ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2.10 REGIME FISCAL DE L'OFFRE EN FRANCE

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable aux actionnaires qui cèderont leurs Actions dans le cadre de l'Offre est décrit ci-après.

L'attention des actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre est toutefois attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de la Société, et qu'il convient d'étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel

Ce résumé est fondé sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et est donc susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises, assorties, le cas échéant, d'un effet rétroactif, et de leur interprétation par l'administration fiscale française ainsi que par les tribunaux français. Les non-résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale conclue entre la France et cet Etat.

2.10.1 Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des Actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations.

2.10.1.1 Régime de droit commun

(a) Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158-6 *bis* et 200 A du code général des impôts ("CGI") applicables notamment aux cessions de valeurs mobilières et de droits sociaux, les gains nets de cession des valeurs mobilières (en ce compris les Actions) réalisés à compter du 1^{er} janvier 2018 par des personnes physiques soumises aux dispositions de la présente section, déterminés par différence entre le prix proposé dans le cadre de l'Offre net des frais et taxes acquittés par le cédant et le prix de revient fiscal des Actions chez le cédant, sont pris en compte pour la détermination du revenu net global et, sauf option pour l'imposition au barème progressif de l'impôt

sur le revenu, soumis à un prélèvement forfaitaire unique au taux de 12,8 %, lequel, cumulé avec les prélèvements sociaux au taux de 17,2 % décrit ci-après, aboutit à un taux effectif d'imposition de 30 %.

Le prélèvement forfaitaire unique est assis sur le montant des plus-values subsistant après l'imputation des pertes et sans application des abattements proportionnels pour durée de détention.

Toutefois, sur option, ces gains nets pourront être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu (dont le taux marginal est de 45 %). L'option pour l'imposition au barème progressif est expresse, irrévocable et porte sur l'ensemble des revenus, gains nets, profits et créances entrant dans le champ d'application du prélèvement forfaitaire unique. Elle est exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration des revenus.

Pour les plus-values de cession d'Actions acquises ou souscrites avant le 1^{er} janvier 2018 exclusivement, les gains nets pris en compte pour la détermination du revenu net global et soumis dès le premier euro au barème progressif de l'impôt sur le revenu font l'objet d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI, égal à :

- 50 % de leur montant lorsque les Actions sont détenues depuis au moins deux (2) ans et moins de huit (8) ans, à la date de la cession ; et
- 65 % de leur montant lorsque les Actions sont détenues depuis au moins huit (8) ans à la date de leur cession.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention est, sauf cas particuliers, décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des Actions.

Les titulaires d'Actions sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer la modalité d'imposition la plus favorable au regard de leur situation fiscale personnelle.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre ne sont imputables que sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année ou des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible).

Le transfert d'Actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel sursis ou report d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures au titre des mêmes Actions.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value dans la cadre de l'Offre, de même que les personnes qui auraient pu bénéficier dans le cadre d'opérations antérieures d'un sursis ou report d'imposition au titre de leurs Actions sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal afin de déterminer les règles qui leur sont applicables.

(b) Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession d'Actions sont soumis, le cas échéant, avant application de l'abattement pour durée de détention décrit ci-avant éventuellement applicable en cas d'option pour le barème, aux prélèvements sociaux suivants, dont le taux global est de 17,2 % :

- contribution sociale généralisée (CSG) au taux de 9,9 % ;
- prélèvement social au taux de 4,5 % ;
- contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 0,3 % ;

- prélèvement de solidarité au taux de 2 % ; et
- contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS) au taux de 0,5 %.

Ces contributions sociales ne sont pas déductibles du revenu imposable. Toutefois, pour les contribuables ayant opté pour l'imposition de leurs gains de cession au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG est déductible à hauteur de 6,8 points du revenu global imposable de l'année de son paiement.

(c) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

En vertu de l'article 223 *sexies* du CGI, les contribuables passibles de l'impôt sur le revenu sont redevables d'une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus assise sur le revenu fiscal de référence du foyer fiscal, lorsque ce revenu de référence excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3 % à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 000 et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 500 000 et 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4 % à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal dont il est fait mention ci-avant est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu fiscal de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés, avant application de l'abattement pour durée de détention éventuellement applicable en cas d'option pour l'imposition au barème de l'impôt sur le revenu.

2.10.1.2 Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des Actions dans un plan d'épargne en actions (« PEA ») et/ou dans un plan d'épargne en actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire (« PEA-PME »)

Les Actions Vexim peuvent être détenues dans le cadre d'un PEA. Les personnes qui détiennent des Actions dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Un PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq (5) ans après la date d'ouverture du PEA, y compris du fait d'un retrait partiel intervenant après cinq (5) ans et avant huit (8) ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit (8) ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du PEA. Ce gain net reste néanmoins soumis aux prélèvements sociaux décrits à la section 2.10.1.1(b) du présent projet de note d'information conjointe, étant toutefois précisé que le taux global de ces prélèvements sociaux est susceptible de varier (entre 0 % et 17,2 %) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre. Toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant

l'expiration de la cinquième année à compter de son ouverture, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année à compter de l'ouverture du plan, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

Le transfert, dans le cadre de l'Offre, d'Actions détenues dans le cadre d'un PEA, ne devrait pas constituer un retrait du PEA, pour autant que les produits tirés de ce transfert soient versés sur le compte espèces du PEA.

Les Actions Vexim peuvent être détenues dans le cadre d'un PEA-PME. Le régime fiscal applicable au PEA décrit ci-dessus s'applique également au PEA-PME.

Il est recommandé aux personnes physiques détenant des Actions dans le cadre d'un PEA ou d'un PEA-PME de s'informer auprès de leur conseil fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur situation.

2.10.2 Résidents fiscaux en France porteurs d'Actions acquises suite à l'exercice de BSPCEs

Conformément aux dispositions de l'article 163 *bis* G du CGI, le gain net réalisé lors de la cession des Actions souscrites en exercice des BSPCEs (égal à la différence entre le prix de cession des Actions net des frais et taxes acquittés par le cédant et leur prix d'acquisition, sans application de l'éventuel abattement pour durée de détention mentionné à la section 2.10.1.1(a) est imposable à un taux fixé à 19 % lorsqu'à la date de la cession des Actions le bénéficiaire a exercé son activité pendant au moins trois (3) ans au sein de l'entreprise attributrice des BSPCEs ou, à défaut, à un taux fixé à 30 %.

Le gain net de cession des actions souscrites en exercice des BSPCEs est également soumis aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2 % tel que décrit à la section 2.10.1.1(b) du présent projet de note d'information conjointe.

2.10.3 Personnes morales assujetties en France à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

Le traitement fiscal décrit ci-dessous s'applique uniquement aux personnes morales qui sont assujetties en France à l'impôt sur les sociétés et qui détiennent des Actions qui ne sont pas rattachées à un établissement stable ou une base fixe dans un autre Etat.

2.10.3.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées à l'occasion de l'apport des Actions à l'Offre sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (fixé, pour les exercices ouverts en 2018, à 28 % pour la fraction de bénéfices n'excédant pas 500 000 euros et à 33⅓ % au-delà) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % (article 235 *ter* ZC du CGI) calculée sur le montant de l'impôt sur les sociétés dû diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze (12) mois.

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7 630 000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75 % pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15 %, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38 120 euros pour une période de douze (12) mois (sans préjudice de l'application du taux réduit de 28 % pour la fraction de bénéfice imposable par période de douze (12) mois comprise entre 38 120 euros et 500 000 euros). En pratique, ces sociétés sont également exonérées de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-avant. Il est précisé que le taux de 33⅓ % sera fixé à 31 % pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019, à 28 % pour les

exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2020 et à 26,5 % pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2021. En cas de moins-values constatées à l'occasion de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre, ces moins-values viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

Il est en outre précisé que l'apport des Actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures. Les actionnaires personnes morales soumis à l'impôt sur les sociétés susceptibles d'être concernés par ces dispositifs sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.10.3.2 Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions (plus-values de cession des titres de participation)

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions pouvant entrer dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation et détenues depuis au moins deux (2) ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun majoré le cas échéant de la contribution additionnelle mentionnée ci-avant à la section 2.10.3.1 du présent projet de note d'information conjointe, d'une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values réalisées, sous réserve de la réalisation d'une plus-value nette au cours de l'exercice de cession.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI), à la condition que la personne considérée détienne au moins 5 % des droits de vote de la société émettrice, si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière et, sous réserve de certaines exceptions, des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de s'assurer que les Actions qu'ils détiennent constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.10.4 Personnes non-résidentes fiscales en France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'Actions par des personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient pas, à un moment quelconque au cours des cinq (5) années précédant la cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices (articles 244 *bis* B et C du CGI), (iii) que les titres cédés n'aient pas été acquis en vertu de dispositifs d'intéressement des employés et mandataires sociaux (par exemple, un plan d'option de souscription d'actions, un plan d'actions de performance ou un plan d'acquisition

d'actions) et (iv) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non-coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Sous réserve des conventions fiscales applicables, la plus-value de cession desdites Actions sera le cas échéant imposable en France au taux forfaitaire de 75 %, et ce quel que soit le pourcentage des droits détenus par le cédant, lorsque ce dernier est domicilié, établi ou constitué hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI. La liste des Etats ou territoires non-coopératifs est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

Les personnes qui ne rempliraient pas les conditions de l'exonération sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel. En tout état de cause, les actionnaires non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

La cession des Actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin au sursis de paiement dont auraient pu bénéficier les personnes physiques soumises au dispositif d'"*exit tax*" prévu par les dispositions de l'article 167 *bis* du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.10.5 Régime spécifique applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'impôt sur la fortune (« ISF »)

L'article 885-0 V *bis* du CGI prévoyait une réduction d'ISF en faveur de l'investissement dans les petites et moyennes entreprises (« **PME** ») au sens du droit de l'Union européenne.

Ce dispositif, abrogé par l'article 31(V) de la loi n° 2017-1837 du 30 décembre 2017 du fait de la suppression de l'ISF à compter du 1^{er} janvier 2018, et de son remplacement par l'impôt sur la fortune immobilière (IFI), permettait aux redevables d'imputer sur leur ISF une fraction du montant des versements effectués au titre de la souscription au capital de sociétés ou de parts de fonds éligibles. Il est précisé que les investissements éligibles à la réduction ISF-PME réalisés entre la date limite de la déclaration de l'ISF 2017 et le 31 décembre 2017 sont imputables, sous les conditions et limites anciennement prévues pour l'ISF et résumées ci-après, sur l'IFI éventuellement dû au titre de 2018 (Loi précitée, article 31, IX-C).

Le bénéfice de la réduction est notamment subordonné à la conservation des titres reçus par le bénéficiaire de la réduction d'ISF en contrepartie de son investissement pendant une durée minimale de cinq (5) ans. Ce délai court à compter de la date de souscription jusqu'au 31 décembre de la cinquième année suivant l'année de la souscription des titres. L'obligation de conservation est sujette à diverses exceptions spécifiques qui n'ont en principe pas vocation à s'appliquer dans le cadre de l'Offre (en particulier fusion ou scission de la société, donation des titres, ou encore cession stipulée obligatoire par un pacte d'associés ou d'actionnaires). L'administration fiscale considère que l'apport à une offre publique d'achat des titres d'une société ayant ouvert droit pour les souscripteurs à la réduction d'ISF au titre de la souscription au capital de PME prévue à l'article 885-0 V *bis* du CGI conduit à la remise en cause des avantages fiscaux obtenus lorsque l'apport à cette offre publique d'achat intervient avant l'expiration du délai de conservation précité des titres concernés (BOI-PAT-ISF-40-30-10-30-20160706, n° 170 et BOI-IR-RICI-90-30-20150410, n° 90).

En conséquence, la cession des titres de la Société dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait avant l'expiration du délai de cinq (5) ans entraînera, sous réserve des précisions mentionnées ci-dessus, la remise en cause du bénéfice de la réduction d'ISF ou d'IFI.

Toutefois, en cas de transfert des Actions dans le cadre du Retrait Obligatoire qui suivra l'Offre Publique de Retrait, l'avantage fiscal au titre de l'année en cours et de celles précédant ce Retrait Obligatoire ne serait pas remis en cause si le prix de vente des titres cédés, diminué du montant des

impositions acquittées au titre de la plus-value réalisée, était intégralement réinvesti par le cédant, dans un délai maximum de douze (12) mois à compter de la cession, en souscription de titres de sociétés satisfaisant aux conditions initiales, sous réserve que les titres ainsi souscrits soient conservés jusqu'au même terme.

Il est recommandé aux titulaires d'Actions acquises sous le régime de l'article 885-0 V *bis* du CGI de se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier leur situation particulière liée à la remise en cause de la réduction d'ISF du fait de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur attire l'attention des investisseurs sur le fait qu'il ne prend aucun engagement de liquidité à l'égard des actionnaires ayant bénéficié du régime prévu à l'article 885-0 V *bis* du CGI et qui ne souhaiteraient pas apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait.

2.10.6 Régime spécifique applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'impôt sur le revenu (« IR ») au titre de la loi TEPA

En application de l'article 199 *terdecies*-0 A du CGI, les contribuables domiciliés en France bénéficient, sous certaines conditions et sous réserve de l'application d'un plafond, d'une réduction d'IR à raison des sommes versées au capital de sociétés ou de parts de fonds éligibles. Le taux de cette réduction dépend de l'année de ces versements et est actuellement de 18 % mais porté à 25 % pour les versements effectués entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre 2018.

Lorsque tout ou partie des actions ou parts ayant donné lieu à la réduction d'impôt est cédé avant le 31 décembre de la cinquième année suivant celle de la souscription, il est procédé à une reprise des réductions d'impôt obtenues.

L'obligation de conservation est sujette à diverses exceptions spécifiques qui n'ont en principe pas vocation à s'appliquer dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait (en particulier fusion ou scission de la société, donation des titres, ou encore cession stipulée obligatoire par un pacte d'associés ou d'actionnaires).

Par une décision de rescrit référencée RES n° 2011/31 (ENR) en date du 15 novembre 2011 et intégrée au paragraphe 90 du Bulletin Officiel des Finances Publiques-Impôts BOI-IR-RICI-90-30-20150410, l'administration fiscale a considéré que l'apport à une offre publique d'achat des titres d'une société ayant ouvert droit pour les souscripteurs aux réductions d'impôt sur le revenu au titre de la souscription au capital de PME prévues à l'article 199 *terdecies*-0 A du CGI conduit à la remise en cause des avantages fiscaux obtenus lorsque l'apport à cette offre intervient avant l'expiration du délai de conservation précité des titres concernés.

En conséquence, la cession des titres de la Société dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait avant l'expiration du délai de cinq (5) ans entraînera, sous réserve des précisions mentionnées ci-dessus, la remise en cause du bénéfice de la réduction d'IR.

Toutefois, en principe, en cas de transfert des Actions dans le cadre du Retrait Obligatoire qui suivra l'Offre Publique de Retrait, l'avantage fiscal au titre de l'année en cours et de celles précédant ce Retrait Obligatoire ne serait pas remis en cause si le prix de vente des titres cédés, diminué du montant des impositions acquittées au titre de la plus-value réalisée, était intégralement réinvesti par le cédant, dans un délai maximum de douze (12) mois à compter de la cession, en souscription de titres de sociétés satisfaisant aux conditions initiales, sous réserve que les titres ainsi souscrits soient conservés jusqu'au même terme.

Il est recommandé aux titulaires d'Actions acquises sous le régime de l'article 199 *terdecies*-0 A du CGI de se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier leur situation particulière liée à la remise en cause de la réduction d'IR du fait de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait.

L'Initiateur attire l'attention des investisseurs sur le fait qu'il ne prend aucun engagement de liquidité à l'égard des actionnaires ayant bénéficié du régime prévu à l'article 199 *terdecies*-0 A du CGI du CGI et qui ne souhaiteraient pas apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait.

2.10.7 Autres actionnaires

Il est recommandé aux actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables détenant des Actions dont les opérations sur les valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs Actions à l'actif de leur bilan commercial, de contacter leur conseil fiscal habituel pour s'informer du régime fiscal applicable à leur situation dans le cadre de l'Offre.

2.10.8 Droits d'enregistrement et taxe sur les transactions financières

Dans la mesure où Vexim n'est pas une société dont la capitalisation boursière était supérieure à 1 000 000 000 euros au 1^{er} décembre 2017, l'acquisition des Actions Vexim en 2018 ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue par l'article 235 *ter* ZD du CGI (actuellement au taux de 0,3 %).

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui a son siège social en France, à moins que la cession ne soit constatée par un acte (quel que soit le lieu de signature de ce dernier).

Dans l'hypothèse où la cession des actions serait constatée par un acte (auquel cas, la cession devrait être enregistrée dans le mois suivant sa signature), ladite cession serait soumise à un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres sauf exceptions visées au II de l'article 726 du CGI et sous réserve que la société ne soit pas à prépondérance immobilière.

En application de l'article 1712 du CGI, les droits d'enregistrement qui seraient dus le cas échéant seront à la charge du cessionnaire (sauf stipulation contractuelle contraire). Cependant, en vertu des articles 1705 et suivants du CGI, toutes les parties à l'acte seront solidairement tenues au paiement des droits vis-à-vis de l'administration fiscale.

3. INFORMATIONS RELATIVES À VEXIM

3.1 STRUCTURE DU CAPITAL SOCIAL DE VEXIM

Au 28 février 2018 et à la connaissance de la Société, le capital de Vexim s'élevait à 912 924,40 euros, divisé en 9 129 244 Actions de 0,10 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

3.2 RESTRICTIONS A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS

3.2.1 Obligation de déclaration de franchissement de seuils et identification des détenteurs d'Actions

L'article 12.3 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'Actions représentant une quotité de capital ou des droits de vote supérieure aux seuils fixés par la loi, informe la Société dans le délai réglementaire, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'Actions ou de droits de vote qu'elle possède.

Cette information est également donnée dans les mêmes délais lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils mentionnés par cet alinéa.

La personne tenue à cette information précise le nombre de titres qu'elle possède donnant accès à terme au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés.

A défaut d'avoir été régulièrement déclarées dans les conditions prévues ci-dessus, les Actions excédant la fraction qui aurait dû légalement être déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Dans les mêmes conditions, les droits de vote attachés à ces Actions et qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés ou délégués par l'actionnaire défaillant.

Le tribunal de commerce du ressort du siège social peut, sur demande du Président de la Société, d'un actionnaire ou de l'AMF, prononcer la suspension totale ou partielle, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, des droits de vote de tout actionnaire qui n'aurait pas procédé aux déclarations prévues.

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

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

3.2.3 Clauses de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Vexim (Article L. 233-11 du Code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de Vexim en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

3.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRE

A la connaissance de Vexim, à la date des présentes, le capital social et les droits de vote de Vexim sont répartis ainsi qu'il est indiqué à la section 1.1.3 du présent projet de note d'information conjointe.

Depuis le 1^{er} janvier 2017, la Société a été informée des franchissements de seuils suivants :

- le 13 avril 2017, le concert, composé des sociétés Truffle Capital, Bpifrance Participations et Kreaxi et de M. Vincent Lefauconnier, Vincent Gardès et Jacques Essinger, a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en baisse, le 21 septembre 2016, le seuil légal de 50 % du capital de la Société et détenir de concert, à la date en question, 3 806 946 Actions Vexim représentant 6 295 240 droits de vote, soit 49,97 % du capital et 64,22 % des droits de vote de la Société ;
- le 24 octobre 2017, l'Initiateur a franchi à la hausse les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 33⅓ % et 50 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- le 24 octobre 2017, le concert, composé des sociétés Truffle Capital, Bpifrance Participations et Kreaxi et de M. Vincent Lefauconnier, Vincent Gardès et Jacques Essinger a franchi à la baisse les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % et 33⅓ % du capital et de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 33⅓ % et 50 % des droits de vote de la Société ;

- le 24 octobre 2017, Truffle Capital a franchi à la baisse les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 % et 25 % du capital et de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 % et 33⅓ % des droits de vote de la Société ;
- le 24 octobre 2017, Bpifrance Participations a franchi à la baisse les seuils légaux de 5 % et 10 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- le 24 octobre 2017, Kreaxi a franchi à la baisse les seuils légaux de 5 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- le 26 octobre 2017, MVN Asset Management a franchi à la hausse les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- le 11 décembre 2017, l'Initiateur a franchi à la hausse les seuils légaux de 90 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- le 6 février 2018, l'Initiateur a franchi à la hausse le seuil légal de 95 % du capital de la Société ; et
- le 13 février 2018, l'Initiateur a franchi à la hausse le seuil légal de 95 % des droits de vote de la Société.

3.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

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

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

3.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Néant.

3.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAENER DES RESTRICTIONS AUX TRANSFERTS D'ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note d'information conjointe, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'Actions ou à l'exercice des droits de vote.

3.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

3.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Aux termes de l'article 15 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de cinq (5) membres au minimum et qui ne peut dépasser dix-huit (18) membres au plus sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

L'article 16 des statuts de la Société organise les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration en trois parties :

3.7.1.1 Nomination/ Révocation des administrateurs

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

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

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

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

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

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

3.7.1.2 Administrateur personne morale

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

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

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

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

3.7.1.3 Vacance, décès, démission

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

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

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

3.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

En vertu de l'article 24 des statuts de la Société, l'assemblée générale ordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des Actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

3.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES

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

En dehors des pouvoirs généraux que lui confèrent la loi et les statuts, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations suivantes, accordées l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société en date du 24 mai 2017:

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation/délégation	Durée et expiration	Montant nominal maximal en euros
24/05/2017	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres Actions conformément à l'article L. 225-209 du Code de commerce	18 mois (23/11/2018)	Le nombre des Actions auto-détenues ne doit pas dépasser 10 % du nombre total d'Actions composant le capital social de la Société
24/05/2017	Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration à l'effet de décider soit l'émission avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'Actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, soit l'incorporation au capital de bénéfices, réserves ou primes	26 mois (23/07/2018)	Montant nominal des augmentations de capital : 200 000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16 000 000 €
24/05/2017	Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'Actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de bénéficiaires	18 mois (23/11/2018)	Montant nominal des augmentations de capital : 200 000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16 000 000 €
24/05/2017	Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration, à l'effet de décider l'émission d'Actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, par placement privé et dans la limite de 20 % du capital social par an	26 mois (23/07/2019)	Montant nominal des augmentations de capital : 200 000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16 000 000 €

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation/délégation	Durée et expiration	Montant nominal maximal en euros
24/05/2017	Délégation de compétence à conférer au Conseil d'administration, à l'effet de décider l'émission d'Actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription sans indication de bénéficiaire et offre au public	26 mois (23/07/2019)	Montant nominal des augmentations de capital : 200 000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16 000 000 €
24/05/2017	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres émis, dans le cadre des dispositions de l'article L. 225-135-1 du Code de commerce, en cas de mise en œuvre des délégations de compétence visées aux résolutions précédentes, avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription, selon le cas	Dans les 30 jours de la clôture de la souscription de l'émission initiale concernée	15 % du nombre de titres de l'émission initiale
24/05/2017	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social de la Société par voie d'annulation d'Actions dans le cadre de l'autorisation de rachat de ses propres Actions	18 mois (23/11/2018)	10 % du capital social par période de 24 mois
24/05/2017	Sous condition suspensive de l'admission des Actions de la Société aux négociations sur un marché réglementé, délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des Actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société	26 mois (23/07/2019)	Montant nominal des augmentations de capital : 200 000 € Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 16 000 000

3.9 ACCORDS CONCLUS PAR VEXIM QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE VEXIM

L'Offre n'entraîne aucun changement de contrôle de la Société.

3.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LE DIRECTEUR GENERAL, LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES DE VEXIM, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Dans le cadre d'un changement du contrôle de la Société, tel que celui résultant de l'acquisition du bloc de contrôle décrit à la section 1.1.1.1 du présent projet de note d'information conjointe, la Société s'est engagée à verser une indemnité pour certains cas de départ ou cessation de leur emploi avant le 31 janvier 2019 à (i) Monsieur Vincent Gardès au titre de son mandat social et (ii) à Monsieur José da Gloria au titre de son contrat de travail.

4. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX D'OFFRE

Les travaux d'évaluation présentés ci-dessous ont été préparés par BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre (la « **Banque Présentatrice** »), pour le compte de l'Initiateur. Dans ce cadre, la Banque Présentatrice a utilisé des méthodes usuelles d'évaluation fondées sur (i) les informations publiques recueillies sur la Société et son secteur d'activité, (ii) un plan d'affaires préparé par la

direction de la Société couvrant la période 2017-2021 (le « **Plan d’Affaires** ») et (iii) des informations reçues au cours d’échanges avec le management de la Société.

Il n’entrait pas dans la mission de la Banque Présentatrice de vérifier ces informations, ni de vérifier les actifs et les passifs de la Société.

Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans le présent projet de note d'information conjointe autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d’autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent significativement de ce qui figure dans le présent projet de note d'information conjointe.

4.1 SYNTHÈSE – DETERMINATION DU PRIX DE L’OFFRE

Le prix offert par l’Initiateur est de 20,00 € par Action.

Sur la base des travaux d’évaluation présentés ci-dessous, le prix de l’Offre fait apparaître les primes suivantes :

Critères	Valeur des capitaux propres par action (€)			Prime offerte par action (%)		
Cours de l'action:						
Dernier cours de l'action avant annonce de l'Offre (13/02/2018)		20,00			0,0%	
Moyenne pondérée après clôture de l'OPAS (07/12/2017) et avant annonce de l'Offre (13/02/2017)		19,97			0,2%	
<u>Avant annonce de l'OPAS (23/10/2017):</u>						
Dernier cours de l'action avant annonce de l'OPAS		15,46			29,4%	
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes		15,24			31,3%	
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes		14,89			34,3%	
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes		14,89			34,4%	
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes		12,69			57,6%	
Objectifs de cours des analystes:						
13/02/2018 (avant annonce de l'Offre)	18,20	19,10	20,00	9,9%	4,7%	0,0%
23/10/2017 (avant annonce de l'OPAS)	17,00	17,60	19,00	17,6%	13,6%	5,3%
Actualisation des flux de trésorerie futurs	16,37	17,31	18,36	22,2%	15,6%	8,9%
Transactions récentes sur les actions de la Société:						
Acquisition du Bloc (24/10/2017)		20,00			-	
OPAS (annoncée le 24/10/2017)		20,00			-	
Acquisition par Stryker sur le marché entre le 13/12/2017 et 13/02/2018	19,50	19,94	20,00	2,6%	0,3%	-
<i>A titre indicatif uniquement</i>						
<i>Transactions comparables</i>	16,01		18,16	24,9%		10,1%
<i>Comparables boursiers</i>	8,77		11,60	128,1%		72,3%

Le prix de l’Offre est supérieur :

- Au cours de clôture le dernier jour de cotation précédant l’annonce de l’OPAS (15,46 €);
- Au plus haut objectif de cours des analystes avant annonce de l’OPAS (19,00 € avec une médiane à 17,60 €) ;
- A la limite supérieure de la fourchette de prix issue de l’actualisation des flux de trésorerie futurs (de 16,37 € à 18,36 € avec une valeur centrale de 17,31 €).

Par ailleurs, le prix de l'Offre est égal :

- Au prix payé par l'Initiateur pour l'acquisition du bloc de 50,45 %, telle que décrite dans la section 1.1.1.1 du présent projet de note d'information conjointe ;
- Au prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'OPAS ayant pour résultat une détention de 92,19 %¹ du capital et au moins 91,56 %¹ des droits de vote de la Société, telle que décrite dans la section 1.1.1.2 du présent projet de note d'information conjointe ;
- Au maximum du prix payé par l'Initiateur pour des acquisitions sur le marché postérieurement à l'OPAS ayant pour résultat une détention de 95,48 % du capital social et 95,15 % des droits de vote, telles que décrites dans la section 1.1.1.3 du présent projet de note d'information conjointe ;
- Au plus haut objectif de cours des analystes au 13/02/2018 (20,00 € avec une médiane à 19,10 €).

4.2 CHOIX DES METHODES D'EVALUATION

4.2.1 Références et méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Le prix de l'Offre a été évalué selon l'approche multicritère reposant sur les méthodes d'évaluation ci-dessous.

Analyse du cours de bourse

La Société est cotée depuis le 3 mai 2012. Les Actions Vexim sont admises aux négociations sur Euronext Growth à Paris sous le code ISIN FR0011072602.

Les volumes quotidiens échangés s'établissaient en moyenne à environ 7 926 titres sur les douze mois précédant l'annonce de l'OPAS au 23 octobre 2017. Ils correspondaient à une rotation moyenne quotidienne de 0,20 % du flottant sur la même période. L'Action Vexim bénéficiait donc d'une liquidité qui, bien que relativement limitée, permet de retenir le cours de bourse comme une référence d'appréciation du prix proposé.

A la clôture de l'OPAS, le 6 décembre 2017 et jusqu'à l'annonce de l'Offre le 14 février 2018, 351 808 titres ont été échangés sur le marché, résultant en moyenne journalière de 7 648 titres sur cette période. Sur ces 351 808 titres échangés (correspondant à 3,9% du capital), 300 016 ont été acquis par Stryker (soit 85% des volumes échangés).

Objectifs de cours des analystes

Avant l'annonce de l'OPAS, le titre Vexim faisait l'objet d'un suivi régulier par quatre analystes : CM-CIC, Gilbert Dupont, Invest Securities et Société Générale.

Au moment de l'annonce du projet d'Offre, seulement deux analystes continuaient de suivre le titre de la Société : Gilbert Dupont et Invest Securities.

Les objectifs de cours des analystes ne sont pas une méthode d'évaluation en soi, chaque analyste effectuant sa propre évaluation sur la base des informations publiques disponibles et de différentes

¹ Ce pourcentage inclut l'exercice de 411 216 BSAARs acquis à un prix de 3,91€ par instrument (soit 274 144 Actions induites)

méthodes d'évaluation que l'Initiateur n'est pas en mesure de vérifier. Toutefois, ces derniers possèdent un bon niveau de compréhension du marché et des concurrents.

Les quatre analystes suivant la Société avant l'annonce de l'OPAS avaient mis à jour leur objectif de cours depuis la publication des résultats semestriels, le 14 septembre 2017.

Gilbert Dupont avait mis à jour son objectif de cours depuis la publication du chiffre d'affaires annuel 2017, le 12 janvier 2018 et Invest Securities l'avait mis à jour le 13 décembre 2017.

Compte tenu de la régularité de la couverture du titre par les analystes, cette référence d'évaluation est considérée comme pertinente.

Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de l'actif économique de la société (valeur intrinsèque) par actualisation des flux de trésorerie disponibles prévisionnels générés par cet actif. La valeur attribuable aux actionnaires est obtenue en déduisant le montant des éléments de dette de la Société à la valeur de l'actif économique.

Cette méthode de valorisation a été appliquée sur trois périodes :

- Modélisation de flux de trésorerie disponibles avant frais financiers sur la base du Plan d'Affaires établi par la Société sur la période 2017-2021 (horizon explicite) ;
- Extrapolation du Plan d'Affaires pour la période 2022-2035 telle que décrite dans la section 4.2.4 du présent projet de note d'information conjointe ;
- Calcul d'une valeur terminale basée sur une normalisation des agrégats financiers après 2035.

Compte tenu des fortes perspectives de croissance de la Société, cette méthode a été retenue comme approche principale pour l'évaluation.

Transactions récentes sur les Actions Vexim

Le 24 octobre 2017, l'Initiateur a conclu avec plusieurs actionnaires et dirigeants de la Société des contrats d'acquisition d'Actions portant sur 4 115 151 Actions, dans le cadre de transactions de blocs hors marché représentant 50,45 % du capital social, au prix de 20,00 € par Action.

Au cours de l'OPAS qui s'est déroulée du 16 novembre au 6 décembre 2017 inclus, Stryker a acquis 3 044 382 Actions au prix de 20,00 € par Action. Stryker a par ailleurs acquis hors marché auprès des titulaires de BSA et de BSPCE émis par Vexim, entre les 27 novembre et 5 décembre inclus, au prix unitaire de 20,00 € par Action, 707 054 Actions résultant de l'exercice des BSA et des BSPCE.

Enfin, entre le 13 décembre 2017 et le 13 février 2018, Stryker a procédé à l'acquisition de 300 016 Actions sur le marché à un prix maximum de 20,00 € par Action représentant 3,29 % du capital et 3,27 % des droits de vote.

Ces transactions constituent des références pertinentes aux fins de l'évaluation de la Société dans la mesure où plus de 95 % du capital de la Société a été acquis à un prix maximum de 20,00 € par

Action². Le prix de 20,00 € par Action a en outre été accepté par les vendeurs à la cession du bloc de 50,45 % qui possèdent une connaissance approfondie de la Société.

4.2.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif uniquement

Multiples de sociétés cotées comparables

La méthode d'évaluation par l'analyse des sociétés cotées comparables est une méthode relative qui consiste à évaluer une société sur la base de multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées présentant des caractéristiques similaires à celles de la Société, notamment en matière de technologies, d'applications et de marchés finaux.

Dans le cadre des travaux de valorisation, seul le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires a été retenu, dans la mesure où la Société n'a pas dégagé de profits par le passé et ne devrait commencer à en dégager qu'à partir de 2019. Ce multiple ne permet pas de prendre en compte les performances opérationnelles et donc la rentabilité des différentes sociétés de l'échantillon, ce pourquoi il est moins pertinent qu'un multiple basé sur l'EBIT ou l'EBITDA. Ainsi, cette méthode n'a été retenue qu'à titre indicatif.

Multiples de transactions comparables

La méthode fondée sur les multiples de transactions comparables est une méthode relative qui consiste à évaluer une société sur la base de multiples observés sur un échantillon de transactions survenues sur des sociétés comparables à la société évaluée.

Dans le cadre des travaux de valorisation, seul le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires a été retenu, dans la mesure où la Société n'a pas dégagé de profits par le passé et ne devrait commencer à en dégager qu'à partir de 2019. Ce multiple ne permet pas de prendre en compte les performances opérationnelles et donc la rentabilité des différentes sociétés de l'échantillon, ce pourquoi il est moins pertinent qu'un multiple basé sur l'EBIT ou l'EBITDA.

4.2.3 Méthodes d'évaluation écartées

Actif net comptable

La méthode de l'actif net comptable n'est pas un critère pertinent d'appréciation du prix proposé : cette référence, fondée sur une valeur historique des actifs et des passifs, est peu pertinente dans la mesure où elle ne tient compte ni de la valeur réelle des actifs, ni des performances futures de la société.

A titre purement informatif, le montant de l'actif net comptable par Action³ s'élève à 3,16 euros sur une base non diluée et 3,17 euros sur une base entièrement diluée, au 31 décembre 2017, dernière date de publication des comptes.

Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable de la société des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan. Cette

² Le résultat de 95% du capital inclut l'exercice de 411 216 BSAARs acquis à un prix de 3,91 € par instrument (soit 274 144 Actions induites)

³ Sur la base d'un nombre d'Actions non dilué de 9,13 millions et entièrement dilué de 9,15 millions au 31 décembre 2017, tel que présenté en section 4.2.5 du présent projet de note d'information conjointe.

approche est habituellement utilisée pour la valorisation de holdings diversifiées ou de sociétés détentrices de nombreux actifs – notamment immobiliers ou non utiles à l’exploitation – susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan très en deçà ou au-delà de leur valeur de réalisation économique immédiate. Cette méthode présente également un intérêt dans le cadre d’une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Elle n’est par conséquent pas adaptée au cas présent.

Actualisation des flux de dividendes (méthode du « rendement »)

La méthode du rendement consiste à évaluer directement la valeur des capitaux propres d’une entreprise en se reposant sur des hypothèses de distributions basées sur un plan d’affaires. Ces flux futurs revenant aux actionnaires sont actualisés au coût des capitaux propres. Cette méthode n’est pertinente que pour des sociétés bénéficiant d’une capacité de distribution de dividendes significative et de manière régulière et prévisible. En conséquence, la Banque Présentatrice considère que cette méthode n’est pas appropriée dans la mesure où aucun dividende n’a été distribué depuis la création de la Société.

4.2.4 Plan d’Affaires retenu

Le plan d’affaires retenu couvre le périmètre actuel de la Société et se décompose en deux parties :

- Le Plan d’Affaires établi par la direction de la Société couvrant la période 2017-2021 ;
- Une extrapolation du Plan d’Affaires par la Banque Présentatrice sur la période 2022-2035.

Plan d’Affaires établi par la Société (2017-2021)

Le Plan d’Affaires préparé par la direction de la Société pour la période de 2017 à 2021 s’appuie sur les hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance moyen pondéré du chiffre d’affaires de près de 50% entre 2017 et 2021 principalement lié à un développement de l’activité à l’international (notamment aux Etats-Unis) et au lancement d’un nouveau produit. Le chiffre d’affaires est construit sur la base d’anticipations de taille de marché et de parts de marché cibles de la Société par grandes zones géographiques et par produits. Les tailles de marché supposent que les produits de la Société peuvent adresser l’ensemble du marché des fractures par tassement vertébral ;
- Une marge brute stable par régions et une marge brute globale en légère progression du fait d’un effet mix favorable (marge brute plus élevée aux Etats-Unis) ;
- Une forte augmentation de la marge d’EBIT, attendue à l’équilibre en 2017, pour atteindre 29,0 % en 2021 soit une marge proche de celle des grandes sociétés diversifiées du secteur ;
- Une forte baisse des dépenses d’investissement qui passent de 11,3 % du chiffre d’affaires en 2017 à seulement 1,2 % du chiffre d’affaires en 2021 ;
- Une augmentation du besoin en fonds de roulement de 28 % en 2017 à 34 % en 2021 en ligne avec le développement en dehors d’Europe ;
- Le Plan d’Affaires ne fait pas d’hypothèses sur le taux d’imposition. Ainsi, la Banque Présentatrice l’a estimé à partir de la politique de prix de transfert de la Société, qui permet de déterminer les marges par zone géographique. Ce taux a été calculé comme la moyenne pondérée des taux d’imposition de ces zones par leur poids relatif dans la marge totale de la Société. Ce taux d’imposition ne tient pas compte des pertes fiscales reportables, valorisées

séparément (tel que décrit dans la section 4.2.6 du présent projet de note d'information conjointe).

La Société a communiqué des résultats 2017 en deçà des attentes du Plan d’Affaires et du management, notamment en termes de chiffre d’affaires avec une croissance de 17% par rapport à l’exercice 2016. En effet :

- Le Plan d’Affaires prévoyait une croissance du chiffre d’affaires de 35% en 2017;
- Le management a communiqué au marché un objectif de croissance du chiffre d’affaires pour 2017 entre 30% et 35% le 19 avril 2017 au moment de la publication des résultats du 1^{er} trimestre 2017 ; cet objectif a été revu à la baisse à 30% le 14 septembre 2017 lors de la publication des résultats du 1^{er} semestre 2017.

En l’absence d’une mise à jour du Plan d’Affaires par la Société, la Banque Présentatrice a conservé ce même plan dans le cadre de ses travaux de valorisation. Toutefois, l’exercice 2017 a différé du Plan d’Affaires en termes de niveau d’investissement (repoussé en partie en 2018) et de besoin en fonds de roulement (niveau plus élevé qu’initialement prévu). La Banque Présentatrice a ainsi tenu compte de ces deux ajustements en 2018 pour ses travaux de valorisation.

Extrapolation du Plan d’Affaires par la Banque présentatrice (2022-2035)

La Banque Présentatrice a réalisé une extrapolation du Plan d’Affaires sur la période 2022-2035, afin de pouvoir refléter les éléments suivants :

- Croissance très élevée du chiffre d’affaires sur l’horizon du Plan d’Affaires, y compris en dernière année, amenée à se poursuivre sur les années à venir du fait de la croissance du marché et des parts de marché de la Société. Ceci ne peut être capturé que sur une période d’extrapolation longue ;
- Impact de la perte des brevets protégeant les produits de la Société jusqu’en 2029 pour le produit principal et 2034 pour le produit en cours de développement ;
- Niveaux de marges et d’investissements non normalisés en fin du Plan d’Affaires ;
- Augmentation et valeur cible des parts de marché par zone géographique à long-terme.

Chiffre d’affaires

- Hypothèses de croissance du marché des fractures par tassement vertébral par grandes zones géographiques pour la période 2022 à 2029, impliquant une croissance globale moyenne de 3 % par an sur la période ;
- Hypothèses d’augmentation des parts de marché sur ces mêmes zones géographiques, faisant apparaître une part de marché globale de 19 % en 2029 contre 11 % en 2021 et 2 % en fin d’année 2016 ;
- Prise en compte de l’impact de la fin des brevets protégeant les produits de la Société jusqu’en 2029 et 2034. L’année suivant la perte du brevet, l’hypothèse d’une baisse de 30 % du chiffre d’affaires du produit concerné a été retenue, reflétant la perte des parts de marché de la Société ainsi que la baisse potentielle de ses prix afin de limiter cet effet. Pour les années suivantes, le taux de croissance retenu décroît linéairement vers le taux de croissance perpétuel retenu à 1,5 %.

Marge d'EBITDA, d'EBIT et amortissement

Un échantillon de cinq sociétés internationales, et majoritairement américaines, spécialisées dans la fabrication de dispositifs médicaux pour la chirurgie rachidienne a été retenu dans le cadre de la détermination des paramètres cibles de la Société (marges et niveaux d'investissement notamment). Il est à noter que ces sociétés sont multi-produits, de taille très supérieure à celle de la Société, y compris en fin de période d'extrapolation, et qu'elles présentent ainsi un stade de développement plus avancé. Le détail de cet échantillon est présenté ci-dessous. Il en résulte une marge d'EBITDA cible par produit de 26,9 % induite par :

- Une marge d'EBIT cible de 20,2 % en ligne avec la marge d'EBIT médiane de cet échantillon de sociétés internationales, telle qu'anticipée par les analystes pour 2019⁴ ;
- Un amortissement de 6,7 % en pourcentage du chiffre d'affaires faisant l'hypothèse que ce pourcentage converge vers celui des investissements ; le montant des investissements en pourcentage du chiffre d'affaires retenu est égal au pourcentage médian de cet échantillon, tel qu'anticipé par les analystes pour 2019⁴.

Cette marge d'EBITDA cible est atteinte l'année suivant l'échéance des brevets protégeant chacun des deux principaux produits de la société.

Autres hypothèses

- Des dépenses d'investissement croissantes en pourcentage du revenu pour atteindre 6,7 % en 2035, en ligne avec le niveau d'investissement médian de l'échantillon de sociétés internationales pour 2019, tel qu'anticipé par les analystes ;
- Un besoin en fonds de roulement stable en pourcentage du revenu à 34 % entre 2022 et 2029, en ligne avec la moyenne des trois dernières années du plan stratégique. A l'expiration des brevets protégeant les produits de la Société (fin 2029 et 2034 respectivement), l'hypothèse est faite que le niveau de besoin en fonds de roulement ne pourra se réduire immédiatement du même pourcentage que la baisse du chiffre d'affaires. L'ajustement des ressources, et en particulier des stocks, à la réduction du chiffre d'affaires des produits a été considéré graduel. Un retour progressif à un niveau de 34 % du chiffre d'affaires est ensuite anticipé ;
- Le taux d'imposition est calculé annuellement à partir de la méthode retenue pour le Plan d'Affaires.

Echantillon de sociétés internationales de taille moyenne spécialisées dans la chirurgie rachidienne retenu pour la fixation des paramètres cibles de la Société

- NuVasive

NuVasive est une société qui développe et fabrique des appareils médicaux innovants destinés aux procédures chirurgicales de la colonne vertébrale. NuVasive se déclare être la troisième société d'appareils médicaux au monde dans le secteur de la colonne vertébrale. Elle regroupe dans son portefeuille plus de 90 produits couvrant le traitement des régions lombaires, thoraciques et cervicales, des services de neuromonitoring ainsi qu'un portefeuille de produits biologiques. En 2016, NuVasive a réalisé 86 % de son chiffre d'affaires aux États-Unis.

⁴ Consensus d'analystes au 13 février 2018 (source : FactSet)

- **Globus Medical**

Globus Medical est un leader de la fabrication d'implants musculo-squelettiques et mène actuellement d'importants développements technologiques à travers une gamme complète de produits pour la colonne vertébrale. Le système Excelsius Surgical est un outil de chirurgie robotique pour la colonne vertébrale, le cerveau et adresse également le marché des prestations thérapeutiques. Le robot est conçu pour faciliter l'accès chirurgical, le dimensionnement, le positionnement et la pose des implants ainsi que pour permettre aux chirurgiens de réaliser des interventions plus rapides avec un plus grand degré de précision, de sécurité et de reproductibilité. Globus Medical est fortement implanté aux États-Unis, pays qui représente plus de 90 % de son chiffre d'affaires annuel.

- **Integra Lifescience**

Integra Lifescience est une société de technologie médicale offrant des solutions innovantes de régénération orthopédique. Les produits orthopédiques comprennent des dispositifs et implants pour le pied, la cheville, la main, le poignet, l'épaule et le coude. Integra Lifescience bénéficie d'une exposition importante aux États-Unis où elle réalise près de 80 % de son chiffre d'affaires annuel.

- **K2M Group Holdings**

K2M Group Holdings est une société spécialisée dans la conception, le développement et la commercialisation de technologies et techniques complexes, innovantes et mini-invasives utilisées par les chirurgiens de la colonne vertébrale pour traiter les pathologies les plus difficiles. Le portefeuille de produits de K2M inclut des produits permettant aux chirurgiens de traiter avec efficacité les troubles de la colonne vertébrale les plus complexes. La société est fortement implantée aux États-Unis, pays qui représente plus de 70 % de son chiffre d'affaires annuel.

- **Orthofix**

Orthofix est une société internationale spécialisée dans la fabrication de dispositifs et de solutions médicaux destinés à la reconstruction et à la régénération tissulaire dans le domaine de l'orthopédie. La société compte quatre pôles d'activité stratégiques : BioStim (système de fusion osseuse pour la colonne cervicale et lombaire), Biologics (produits régénératifs), Extremity Fixation (produits orthopédiques) et Spine Fixation (implants pour la chirurgie du rachis). La société est fortement implantée aux États-Unis, pays qui représente près de 80 % de son chiffre d'affaires annuel.

Société 13/02/2018	Capit. Bours. (M€)	VE (M€)	Marge EBIT 2019e	Capex % CA 2019e
NuVasive 	1 912	2 373	18,8%	8,0%
Globus Medical 	3 517	3 232	28,4%	6,7%
Integra Lifescience 	3 147	3 732	21,6%	3,6%
K2M 	647	677	n.s.	10,3%
Orthofix 	763	719	11,1%	2,5%
Médiane			20,2%	6,7%
Moyenne			20,0%	6,2%

Source: Sociétés, Factset

Note: Pour Globus Medical et K2M, derniers consensus de capex disponibles en date du 23/10/2017

4.2.5 **Nombre total d'Actions sur une base diluée**

Le nombre d'Actions retenu dans le cadre des travaux d'appréciation du prix est de 9,1 millions, correspondant au nombre d'Actions en circulation au 31 décembre 2017, augmenté du nombre

maximum d'Actions pouvant être émises du fait d'instruments dilutifs. Il est à noter qu'à l'annonce du projet d'Offre, ce nombre d'Actions n'a pas changé.

Actions	Nombre	Commentaires
Total d'actions en circulation	9,129,244	Au 13/02/2018
BSAs	20,000	
Total d'actions pouvant être émises	20,000	Au 13/02/2018
Nombre total d'actions sur une base diluée	9,149,244	

Source: Société

4.2.6 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Ajustements à la valeur d'entreprise

Les ajustements présentés ci-dessous ont été établis sur la base des comptes consolidés audités de la Société au 31 décembre 2017 ainsi que d'autres informations fournies par la Société ou estimées par la Banque Présentatrice.

	Valeur (€M)	Commentaires / sources
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(13,8)	Au 31/12/2017
Impact des instruments dilutifs (BSA)	(0,2)	Impact basé sur le prix d'exercice du plan
Dette brute	0,5	Au 31/12/2017
Provisions pour pensions	0,1	Au 31/12/2017; après impôt
Provisions pour litiges	0,3	Au 31/12/2017; après impôt
Avance remboursable à OSEO	1,1	2,1 M€ payé en 2019 et 2020, flux après impôt et actualisé au CMPC
Total des ajustements avant déficits fiscaux reportables	(12,0)	
Valeur actualisée des déficits fiscaux reportables	(8,8)	Stock au 31/12/2017 dont l'utilisation a été modélisée sur la base du Plan d'Affaires de la Société et son extrapolation; l'économie future d'impôt a été actualisée au CMPC
Total des ajustements	(20,8)	

Source: Société

Pertes fiscales reportables

Au 31 décembre 2017, la Société affiche un stock de déficits fiscaux reportables de 52,1 millions d'euros.

Ces pertes fiscales n'étant pas comptabilisées dans le taux d'impôt retenu sur le Plan d'Affaires, elles ont été valorisées séparément sur la base de paramètres identiques à la valorisation par actualisation des flux de trésorerie futurs en France, en Allemagne et en Espagne.

La charge d'impôts est calculée à partir de l'EBIT estimé par pays, et le solde des pertes reportables utilisées chaque année dans le cadre de l'exercice de valorisation repose sur les règles applicables par pays.

Sur la base des hypothèses retenues, la valeur actuelle des économies d'impôts futures générées par l'utilisation des pertes fiscales reportables ressort à 8,8 millions d'euros (soit 1.0 € par Action). A noter que cette valeur est très largement supérieure à l'actif d'impôt différé reporté au 31 décembre 2017 par la Société (479 milliers d'euros).

4.3 DESCRIPTION DES METHODES D'EVALUATION RETENUES

4.3.1 Analyse du cours de l'Action

Le capital de Vexim comprend une seule catégorie d'actions ordinaires Vexim (ALVXM) qui sont admises aux négociations sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0011072602.

Le cours de référence de l'Action retenu est le cours de clôture au 23 octobre 2017, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'OPAS par l'Initiateur. Une analyse du cours depuis la clôture de l'OPAS est présentée à titre informatif.

Les tableaux ci-dessous présentent les niveaux de cours du titre Vexim sur différentes périodes ainsi que les primes induites.

Analyse du cours non affecté par l'OPAS (cours de référence)

Référence non affectée par l'OPAS	Cours de bourse (€)	Prime offerte par action (en %)	Volumes moyens échangés par jour ('000)	Volumes échangés (en % du flottant)
Cours de référence de l'action (23/10/2017)	15,46	29,4%	5,9	0,15%
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	15,24	31,3%	6,3	0,16%
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	14,89	34,3%	6,4	0,16%
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	14,89	34,4%	8,3	0,21%
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	12,69	57,6%	7,9	0,20%

Source: Factset (au 23/10/2017)

Note: En supposant un flottant de 3 891 070 actions, soit 50,5% des actions en circulation au 23/10/2017

Le prix offert implique une fourchette de primes situées entre 29,4 % et 57,6 % sur la base du dernier cours non affecté de l'Action et des prix moyens considérés.

Analyse du cours depuis la clôture de l'OPAS et jusqu'à l'annonce de l'Offre (pour information)

	Cours de bourse (€)	Prime offerte par action (en %)	Volumes moyens échangés par jour ('000)
Cours de l'action avant annonce du projet d'Offre (13/02/2018)	20,00	0,0%	20,2
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	19,98	0,1%	5,6
Moyenne depuis la clôture de l'OPAS pondérée par les volumes	19,97	0,2%	7,6

Source: Factset (au 13/02/2018)

Sur cette période, l'Initiateur a acquis sur le marché 300 016 titres représentant 85 % des volumes échangés à un prix moyen de 19,94 €.

4.3.2 Objectifs de cours des analystes

Le tableau ci-dessous résume les objectifs de cours publiés par les analystes de recherche suivant le titre Vexim préalablement à l'annonce de l'OPAS.

Analystes	Date d'évaluation	Objectif de cours (€)	Prime offerte par action (%)
Societe Generale	29/09/2017	17,00	17,6%
CM-CIC Market Solutions	19/09/2017	17,00	17,6%
Invest Securities	14/09/2017	19,00	5,3%
Gilbert Dupont	14/09/2017	18,20	9,9%
Moyenne		17,80	12,4%
Médiane		17,60	13,6%

La prime du prix offert par rapport au prix cible médian avant annonce de l'OPAS qui en découle est de 13,6 %.

Seulement deux analystes continuent de suivre le titre de Vexim à la date de l'annonce du projet d'Offre. Le tableau ci-dessous résume les objectifs de cours publiés par ces derniers.

Analystes	Date d'évaluation	Objectif de cours (€)	Prime offerte par action (%)
Gilbert Dupont	12/01/2018	18,20	9,9%
Invest Securities	13/12/2017	20,00	0,0%
Moyenne / Médiane		19,10	4,7%

La prime du prix offert par rapport au prix cible médian avant annonce de l'Offre qui en découle est de 4,7 %.

4.3.3 Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthode consiste à calculer la valeur des actifs de la société cible (valeur intrinsèque) en actualisant les flux de trésorerie futurs générés par ces actifs. La valeur des fonds propres attribuable

aux actionnaires de la société cible s'obtient en soustrayant le total de la dette nette et éléments similaires de la Valeur d'entreprise de la société cible (comme indiqué à la section 4.2.6 du présent projet de note d'information conjointe).

L'évaluation sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie futurs a été réalisée au 31 décembre 2017, en utilisant une convention de réception des flux à fin d'année. La valeur d'entreprise est obtenue par actualisation des flux de trésorerie futurs au coût du capital. Elle comprend (i) la valeur actualisée sur l'horizon explicite des flux de trésorerie 2017-2035 ainsi qu'une (ii) valeur terminale déterminée à la fin de cette période par actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif. Les flux de trésorerie disponibles retenus ont été déterminés à partir des hypothèses financières mentionnées à la section 4.2.4 du présent projet de note d'information conjointe.

Détermination du taux d'actualisation

Compte tenu de la situation financière de trésorerie nette positive de la Société et de l'endettement limité des comparables boursiers, nous avons retenu un taux d'actualisation égal à notre estimation du taux sur fonds propres, soit 14,1 %. Ce taux a été obtenu à partir des hypothèses suivantes :

- Un taux sans risque de 0,44 % correspondant à la moyenne au 31 janvier 2018 sur les 3 derniers mois entre le taux sans risque retenu par Exane BNP Paribas (0,43 %) et le taux sans risque retenu par Bloomberg (0,44 %) ;
- Une prime de risque des Actions de 8,51 % correspondant à la moyenne au 31 janvier 2018 sur les 3 derniers mois entre la prime de risque des Actions retenue par Exane BNP Paribas (7,41 %) et la prime de risque des Actions retenue par Bloomberg (9,61 %) ;
- Un bêta désendetté (bêta de l'actif économique) de 1,17 correspondant à la médiane des bêtas désendettés des sociétés comparables (Source : MSCI Barra Global Betas au 31 janvier 2018) ;
- Une prime de taille de 3,7 % (Source: *Duff & Phelps « 2017 Valuation Handbook – U.S. Guide to Cost of Capital »*).

Hypothèses de calcul de la valeur terminale

La valeur terminale est déterminée selon la méthode de Gordon Shapiro et repose sur :

- Un taux de croissance à l'infini de 1,50 %, en adéquation avec les hypothèses retenues par les analystes de marché sur la Société et ses comparables ;
- Des paramètres opérationnels normatifs en ligne avec ceux anticipés par les analystes pour 2019 pour les sociétés internationales spécialisées dans la fabrication de dispositifs médicaux pour la chirurgie rachidienne telles que décrites dans la section 4.2.4 du présent projet de note d'information conjointe.

Valeur de l'Action Vexim estimée par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie

Les valeurs centrales ont été calculées sur base d'un coût du capital à 14,1 % et d'un taux de croissance à l'infini de 1,50 %. Des analyses de sensibilité de la valeur par Action obtenue par cette méthode ont été effectuées sur le coût du capital et sur le taux de croissance à l'infini :

- Un CMPC compris entre 13,6 % et 14,6 % (+/- 50 points de base)
- Un taux de croissance à l'infini compris entre 1,00 % et 2,00 % (+/- 50 points de base)

Valeur des fonds propres par action (€)						
Taux de croissance à l'infini	CMPC					
		13,1%	13,6%	14,1%	14,6%	15,1%
	0,50%	18,88	17,94	17,08	16,27	15,53
	1,00%	19,03	18,07	17,19	16,37	15,61
	1,50%	19,19	18,21	17,31	16,47	15,70
	2,00%	19,37	18,36	17,44	16,59	15,80
	2,50%	19,56	18,53	17,58	16,71	15,91

Sur la base de ces analyses, la Valeur des fonds propres par Action de Vexim est comprise entre 16,37 € et 18,36 €, ce qui se traduit par une Valeur d'entreprise comprise entre 129 M€ et 147 M€. La valeur centrale est égale à 17,31 € par Action et correspond à une Valeur d'entreprise de 138 M€.

Le prix d'offre est supérieur à la valeur haute de la fourchette d'évaluation de Vexim issue de l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Il extériorise une prime de 15,56 % sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie.

Des sensibilités ont également été réalisées afin de tester certaines hypothèses structurantes du Plan d'Affaires à savoir:

- Lancement d'un nouveau produit en 2018 ;
- Démarrage rapide de la commercialisation des produits aux Etats-Unis ;
- Ampleur du succès des produits de Vexim sur le marché américain ;
- Taux de change EUR/USD.

En faisant l'hypothèse d'un chiffre d'affaires pour le nouveau produit qui sera lancé en 2018 inférieur de 50% à celui anticipé initialement dans le Plan d'Affaires, la Valeur des fonds propres par Action de Vexim serait de 15,8 € (-1,5 € ou 9 % de la valeur par Action).

Dans l'hypothèse d'un décalage de 12 mois du lancement des produits de Vexim sur le marché américain par rapport à la date retenue initialement dans le Plan d'Affaires, la Valeur des fonds propres par Action de Vexim serait de 16,3 € (-1,0 € ou 6 % de la valeur par Action).

En faisant l'hypothèse d'un chiffre d'affaires sur le marché américain inférieur de 50% à celui anticipé initialement dans le Plan d'Affaires, la Valeur des fonds propres par Action de Vexim serait de 13,8 € (-3,5 € ou 20 % de la valeur par Action).

Enfin, à titre illustratif, le Plan d'Affaires ayant été réalisé à partir d'un taux de change moyen EUR/USD à 1,10, en prenant l'hypothèse d'un taux de change EUR/USD à 1,21, en ligne avec le niveau actuel⁵, la Valeur centrale des fonds propres par Action de Vexim se situerait entre 13,9 € et 16,6 €, (-3,4 € ou 20% et -0,7 € ou 4 % de la Valeur par action). L'écart entre le haut et le bas de la fourchette s'explique par l'hypothèse de répartition de la base de coûts EUR/USD de la Société.

⁵ Moyenne 3 mois du taux de change EUR/USD au 1^{er} mars 2018.

4.4 METHODES RETENUES A TITRE INDICATIF UNIQUEMENT

4.4.1 Multiples de sociétés cotées comparables

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant à ses agrégats financiers prévisionnels les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables, admises aux négociations sur un marché réglementé.

Il n'existe pas de sociétés cotées directement comparables à Vexim en termes d'activités, de taille, de marges, d'exposition géographique ou d'allocation d'actifs. L'échantillon de sociétés comparables retenu est constitué de cinq PME françaises spécialisées dans la fabrication de dispositifs médicaux destinés à la chirurgie ou à l'assistance opératoire des pathologies de la colonne vertébrale.

Dans le cadre des travaux de valorisation, seul le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires a été retenu, dans la mesure où la Société n'a pas dégagé de profits par le passé et ne devrait commencer à en dégager qu'à partir de 2019. Ce multiple ne permet pas de prendre en compte les performances opérationnelles et donc la rentabilité des différentes sociétés de l'échantillon, c'est pourquoi il est moins pertinent qu'un multiple basé sur l'EBIT ou l'EBITDA. Ainsi, cette méthode n'a été retenue qu'à titre indicatif.

Les multiples ont été calculés au 13 février 2018. L'évaluation a été effectuée en appliquant les multiples aux agrégats financiers estimés pour 2018 et 2019.

Société 13/02/2018	Capit. Bours. (M€)	VE (M€)	VE / CA		Croissance CA			Marge EBITDA	Marge EBIT	Capex % CA	
			2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2019e	2019e	2019e	
Medicrea		46	47	1,35x	1,17x	(7,7%)	27,7%	15,0%	n.d.	n.d.	n.d.
SpineGuard		18	22	2,16x	1,57x	9,5%	26,0%	37,9%	12,0%	9,9%	1,4%
Implanet		14	11	0,89x	0,61x	0,2%	50,5%	47,5%	n.d.	n.s.	n.d.
Spinew ay		17	19	1,85x	1,56x	77,8%	13,2%	18,4%	5,7%	0,8%	5,7%
Safe Orthopaedics		12	11	2,01x	1,42x	31,5%	70,4%	41,5%	n.s.	n.s.	1,3%
Médiane				1,85x	1,42x	9,5%	27,7%	37,9%	8,9%	5,3%	1,4%
Moyenne				1,65x	1,27x	22,3%	37,6%	32,1%	8,9%	5,3%	2,8%

Source: Factset

Échantillon des sociétés comparables retenues

- **Medicrea**

Créée en 1990, Medicrea est une société spécialisée dans l'intégration de services digitaux de planification et d'analyse préopératoire et dans la fabrication d'instruments pour le traitement des pathologies complexes de la colonne vertébrale. Ses produits clés tels que Pass, Jaws, Impix ou encore UNiD, apportent aux chirurgiens orthopédiques un ensemble de solutions chirurgicales mini-invasives. La société réalise environ 60 % de son chiffre d'affaires annuel aux Etats-Unis.

- **SpineGuard**

Créée en 2009, SpineGuard est spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente d'appareils médicaux pour la chirurgie de la colonne vertébrale et la mesure du cortex cérébral. Son dispositif phare PediGuard est composé d'un ensemble d'instruments de technologie avancée qui permet d'optimiser les étapes chirurgicales nécessaires à la préparation des pédicules. Spineguard est fortement implantée aux Etats-Unis où elle réalise environ 80 % de son chiffre d'affaires annuel.

- **Implanet**

Créée en 2007, Implanet est spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente d'équipements médicaux. La gamme de produits, centrée sur le système d'implants temporaires Jazz, comprend des implants pour la hanche, le genou et la colonne vertébrale. La société réalise environ 26% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis.

- **Spineway**

Créée en 2007, Spineway est spécialisée dans la conception, la fabrication et la vente d'implants et d'ancillaires chirurgicaux destinés à traiter les pathologies de la colonne vertébrale. La gamme de produits permet de couvrir 80 % des pathologies de la colonne vertébrale. La société réalise 12% de son chiffre d'affaires annuel aux Etats-Unis.

- **Safe Orthopaedics**

Créée en 2010, Safe Orthopaedics est spécialisée dans le développement et la fabrication de dispositifs médicaux dédiés à la chirurgie du rachis. La société propose des implants et des instruments de la gamme SterSpine, système d'arthrodèse rachidien à usage unique.

Sources: Sociétés, Factset

L'application des multiples moyens et médians de chiffre d'affaires des sociétés comparables conduit à une fourchette comprise entre 59 M€ et 85 M€ de valeur d'entreprise soit respectivement 8,77 € et 11,60 € par Action.

4.4.2 Multiples de transaction

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société en appliquant à ses agrégats financiers sur les 12 derniers mois glissants au 31 décembre 2017 les multiples observés sur un échantillon de transactions survenues sur des sociétés comparables. Aucune société cible de l'échantillon ne présente un profil comparable à Vexim en matière de taille, nature d'activité ou positionnement géographique. Ainsi, cette méthode n'a été retenue qu'à titre indicatif.

Les transactions suivantes ont été retenues aux fins de l'analyse comparative :

- **Acquisition de DFINE par Merit Medical Systems**

Merit Medical Systems est une société cotée américaine qui fabrique des dispositifs médicaux destinés aux diagnostics radiologiques et aux interventions chirurgicales en cardiologie. Le 6 juillet 2016, elle a annoncé l'acquisition de DFINE, une société américaine qui développe des dispositifs pour traiter les pathologies des vertèbres, les fractures vertébrales et les tumeurs métastatiques de la moelle épinière.

- **Acquisition de LDR par Zimmer Biomet**

Zimmer Biomet est un leader mondial en soins musculo-squelettiques qui conçoit, fabrique et commercialise des dispositifs médicaux et notamment des produits pour la reconstruction orthopédique ainsi que des produits pour la colonne vertébrale. Le 7 juin 2016, la société a annoncé l'acquisition de LDR, société cotée américaine qui développe des implants pour la colonne vertébrale.

- **Acquisition d'Ellipse Technologies par NuVasive**

NuVasive est une société cotée américaine spécialisée dans le développement de dispositifs médicaux et de procédures chirurgicales mini-invasives pour la colonne vertébrale. Le 5 janvier 2016, NuVasive a annoncé l'acquisition d'Ellipse Technologies, société américaine qui développe des dispositifs médicaux mini-invasifs pour soigner les déformations de la colonne vertébrale.

- **Fusion entre Tornier et Wright Medical Group**

Wright Medical Group est une société cotée néerlandaise qui fabrique notamment des dispositifs médicaux pour le traitement des os situés aux extrémités du corps. Elle est reconnue comme leader dans les solutions chirurgicales pour le traitement des extrémités supérieures (épaule, coude, poignet et main) et des extrémités inférieures (pied et cheville). Le 27 octobre 2014, la société a annoncé sa fusion avec Tornier, société qui offre des dispositifs médicaux pour les chirurgiens opérant les blessures musculosquelettiques.

- **Acquisition de certains actifs de Small Bone Innovations par Stryker**

Stryker est une société cotée américaine spécialisée dans les technologies médicales et largement diversifiée. Le 30 juin 2014, la société a annoncé l'acquisition d'actifs de Small Bone Innovation, société américaine qui conçoit des dispositifs médicaux pour les os des extrémités hautes et basses du corps humains.

- **Acquisition d'ArthroCare par Smith & Nephew**

Smith & Nephew est une société cotée spécialisée dans les dispositifs médicaux de hautes technologies destinés à aider la reconstruction orthopédique, le traitement avancé des plaies et à soigner les traumatismes. Le 3 février 2014, la société a annoncé l'acquisition d'ArthroCare, société américaine qui développe et fabrique des dispositifs chirurgicaux mini-invasifs.

- **Acquisition de Confluent Surgical Product par Integra LifeScience**

Integra LifeScience est une société cotée américaine qui développe et fabrique des implants chirurgicaux innovants. Le 28 octobre 2013, la société a annoncé l'acquisition de Confluent Surgical, société américaine qui fabrique des dispositifs médicaux de réparation des tissus mous crâniens.

- **Acquisition de Biotech International par Wright Medical Group**

Wright Medical Group est une société cotée néerlandaise qui fabrique notamment des dispositifs médicaux pour le traitement des os situés aux extrémités du corps. Elle est reconnue comme leader dans les solutions chirurgicales pour le traitement des extrémités supérieures (épaule, coude, poignet et main) et des extrémités inférieures (pied et cheville). La société a annoncé le 17 octobre 2013 l'acquisition de Biotech International, société française qui conçoit et fabrique des implants dentaires.

- **Acquisition de Trauson par Stryker**

Stryker est une société cotée américaine spécialisée dans les technologies médicales et largement diversifiée. Le 17 janvier 2013, la société a annoncé l'acquisition de Trauson, société chinoise qui développe et fabrique des implants orthopédiques.

- **Acquisition de China Kanghui Holdings par Medtronic**

Medtronic est un leader mondial des technologies médicales. La société opère notamment sur le segment de l'orthopédie et est spécialisée dans les produits reconstructifs pour le genou, la hanche, le pied et la cheville. Le 28 septembre 2012, la société a annoncé l'acquisition de China Kanghui, société chinoise qui développe et fabrique des implants orthopédiques.

- **Acquisition de Memometal Technologies par Stryker**

Stryker est une société cotée américaine de technologie médicale largement diversifiée. Le 6 juin 2011, la société a annoncé l'acquisition de Memometal Technologies, société française qui fabrique des implants.

Le tableau ci-après résume les transactions analysées et les multiples correspondants :

Date	Cible	Pays	Acquéreur	VE (M €)	VE / CA
juil.-16	DFINE	US	Merit Medical Systems	88	2,92x
juin-16	LDR	US	Zimmer Biomet	872	5,86x
janv.-16	Ellipse Technologies	US	NuVasive	376	10,25x
oct.-14	Tornier	US	Wright Medical Group	1,179	4,67x
juin-14	Small Bone Innovations (assets)	US	Stryker	276	7,81x
févr.-14	ArthroCare	US	Smith & Nephew	1,103	3,97x
oct.-13	Confluent Surgical product	US	Integra LifeSciences	170	3,62x
oct.-13	Biotech International (orthopaedic business)	France	Wright Medical	59	5,81x
janv.-13	Trauson	Chine	Stryker	596	9,53x
sept.-12	China Kanghui Holdings	Chine	Medtronic	593	14,53x
juin-11	Memometal	France	Stryker	105	5,00x
Médiane					5,81x
Moyenne					6,72x

Sources : Sociétés, Mergermarket, Presse

Dans le cadre des travaux de valorisation, seul le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires a été retenu, dans la mesure où la Société n'a pas dégagé de profits par le passé et ne devrait commencer à en dégager qu'à partir de 2019. Ce multiple ne permet pas de prendre en compte les performances opérationnelles et donc la rentabilité des différentes sociétés de l'échantillon, ce pourquoi il est moins pertinent qu'un multiple basé sur l'EBIT ou l'EBITDA.

La médiane et la moyenne de l'échantillon des transactions retenues ont toutes deux été appliquées au chiffre d'affaires sur les 12 derniers mois glissants au 31 décembre 2017 de Vexim aux fins du calcul de sa valeur d'entreprise.

L'évaluation des multiples de transaction conduit à une fourchette de valeurs d'entreprise comprise entre 126 M€ et 145 M€, ce qui correspond à une fourchette de 16,01 € à 18,16 € par action.

5. **RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT (ARTICLE 261-1, I ET II DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF)**

En application de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de Vexim, lors de la séance du 19 février 2018, a désigné le cabinet Farthouat Finance, représenté par Mme Marie-Ange Farthouat, en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport indépendant sur les conditions financières de l'Offre. Ce rapport, établi le 15 mars 2018, est intégralement reproduit ci-après.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT-FARTHOUAT FINANCE-DANS LE CADRE
DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
INITIEE SUR LES ACTIONS DE VEXIM.

MARS 2018

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée sur les actions VEXIM, Farthouat Finance a été désigné comme expert indépendant au titre de l'article 261-1-I-1 et II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert de 20€ par action VEXIM.

I-PRESENTATION DE VEXIM ET CONTEXTE DE LA MISSION

Nous ne revenons que brièvement sur la présentation de VEXIM et l'historique de ses résultats qui ont fait l'objet de longs développements dans les documents relatifs à l'OPAS fin 2017.

Les principaux points que nous avons analysés concernent l'évolution de VEXIM depuis la précédente OPAS avec l'arrêté des comptes 2017 et l'avancée de la procédure devant aboutir à la commercialisation du SpineJack aux Etats-Unis.

Présentation de VEXIM

Comme indiqué dans le document de référence 2016 de VEXIM :

« Dans un contexte concurrentiel très fort où le leader du marché, Kyphon-Medtronic, est en position dominante (85% des parts de marché en Europe) depuis plus de 10 ans avec sa technique de cyphoplastie par ballon et où de nombreuses sociétés développent également des dispositifs par ballon pour le traitement des fractures vertébrales, Vexim propose une solution innovante et unique offrant une restauration globale de la vertèbre. Cette solution inclut aussi bien la restauration du pourtour vertébral que des plateaux vertébraux. Cette réduction, appelée restauration anatomique, est absolument nécessaire pour rééquilibrer la colonne vertébrale dans son ensemble. Par ailleurs, il est précisé que le SpineJack® est remboursé dans tous les pays dans lesquels il est commercialisé et que le montant du remboursement est fonction de la réglementation de chacun. »

Grâce à ce produit innovant, VEXIM a pris en quelques années des parts de marché très importantes en France, et plus marginalement en Europe, ce qui se traduit par des hausses très significatives de son chiffre d'affaires, qui ne représente cependant qu'un peu plus de 20M€ au 31/12/2017.

Sa stratégie est basée principalement sur des ventes directes à ses clients (hôpitaux, cliniques), la notoriété du SpineJack étant assise sur des actions de formation et de communication destinées aux médecins prescripteurs (les ventes via des distributeurs sont réalisées à l'international pour moins de 15% du total).

La fabrication des produits est entièrement sous traitée.

Historique des résultats et structure financière

Le compte de résultat de VEXIM est caractérisé par :

-des achats de produits sous- traités générant une marge brute d'un peu plus de 72% ;

Entre 2015 et 2016, la marge brute avait progressé de 0,7 points grâce à des ventes directes en Europe plus significatives, à la simplification du processus de production et de l'approvisionnement, et à la sécurisation des prix d'achat auprès des sous-traitants. En 2017, elle progresse de 0,2 points.

-des pertes résultant principalement d'investissements significatifs de la Société en recherche et développement dans le cadre de ses projets visant au développement des implants, puis des investissements visant au développement commercial de la Société ;

Structure du compte de résultat de VEXIM

en K€	2015	2016	2017
CA	100%	100%	100%
Marge Brute (en % du CA)	71,4%	72,2%	72,4%
Frais commerciaux	-49%	-42%	-37%
Frais marketing	-12%	-5%	-5%
Frais commerciaux et marketing	-85%	-65%	-58%
Frais opérationnels	-20%	-16%	-14%
Résultat opérationnel	-35%	-17%	-32%
Résultat net	-35%	-15%	-33%

Evolution récente : Un exercice 2017 en deçà des objectifs

Les principaux objectifs communiqués par VEXIM pour 2017 étaient de continuer la conquête de parts de marché en Europe avec une cible de 15% du marché à horizon 2018, de préparer les étapes réglementaires et commerciales du lancement du SpineJack aux Etats Unis, de poursuivre une expansion géographique ciblée sur les marchés du Brésil, Chine, Australie et la Corée du Sud, de renforcer son portefeuille de produits pour le traitement des fractures vertébrales à haute énergie, d'extérioriser une forte croissance de son chiffre d'affaires entre 30% et 35 %, d'atteindre une croissance des ventes à 5 M€ en Allemagne et d'obtenir la rentabilité sur l'ensemble de l'exercice.

Compte de résultat

Le chiffre d'affaires annuel 2017, en croissance de 17% à 21,6M€ (+ 33% en 2016), est en dessous des attentes de la direction de VEXIM. Cet écart s'explique principalement par les difficultés rencontrées dans la pénétration du marché allemand du fait de prix de marché très bas dans ce pays.

Cet effet volume affecte la rentabilité du groupe, également pénalisée sur 2017 par des charges exceptionnelles liées à l'opération et à l'OPAS pour un montant d'environ 5M€.

Même en retraitant ces charges exceptionnelles, VEXIM n'atteint pas son objectif d'équilibre d'exploitation.

en K€	2015	2016	2017
Chiffre d'affaires	13 888	18 504	21 612
CA	100%	100%	100%
Coût des ventes	-3 977	-5 143	-5 959
Marge Brute	9 911	13 361	15 653
Frais de personnel	-4 457	-5 025	-4 402
Charges externes	-2 138	-2 449	-3 105
Paielements fondés sur des actions	-154	-293	-505
Total frais commerciaux	-6 749	-7 767	-8 012
Frais de personnel	-386	-300	-274
Charges externes	-1 335	-678	-826
Paielement en actions			-12
Total frais marketing	-1 721	-978	-1 112
Total frais commerciaux et marketing	-8 470	-8 745	-9 124
Services clients	-488	-501	-731
Essais cliniques	-746	-444	-465
R&D	-838	-890	-366
Supply Chain	-479	-772	-878
Qualité et règlementaire	-287	-434	-615
Total frais opérationnels	-2 838	-3 041	-3 055
Total Frais généraux et administratifs	-3 894	-5 165	-10 827
Autres	465	426	365
Résultat opérationnel	-4 826	-3 164	-6 988
Résultat financier	2	-28	-159
Résultat avant impôts	-4 824	-3 192	-7 147
Impôt sur le Résultat	-43	468	-91
Résultat Net	-4 867	-2 724	-7 238

Structure Financière

BILAN CONSOLIDE	2016	2017
Immobilisations incorporelles	2 229	3 823
Immobilisations corporelles	1 382	1 587
Autres actifs non courants	171	76
Actifs d'impôts différés	522	479
Total actifs non courants	4 304	5 965
Stocks	3 675	4 607
Clients	4 670	5 536
Autres actifs courants	2 255	4 637
Trésorerie	9 765	13 771
Total actifs courants	20 365	28 551
Total actif	24 669	34 516

en K€	2 016	2017
Capital	762	913
Primes d'émission	61 109	77 566
Autres réserves	1 204	2 935
Report à nouveau	-45 383	-52 608
Total Capitaux propres	17 692	28 806
Avances remboursables LT	427	58
Engagements de retraite	111	179
Total passif non courants	538	237
Avances remboursables CT	314	400
Fournisseurs	2 365	1 532
Autres dettes	3 541	3 156
Provisions autres passifs	218	386
Total passifs courants	6 438	5 474
Total passif	6 976	5 711
Total passif et capitaux propres	24 668	34 517

Externalisant sa production et enregistrant en charges la majeure partie de ses investissements (hors R&D capitalisée), le bilan de VEXIM est caractérisé par la faiblesse de ses immobilisations, l'importance de son bas de bilan et des pertes récurrentes financées par des augmentations de capital successives, caractéristiques de sociétés technologiques en phase d'investissement.

Le besoin en fonds de roulement est plus important qu'attendu en 2017 du fait de la contreperformance de l'Allemagne induisant un sur-stockage ainsi que d'une hausse de la TVA à récupérer liée aux charges exceptionnelles.

Au total, le flux de trésorerie lié à l'activité et aux investissements est négatif à hauteur de 12,5M€ (4,2M€ en 2016), soit un chiffre moins favorable que ce qui était attendu.

L'évolution de la structure financière résulte :

- du cash-flow négatif de l'exercice,

- de l'impact favorable sur la trésorerie et les capitaux propres de l'exercice de la totalité des BSPCE, de la quasi-totalité des BSA et BSAAR existants dans le cadre de l'opération et de l'OPAS qui a suivi.

Contexte de la mission

Comme rappelé ci-dessus, VEXIM conçoit et commercialise des solutions mini invasives pour le traitement de pathologies traumatiques du rachis. La Société a été introduite à la Bourse de Paris au début du mois de mai 2012, au prix de 9,5 € par action.

Les facteurs qui devraient accroître le marché des pathologies et traumatismes vertébraux dans le futur sont l'accroissement de la population mondiale et l'allongement de la durée de vie. A ce titre, VEXIM, qui conçoit des dispositifs mini-invasifs et innovants pour le traitement de ces maux, bénéficie d'axes de développement significatifs, sur les principaux marchés européens, mais également à l'international.

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

Dans ce contexte, VEXIM et Stryker Corporation, ont initié des discussions au début de l'année 2017 quant à un rapprochement possible de leurs activités. Stryker est une société américaine figurant parmi les leaders mondiaux sur le marché des dispositifs médicaux innovants, notamment pour l'orthopédie, la chirurgie et les pathologies vertébrales. Les discussions menées par les deux groupes ont porté sur un rachat de VEXIM par Stryker, dont les conditions financières ont été revues à la hausse pour aboutir au prix de 20€ par action VEXIM.

Stryker Corporation a ainsi acquis un bloc de contrôle au prix de 20€ par action et a initié une Offre Publique d'Achat Simplifiée au même prix qui lui a permis de détenir un peu plus de 92% du capital de VEXIM.

Le 14 février 2018, le communiqué suivant a été publié :

« Stryker Corporation (NYSE:SYK) annonce avoir franchi les seuils de 95% en capital et en droits de vote dans VEXIM (FR0011072602 - ALVXM) et avoir l'intention de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions VEXIM en circulation, conformément à la réglementation française des offres publiques.

A l'issue de l'acquisition de 92,19 % du capital et 91,56 % des droits de vote de VEXIM dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée ouverte du 16 novembre 2017 au 6 décembre 2017, Stryker a acquis 300.016 actions additionnelles sur le marché (à un prix maximum de 20 euros, soit le prix payé dans l'offre publique d'achat simplifiée) et a franchi à la hausse les seuils de 95% du capital et des droits de vote de VEXIM. Stryker détient à ce jour indirectement, par l'intermédiaire de sa filiale française Stryker France MM Holdings SAS, 8.716.415 actions et droits de vote VEXIM, représentant 95,48 % des actions et au moins 95,14 % des droits de vote.

En conséquence, Stryker a l'intention de déposer, dans les prochaines semaines, un projet d'offre publique de retrait visant toutes les actions en circulation que Stryker ne détient pas, à un prix par action de 20 euros, qui sera suivie automatiquement d'un retrait obligatoire des actions n'ayant pas été apportées à l'offre publique de retrait. L'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sera soumise à la conformité de l'autorité des marchés financiers (l'« AMF »).

Conformément à l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de VEXIM nommera un expert indépendant qui établira une attestation d'équité relative aux conditions financières de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

Le retrait obligatoire devrait intervenir au cours du second trimestre 2018.

La suspension de la cotation de l'action VEXIM est maintenue dans l'attente du dépôt du projet d'offre. »

Le Conseil d'Administration de VEXIM du 19 février 2018 nous a nommés au titre de l'article 261-1-I-1 et 261-1-II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

II-PRESENTATION DE FARTHOUAT FINANCE ET DECLARATION D'INDEPENDANCE

Farhouat Finance, qui a été créée en 2008, intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise et d'analyse financière indépendante. Détenue par son management, Farhouat Finance a un positionnement lui permettant d'éviter les conflits d'intérêts. Farhouat Finance dispose des moyens nécessaires à l'exécution de ses missions, notamment des bases de données permettant la mise en œuvre d'une évaluation multicritères. Les missions d'expertise et d'évaluation sont menées par Marie-Ange Farhouat, qui a plus de 20 ans d'expérience en analyse financière et évaluation et qui a réalisé plus de 70 opérations similaires depuis 1995, date des premiers retraits obligatoires. Marie-Ange Farhouat est membre de la Sfaf et de la Sfev et inscrite comme expert judiciaire près la Cour d'Appel de Paris.

Membre fondateur de l'APEI, Marie-Ange Farhouat et Farhouat Finance ne font partie aujourd'hui d'aucune association reconnue par l'AMF au titre de son règlement général. Les procédures mises en place garantissent la qualité des travaux menés, le respect des critères applicables aux missions d'expertise indépendante soumises à l'AMF ainsi que l'attention particulière accordée aux conflits d'intérêts potentiels.

Au cours des 18 derniers mois, Farhouat Finance a réalisé 5 expertises indépendantes :

Société visée	Initiateur	Date	Type d'Offre	Etablissement Présentateur/Evaluateur
A2micile Europe	VLC Holding	déc-16	OPAS	SwissLife Banque Privée
Duc	Plukkon	mars-17	OPAS-RO	SwissLife Banque Privée
Cegid	Claudius France	juin-17	OPAS-RO	Natixis
Traqueur	Coyote	nov-17	OPA	Alantra
Hubwoo	Perfect Commerce	janv-18	OPAS	Banque Delubac

Avec VEXIM et ses actionnaires : Farhouat Finance et ses associés n'ont jamais été mandatés par la société ou ses actionnaires pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Farhouat Finance est en mesure d'attester de l'absence de tout lien, passé, présent ou futur connu d'elle, avec les personnes et sociétés concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente opération. Cette déclaration est également valable pour l'équipe ayant participé à la mission et pour Olivier Marrot, professionnel qualifié ayant réalisé le contrôle qualité de la mission.

III-DILIGENCES EFFECTUEES, PRINCIPAUX DOCUMENTS ANALYSES ET REMUNERATION DE L'EXPERT

La présente mission a été menée par Marie-Ange Farthouat, associée, et s'est déroulée entre le 19 février 2018, date du Conseil d'Administration ayant décidé de notre nomination, et le 15 mars 2018, date du Conseil d'Administration de VEXIM qui s'est prononcé sur l'opération.

Marie-Ange Farthouat a été assistée dans cette mission par un analyste financier.

Le contrôle qualité a été réalisé par Olivier Marrot, analyste financier membre de la SFAF qui dispose de plus de 20 ans d'expérience en matière d'évaluation.

Le calendrier de l'opération s'est déroulé selon les principales phases suivantes :

- semaine du 12 février 2018 : proposition de mission, prise de connaissance des informations publiques ;
- semaine du 19 février 2018 : nomination de Farthouat Finance (19 février 2018), réception des principaux documents nécessaires à la conduite des travaux d'évaluation (notamment le Business Plan), échanges avec la société et la banque présentatrice ;
- semaine du 26 février 2018 : collecte des informations sur le secteur et les sociétés comparables, travaux d'évaluation ;
- semaine du 5 mars 2018 : mise en œuvre de l'évaluation multicritères, échanges avec la société et ses conseils;
- semaine du 12 mars 2018 : contrôle qualité, finalisation du rapport d'expertise et présentation des travaux d'expertise au Conseil d'Administration de VEXIM.

Les diligences pour mener cette mission ont notamment porté sur :

- l'étude détaillée de l'historique boursier de l'entreprise : cours de bourse, prix et volumes, transactions récentes, interventions éventuelles de la société et de ses actionnaires sur le marché du titre ;
- l'analyse de l'information diffusée par la société et ses actionnaires : communiqués de presse, comptes historiques sur 3 ans, évolution de l'actionnariat et avis de franchissement de seuil ;
- les éléments juridiques, procès-verbaux des assemblées générales des actionnaires et des Conseils d'Administration, permettant de vérifier la nature des principaux points évoqués lors de ces réunions et leur éventuel impact sur nos travaux ;
- l'analyse critique du business plan avec des échanges tant avec le management de VEXIM qu'avec l'établissement présentateur afin de s'assurer de la pertinence et de la cohérence des éléments retenus pour l'évaluation. Conformément à la pratique de l'expertise indépendante, les éléments historiques et prévisionnels qui nous ont été fournis n'ont pas fait l'objet d'un audit de notre part ;
- l'étude de tous les éléments de la transaction majoritaire récente et de l'OPAS qui l'a suivie ;
- la recherche de sociétés cotées et de transactions comparables et la récupération des données via nos bases de données ainsi que sur les sites internet des sociétés concernées. Pour chaque société composant l'échantillon, lecture et analyse des derniers communiqués et rapports annuels pour prendre en compte les données comptables et extra comptables ;
- la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des cash-flows disponibles nécessitant notamment des calculs détaillés de cash-flows futurs, la normalisation du cash-flow pour le calcul de la valeur terminale ainsi que les différents éléments techniques composant les paramètres d'évaluation, taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini ;
- le contrôle de tous les éléments permettant d'apprécier la valeur de VEXIM au travers de l'approche multicritères préconisée par les textes ;
- l'analyse du contrat de liquidité portant sur les actions issues des BSA 2016-5
- les échanges avec la personne en charge de la revue des travaux/contrôle qualité ;
- l'obtention d'une lettre d'affirmation portant sur les points jugés clefs pour l'appréciation du caractère équitable du prix de l'Offre ;
- la rédaction du rapport d'expertise incluant les principaux éléments et arguments permettant de conclure au caractère équitable du prix proposé pour les actions VEXIM visées par la présente opération.

Les principaux échanges ont eu lieu avec les personnes suivantes :

- VEXIM : José Da Gloria, Directeur Financier ;
- BNP PARIBAS : Olivier Fabas, Directeur Nicolas Joaille, Directeur, Laurence Cornet, Associate, , Samuel Abitbol, Associate ;
- SKADDEN : Arash Attar-Rezvani, Counsel et Julien Zika, Associate ;
- Associés en Finance : Catherine Meyer et Thomas Libs.

Documentation

Nous avons recherché un certain nombre d'informations sur la société VEXIM, le secteur et les pays dans lesquels elle intervient, les sociétés comparables et les transactions sectorielles via les informations publiques disponibles ainsi que par Infront Analytics, base de données à laquelle nous sommes abonnés.

Outre ces informations, comprenant notamment les comptes sociaux et consolidés annuels de VEXIM certifiés sur trois ans s'arrêtant au 31/12/2017 et les Documents de Référence et Rapports Annuels afférents, la société et l'établissement présentateur ont également mis à disposition de Farthouat Finance les principaux éléments suivants :

TRANSACTION STRYKER

Lettres d'intention

Tender Offer Agreement (24/10/2017)

Share Purchase Agreement Investors (24/10/2017)

Share Purchase Agreement Managers (24/10/2017)

Retention bonus agreement letters (24/10/2017+16/11/2017)

OPAS 2017

Notes d'information (initiateur+note en réponse)

Autres informations

Rapport de valorisation BNP Paribas (Octobre 2017)

Avis conformité OPAS (14/11/2017)

Avis résultat OPAS (11/12/2017)

INFORMATIONS FINANCIERES

Comptes consolidés Vexim (2015, 2016, 2017)

Comptes sociaux Vexim (2015, 2016, 2017)

Document de Référence Vexim (2016)

Présentation investisseurs (05/2017)

EVALUATION VEXIM

Business Plan 2017-2021

Comparables boursiers (Infineon, sites des sociétés cotées)

Etudes sous jacentes aux objectifs de cours des analystes (Juillet/Septembre 2017)

Cours de bourse Vexim (Euronext)

OPRO 2018

Règlement de plan BSA 2016-5

Contrat de liquidité détenteur BSA 2016-5

Rapport de valorisation BNP Paribas (Mars 2018)

Projets de notes d'information OPRO (Mars 2018)

Rémunération de Farthouat Finance

La rémunération de Farthouat Finance s'élève à 60.000€ HT, montant forfaitaire intégrant l'ensemble des travaux réalisés conformément à la réglementation et tenant compte des spécificités de l'opération.

IV-ANALYSE MULTICRITERES MISE EN ŒUVRE POUR L'EVALUATION DES ACTIONS VEXIM

Préalable sur la méthodologie

Nous soulignons :

-que l'opération ayant porté sur plus de 50% du capital est une référence très significative pour l'appréciation du prix de la présente OPR-RO ;

-que seule une évaluation intrinsèque prenant en compte les caractéristiques de VEXIM et ses perspectives de développement est pertinente pour une société en forte croissance qui ne génère pas de résultat. Cette évaluation est basée sur l'actualisation des cash-flows disponibles ;

-qu'en complément, la référence aux cours de bourse cotés préalablement à l'annonce de la transaction majoritaire est retenue car elle est constituée de prix de marché intégrant tout ou partie des perspectives de développement de VEXIM ;

-que le critère des comparables ne peut être retenu qu'à titre indicatif pour une société ne générant pas encore de résultat dans un secteur où les taux de croissance, l'horizon et les niveaux de marges attendus ainsi que la spéculation liée à la perspective de rachats par des grands groupes peut conduire à des écarts de multiples de chiffre d'affaires très significatifs.

Critères écartés

- Approche par les dividendes

Les approches par le dividende sont moins pertinentes que l'actualisation des cash-flows disponibles qui permet de valoriser VEXIM sur la base de la totalité des flux de trésorerie disponibles et qui est donc plus avantageuse pour les actionnaires minoritaires. Les approches par le dividende, qui reposent sur une hypothèse de taux de distribution, sont très sensibles aux décisions du ou des actionnaires en la matière. Au cas particulier d'une société en forte croissance faisant régulièrement appel à ses actionnaires via des augmentations de capital, aucun dividende n'est distribué.

- Approche par les transactions sectorielles

L'approche par les transactions sectorielles n'a pas été retenue car elle n'apporte pas d'éléments pertinents par rapport à l'opération de référence d'octobre 2017 et à l'OPAS qui a suivi.

En effet :

-l'approche est difficile à mettre en œuvre compte tenu des informations parcellaires disponibles comme c'est le cas généralement,

-au cas particulier d'une société en fort développement, les chiffres historiques sur lesquels est basée la méthode ne sont pas très significatifs,

-les écarts entre multiples des échantillons disponibles sont élevés et il faudrait disposer d'informations complémentaires sur les taux de croissance attendus des sociétés acquises ainsi que sur les synergies

induites pour analyser plus finement ces écarts.

On notera cependant que le prix d'Offre de 20€ par action VEXIM fait ressortir un multiple de Chiffre d'affaires 2017 de 7,6X (hors valorisation des reports fiscaux déficitaires, 7,3X si on les inclut) supérieur au multiple moyen ressortant de transactions sectorielles réalisées entre acteurs du secteur sur la période 2014-2016¹ qui est légèrement inférieur à 6X.

- Approche par l'Actif Net Comptable

La référence à l'actif net comptable (ou réévalué) est généralement écartée pour des sociétés autres que financières, immobilières ou patrimoniales. L'actif net comptable consolidé de VEXIM s'élève à 3,16€ par action au 31/12/2017.

en K€	2017
Capital	913
Primes d'émission	77 566
Autres réserves	2 935
Report à nouveau	-52 608
Total Capitaux propres	28 806
Nombre d'actions 31/12/2017	9 129 244
Capitaux propres/action	3,16

Critères retenus

- Référence au changement de contrôle et à l'OPAS qui a suivi (octobre-décembre 2017).

Il s'agit de vérifier que l'égalité de traitement des actionnaires est respectée, les actionnaires minoritaires de VEXIM étant indemnisés sur la base du prix de la transaction majoritaire récente sans qu'aucun accord ne soit susceptible de remettre en cause cette référence.

En complément, l'analyse a porté sur les acquisitions faites par l'initiateur d'actions VEXIM postérieurement à l'OPAS ainsi que sur l'acquisition à venir des 20.000 actions VEXIM provenant de l'exercice des derniers BSA en circulation.

- Approche par l'analyse des cours de bourse :

Le cours de bourse a été retenu, la liquidité étant limitée mais devant permettre à un actionnaire minoritaire personne physique de négocier ses titres. Cette approche a été complétée par l'analyse des objectifs de cours de bourse des analystes suivant la valeur.

- Approche par l'actualisation des cash-flows disponibles :

L'actualisation des cash-flows disponibles est au cas particulier pertinente et a été mise en œuvre à partir du Business Plan arrêté par l'initiateur et le management de VEXIM en mars 2017, ajusté pour tenir compte de certains éléments des comptes 2017 et prolongé sur la période 2022-2035 pour intégrer les spécificités de VEXIM.

- Approche par les multiples boursiers de sociétés comparables :

La méthode des comparaisons boursières a également été mise en œuvre mais à titre de recoupement dans la mesure où VEXIM est à une phase de son développement qui ne lui permet pas encore d'être rentable

¹ Acquisitions portant sur les sociétés DFINE, LDR, Ellipse Technologies, Tornier, Small Bone Innovations et Arthro Care

et qu'il n'existe pas aujourd'hui de sociétés cotées réellement comparables à VEXIM tant en termes d'activité et que de taille.

4-1 Données prises en compte

4-1-1 Nombre d'actions

Le capital de VEXIM est composé de 9.129.244 actions au 31/12/2017

A l'issue des opérations de fin 2017, les seuls bons existants sont les bons 2016-5 qui permettent la souscription de 20.000 actions VEXIM.

Le nombre d'actions pris en compte dans nos calculs s'élève à 9.149.244 actions VEXIM.

4-1-2 Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres de VEXIM

Le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres de VEXIM est principalement constitué de la trésorerie au 31/12/2017 et de la valorisation des reports fiscaux déficitaires.

Passage VE	31/12/2017
Trésorerie et équivalents	-13 771
Dette brute	300
Charges exceptionnelles 2017	-5 000
Provisions pour retraite	117
Provisions pour litiges	253
Avance remboursable OSEO	1 835
Apport trésorerie exercice 20 000 bsa 2016-5	-192
Total hors reports fiscaux	-16 457
Reports fiscaux déficitaires	-8 478
Total avec valorisation des reports fiscaux	-24 935

Dans une approche « stand alone », nous avons augmenté la trésorerie du montant de frais induit par l'opération de l'automne 2017.

4-1-3 Eléments prévisionnels

Eléments prévisionnels

Le Business Plan stratégique a été arrêté par le Conseil d'Administration de VEXIM en mars 2017. Il a été construit par la société sur la base d'une stratégie de vente directe pour son développement aux Etats-Unis.

Ce BP 2016-2021 prévoit notamment :

- une croissance annuelle moyenne de 48,7% par an du Chiffre d'Affaires réalisé en France et à l'International, portée par une conquête volontariste de parts de marché sur les pays d'Europe hors de France et à l'international, avec en particulier le début de commercialisation du SpineJack sur le marché américain dès le début du deuxième semestre 2018 peu après la délivrance de l'autorisation de mise sur le marché par la FDA, espérée au cours du second trimestre 2018,
- le lancement d'un nouveau produit, le PedicleJack en France et aux Etats-Unis en 2018,

- une amélioration de la marge brute consécutive à la croissance des ventes aux Etats-Unis qui bénéficient d'un taux supérieur à la moyenne des autres zones de développement,
- un BFR contenu à 34% des ventes,
- des investissements limités en valeur absolue, qui compte tenu de la forte progression des ventes, ne représentent en fin de période qu'un poids réduit en % du CA (1,2%),
- une marge d'EBE qui devient positive en 2019 et augmente significativement ensuite, grâce à l'amortissement des charges fixes par l'effet volume, pour se situer à un niveau de 29,7% en 2021,
- un niveau de marge d'exploitation très proche de celle de l'EBE à 29,0% en 2021, du fait de la faiblesse des investissements nécessaires à la réalisation du BP.

Au total, VEXIM ambitionne au terme de l'horizon de ce plan de capter des parts de marchés respectives de 66%, 17,2%, 7,9% et 8,4% sur la France, l'Europe, les Etats-Unis et le reste du monde.

L'exercice 2017 s'est cependant éloigné du BP avec une croissance des ventes de 17% contre 35% anticipés suite aux difficultés de pénétration du marché allemand, imposant sur 2018 une progression plus forte pour rattraper le retard enregistré en 2017.

Cette contre-performance a affecté le niveau du BFR en raison d'un gonflement des stocks.

Le management a commencé à travailler sur un budget 2018 révisé non finalisé à ce jour qui devrait être inférieur en termes d'activité aux chiffres inclus dans le BP.

Nous avons également vérifié qu'aucun élément nouveau n'était survenu depuis les travaux de l'automne 2017 concernant la procédure de lancement du SpineJack aux Etats-Unis et que les hypothèses incluses à ce titre dans le BP correspondaient toujours à la meilleure estimation du management quand au calendrier envisagé.

Nous avons de ce fait retenu le BP 2016-2021 initial en procédant cependant aux ajustements suivants

- report de 0,7 M€ d'investissement de 2017 sur 2018 suite à l'opération Stryker
- ajustement de la variation du BFR en 2018, consécutif au retour à un niveau de BFR normatif (BFR 2017 impacté par des ventes inférieures au BP et la hausse de la TVA à récupérer suite à des charges exceptionnelles).

4-2 Référence au Prix du changement de contrôle de VEXIM et à l'Offre Publique qui a suivi

Changement de contrôle

A la suite de discussions engagées au cours de l'année 2017, des accords de cessions d'actions VEXIM au prix de 20€ par action ont été conclus le 24 octobre 2017 par Stryker et les principaux actionnaires de VEXIM représentant 50,5% du capital à cette date.

Les accords ont été conclus :

- après des négociations ayant permis de nettement relever le prix offert par rapport à la proposition initiale, négociations reflétées par les lettres d'offre dont nous avons pu prendre connaissance,
- sachant que les actionnaires composant le bloc majoritaire cédé avaient conscience que l'entrée de VEXIM sur le marché américain nécessiterait soit une cession de son contrôle soit un partenariat stratégique et que VEXIM constituait une cible attractive pour un des grands acteurs américains du secteur compte tenu de la qualité des produits développés et des parts de marché déjà acquises en Europe, et plus particulièrement en France.

Les accords signés le 24 octobre 2017 au prix de 20€ par action peuvent être détaillés comme suit :

Vendeur	Nombre d'actions Vexim
Truffle Capital	2 148 335
Bpifrance Participations	941 503
Kreaxi	566 653
Vincent Gardès	339 160
José Da Gloria	119 500
Total Contrat de cession de titres 24/10/2017	4 115 151

Monsieur Vincent Gardès et Monsieur José Da Gloria s'engageaient également à apporter à l'Offre la totalité des actions détenues sur un compte « plan d'épargne en actions », soit respectivement 2.605 et 182 actions VEXIM.

Le contrat de cession portait également sur 170.745 Bsaar au prix de 3,91€ par Bsaar.

Comme indiqué dans la note de l'initiateur : « *Il n'existe aucune clause de complément de prix et/ou de clause d'ajustement de prix dans le cadre de ces cessions. L'Initiateur s'est d'ailleurs engagé à proposer un prix par Action et par BSAAR dans le cadre de l'Offre identique à celui payé dans le cadre des Contrats de Cession de Titres et à ne pas augmenter ce prix par Action et/ou par BSAAR pendant l'Offre.* »

Nous avons pris connaissance des accords basés sur les principaux documents suivants :

- Lettre d'Offre (12/10/2017),
- Tender Offer Agreement (24/10/2017),
- Contrats de cession de titres (24/10/2017) investisseurs et managers.

Nous confirmons qu'ils ne comportent aucune clause de complément ou d'ajustement de prix.

Les accords comprennent des accords de rétention pour les deux principaux managers, Messieurs Gardès et Da Gloria, qui n'appellent pas de remarque de notre part.

Le prix de 20€ par action est calé sur le prix payé pour obtenir le contrôle de VEXIM sans qu'aucun complément de prix ou autre élément soient susceptible de remettre en cause cette référence.

OPAS

L'Initiateur a acquis sur le marché, du 26 octobre 2017 au 13 novembre 2017 (inclus), 284.970 actions et 76.362 BSAAR de la Société au prix de l'Offre de 20 euros par action et 3,91 euros par BSAAR, représentant 3,49 % du capital et 3,47 % des droits de vote théoriques de la Société au 14 novembre 2017.

A la date de la décision de conformité de l'AMF (à savoir le 14 novembre 2017), Stryker détenait directement 4.400.121 actions représentant 53,94 % du capital et 53,52 % des droits de vote de VEXIM sur la base d'un nombre total de 8.157.248 actions, ainsi que 247.107 BSAAR (donnant droit à 164.738 actions) représentant 60,09 % des BSAAR en circulation.

A la clôture de l'Offre initiée par Stryker du 16 novembre au 6 décembre 2017 et après exercice de BSA et de Bsaar et acquisition des actions correspondantes, l'initiateur détenait 8.416.399 actions VEXIM, représentant 92,19% de son capital.

Acquisitions d'actions VEXIM par l'initiateur depuis la fin de l'OPAS

A l'issue de l'acquisition de 92,19 % du capital et 91,56 % des droits de vote de VEXIM dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée ouverte du 16 novembre 2017 au 6 décembre 2017, Stryker a acquis 300.016 actions additionnelles sur le marché (à un prix maximum de 20 euros, soit le prix payé dans l'offre publique d'achat simplifiée) et a franchi à la hausse les seuils de 95% du capital et des droits de vote de VEXIM. Stryker détient à ce jour indirectement, par l'intermédiaire de sa filiale française Stryker France MM Holdings SAS, 8.716.415 actions et droits de vote VEXIM, représentant 95,48 % des actions et au moins 95,15 % des droits de vote.

Le prix de 20€ par action offert dans le cadre de la présente OPR-RO correspond au prix maximum payé par l'initiateur pour acquérir un bloc de contrôle et pour détenir au total un peu plus de 95% du capital et des droits de vote de VEXIM, sans aucun accord sur un éventuel complément de prix.

Le prix de 20€ par action versé aux actionnaires de VEXIM représentant au total plus de 95% de son capital est une référence forte pour la présente OPR-RO.

Contrat de liquidité sur les actions provenant de l'exercice à venir des BSA 2016-5

Un contrat de liquidité portant sur les 20.000 actions VEXIM provenant de l'exercice à venir des BSA 2016-5 a été signé entre l'initiateur et le détenteur des BSA.

Ce contrat comprend une option d'achat et une option de vente des 20.000 actions VEXIM au prix de la présente Offre.

Il ne comprend aucun élément susceptible de remettre en cause la référence au prix de 20€ par action VEXIM.

4-3 Cours de bourse

VEXIM est une petite capitalisation d'environ 180M€ au prix d'Offre, dont les titres sont échangés sur Euronext Growth avec une liquidité historique (préalablement au lancement de l'OPAS fin 2017) limitée mais suffisante pour permettre des échanges réguliers entre actionnaires minoritaires.

Préalablement à l'annonce du changement de contrôle (24 octobre 2017), les moyennes de cours de bourse étaient comprises entre 12,7€ (moyenne 12 mois) et 15,2€ (moyenne 1 mois) par action VEXIM. Le prix de 20€ par action représente des primes comprises entre 32% et 57% par rapport aux moyennes de cours de bourse préalables au changement de contrôle.

VEXIM	Cours Moyen pondérés par les volumes
Dernier (23/10/2017)	15,5
Moyenne 1 mois	15,2
Moyenne 3 mois	14,9
Moyenne 6 mois	14,9
Moyenne 1 an	12,7

Le prix de 20€ par action correspondant au prix du changement de contrôle d'octobre 2017 fait ressortir des primes élevées par rapport aux cours de bourse et notamment sur la moyenne 1 an, les cours de bourse ayant surperformé l'évolution du marché sur les 12 mois précédant l'annonce de l'opération.

Référence aux objectifs de cours de bourse des analystes financiers suivant l'action VEXIM

Préalablement à l'annonce de l'opération, selon les informations dont nous disposons 4 bureaux d'analyse financière suivaient le titre avec des objectifs de cours compris entre 17€ et 19€ et une moyenne à 17,8€ par action VEXIM.

Depuis l'annonce de l'opération et de l'Offre Publique, il n'y a plus que deux analystes qui affichent des objectifs inchangé (18,2€) ou calé sur le prix d'Offre (20€).

Le prix de 20€ par action VEXIM est supérieur aux objectifs de cours de bourse des analystes financiers qui suivaient le titre préalablement à l'annonce de l'opération fin 2017.

Depuis la fin de l'OPAS, l'initiateur a continué à se porter acquéreur d'actions VEXIM à un prix maximum de 20€ par action et ses acquisitions ont soutenu les volumes échangés sur le marché.

Les échanges depuis la fin de l'OPAS sont très majoritairement réalisés au prix de 20€ par action VEXIM avec un plus haut à 20,27€ par action.

Le prix de 20€ par action VEXIM :

-offre des primes élevées, de 32% à 57% par rapport aux cours de bourse de VEXIM préalables à l'annonce du changement de contrôle,

-est supérieur aux objectifs de cours des analystes financiers,

-correspond aux cours cotés depuis la fin de l'OPAS, les échanges ayant été soutenus par les achats de l'initiateur (à un prix maximum de 20€ par action) qui souhaitait atteindre le seuil de détention nécessaire au lancement de la présente OPR-RO.

4-4 Comparables Boursiers (à titre indicatif)

Description de l'échantillon

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent des similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique) ;
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché) ;
- perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge ;
- niveau et structure des marges.

Les sociétés cotées du secteur identifiées peuvent être définies par trois univers :

- celui de sociétés françaises de petite taille,
- celui de valeurs moyennes américaines qui sont à un stade de développement plus avancé que VEXIM et ont des portefeuilles de produits plus diversifiés générant des chiffres d'affaires beaucoup plus significatifs et des résultats récurrents,
- enfin le troisième est constitué de sociétés américaines de très grande taille à l'instar du groupe Stryker à l'origine de l'acquisition de VEXIM et de la présente Offre Publique. Ces grands groupes qui sont les leaders de leur secteur génère des chiffres d'affaires de plusieurs milliards ou dizaines de milliards de

dollars sur des marchés sans commune mesure avec celui adressé par VEXIM. A titre d'exemple, le groupe Stryker réalise un chiffre d'affaires global de plus de 14Mds\$ dont moins de 0,8Mds\$ proviennent de produits « spine ».

En conséquence, l'échantillon analysé est composé :

- de sociétés françaises, SpineGuard, Implanet, Spineway et Safe Orthopaedics, qui sont comme VEXIM centrées sur un nombre restreint de produits. Ce sont des sociétés de petite taille qui n'ont pas les parts de marché de VEXIM en France ou en Europe mais qui sont déjà présentes aux Etats-Unis. Cet échantillon présente l'inconvénient de porter sur des sociétés peu suivies, peu liquides et non rentables, ce qui réduit la pertinence des multiples qu'il fait ressortir. Medicea International a été exclue de l'échantillon compte tenu de l'absence d'informations prévisionnelles dans notre base de données,

- de valeurs moyennes (midcaps) américaines d'une taille sensiblement supérieure à VEXIM. L'échantillon comprend les sociétés Nuvasive, Globus Medical, Orthofix et Integra. La société K2M a été écartée après analyse car présentant un profil atypique. Ces groupes bénéficient d'un marché intérieur développé et lucratif où ils réalisent au moins 75% de leur chiffre d'affaires. Ils sont pour la plupart diversifiés en termes de produits et basent leur croissance future en grande partie sur l'international. Habités à de fortes croissances, les annonces de niveaux d'activité induisent des variations significatives de leurs cours de bourse qui intègrent donc une volatilité élevée.

Description des sociétés de l'échantillon

Valeurs françaises

SpineGuard : coté sur Euronext Growth (ex Alternext) , SpineGuard a réalisé un CA de 8,2M€ en 2017 dans la conception, la fabrication et la commercialisation de dispositifs médicaux destinés à la sécurisation de la chirurgie rachidienne. Le groupe propose PediGuard, un instrument de forage et de placement sécurisé des vis pédiculaires dans les vertèbres. 80,2% du CA est réalisé aux Etats-Unis.

Implanet : cotée sur Euronext Growth, la société est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'implants et de dispositifs médicaux dédiés à la chirurgie orthopédique du genou et du rachis. Implanet a récemment annoncé la conclusion d'un partenariat avec la société coréenne L&K Biomed Co, Ltd, se composant de la signature de contrats de distribution croisée de leurs produits respectifs en Asie et en Europe. Son chiffre d'affaires 2017 s'est élevé à 7,8M€ en 2017 marqué par le recul de l'activité genou.

Spineway : petite capitalisation qui a récemment organisé son transfert sur Euronext Growth accompagné de l'émission d'Ornanes. Spineway est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'implants et d'instruments chirurgicaux de la colonne vertébrale. Le groupe propose des systèmes rachidiens, des cages cervicales et lombaires, des plaques cervicales, des substituts osseux. Le groupe vise un chiffre d'affaires consolidé de 10M€ en 2018.

Safe Orthopaedics : la société est spécialisée dans la conception et la commercialisation d'implants et d'instruments à usage unique facilitant le traitement mini-invasif des pathologies de la fracture du rachis. Elle a réalisé 3,1M€ de chiffre d'affaires en 2017.

Valeurs américaines

Globus Medical : le groupe réalise un peu plus de 550M€ de chiffre d'affaires grâce à la fabrication d'implants médicaux destinés à guérir les troubles musculo-squelettiques. Son cours est marqué par une hausse de près de 30% par rapport au niveau atteint lors des précédents travaux pour l'OPAS sur VEXIM, suite à la publication de ses niveaux d'activité pour le 4^e trimestre 2017 et pour l'ensemble de l'exercice qui enregistre des hausses significatives (+15,8% et +12,7% respectivement).

Integra LifeSciences : réalise un chiffre d'affaires un peu inférieur à 900M€ sur des technologies innovantes pour des solutions chirurgicales.

Orthofix International : la société propose des solutions de fusions des vertèbres. Elle a publié un CA consolidé de 434M\$ pour 2017, en hausse de 5,5%. Son cours de bourse est en progression continue et augmente d'environ 50% sur les 12 derniers mois. Il a annoncé récemment le lancement de son nouveau produit le Forza XP Expandable Spacer System suite à l'autorisation de commercialisation de la FDA. Il est organisé en 4 divisions : BioStim, Extremity Fixation, Spine Fixation, and Biologics.

NuVasive : le groupe développe des produits et solutions mini-invasives. Quoté sur le Nasdaq le titre a subi une forte baisse de son cours (-30%) depuis les travaux réalisés pour l'OPAS suite à la publication des chiffres d'affaires pour le 4^e trimestre 2017 et l'ensemble de l'exercice.

L'échantillon conduit aux multiples suivants :

	Capitalisation Boursière	VE	VE/CA		VE/EBIT
Société	Moyenne 1 mois (M\$)		2018 (e)	2019 (e)	2019 (e)
SpineGuard SA	22	27	2,16	1,57	15,9
Implanet SA	17	17	1,17	0,79	
Spineway SA	20	25	2,04	1,72	
Safe Orthopaedics SAS	15	20	3,19	2,26	
Globus Medical Inc.	3 517	3 143	4,55	4,18	14,9
Integra LifeSciences Holdings ...	4 079	4 768	3,22	3,05	14,1
Orthofix International NV	993	939	2,08	1,99	19,0
NuVasive Inc.	2 445	3 004	2,76	2,60	13,9
MEDIANE			2,46	2,13	14,9

Source : Infront Analytics, Farthouat Finance, cours arrêtés au 28/2/2018

Comme souligné plus haut, les seuls multiples de Valeur d'Entreprise (VE)/chiffre d'affaires ne permettent pas de tenir compte des taux de croissance ou du niveau de marge attendus à terme mais VEXIM étant en situation de déficit, c'est malheureusement le seul multiple utilisable pour 2018.

Pour 2019, le multiple d'Ebit a été ajouté, étant remarqué qu'il est plus homogène, sur un échantillon certes restreint essentiellement aux valeurs américaines, les sociétés françaises de l'échantillon n'étant à priori pas encore rentables à cet horizon.

Appliqués aux sous-jacents de VEXIM, ces multiples conduisent à des valeurs comprises entre 12,4€ et 16,7€ par action et une valeur moyenne de 14,6€ par action.

Le prix de 20€ offre des primes de 20% à 61% sur les valeurs induites par la méthode des comparables boursiers qui n'est retenue qu'à titre indicatif.

4-5 Actualisation des Cash-Flows d'Exploitation Disponibles (DCF)

Nous avons prolongé le BP de treize ans, de 2022 à 2035, afin :

- d'intégrer les effets de l'extinction du brevet sur le SpineJack en 2030 et de celui du PedicleJack en 2035,
- de revenir sur des flux intégrant en fin de période un taux de croissance égal à celui intégré à l'infini dans la Valeur Terminale.

- de tenir compte d'un nécessaire effort d'investissement à réaliser par la société afin de pérenniser ce niveau de croissance à l'infini, effort calqué sur le niveau d'investissement de sociétés comparables,
- d'extérioriser en fin de période un niveau de marges d'Ebit conforme aux sociétés du secteur à maturité équivalente.

Avant la perte de brevets, la part de marché mondiale captée par VEXIM continue à croître pour atteindre près de 20,8% en 2029 contre 12,2% en fin 2021 sur un marché en croissance mondiale de 2,0% par an. Le CA réalisé par VEXIM progresse annuellement de 9,3% sur la période.

Afin de tenir compte du risque de difficultés persistantes de positionnement sur le marché allemand, nous avons intégré dans nos prévisions une érosion des prix de vente sur le marché européen hors France.

Une nouvelle concurrence sur la technologie SpineJack, puis sur celle du PedicleJack, altère la progression des ventes de VEXIM entre 2029 et 2035, avec une baisse annuelle moyenne du CA de 3,6%.

Paramètres d'évaluation

Nos calculs de flux reposent sur les éléments suivants :

-un taux d'actualisation de 13,15% (prime de risque Bloomberg moyenne 1 mois : 8,72%, moyenne 1 mois du taux sans risque OAT 10 ans : 0,85%, bêta de 0,89 basé sur un échantillon large de sociétés du secteur des dispositifs médicaux, prime spécifique de 3,6% basée sur l'étude de Duff&Phelps),

-un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Pour le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Capitaux Propres, nous avons ajouté comme souligné préalablement un montant de 24,9M€

La valeur de l'action VEXIM ressort dans notre scenario central à 18,34€ par action.

Sensibilité de l'actualisation des cash-flows d'exploitation au taux d'actualisation et de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation								
		12,15%	12,40%	12,65%	12,90%	13,15%	13,40%	13,65%	13,90%	14,15%
taux de croissance	0,75%	20,13	19,61	19,10	18,62	18,16	17,72	17,29	16,88	16,49
	1,00%	20,21	19,68	19,17	18,68	18,22	17,77	17,34	16,93	16,53
	1,25%	20,29	19,75	19,24	18,75	18,27	17,82	17,39	16,97	16,57
	1,50%	20,38	19,83	19,31	18,81	18,34	17,88	17,44	17,02	16,62
	1,75%	20,47	19,92	19,39	18,88	18,40	17,94	17,50	17,07	16,66
	2,00%	20,56	20,00	19,47	18,96	18,47	18,00	17,55	17,12	16,71
	2,25%	20,66	20,09	19,55	19,03	18,54	18,06	17,61	17,18	16,76

Le prix de 20€ par action VEXIM est supérieur à la valeur centrale ressortant de l'actualisation des cash-flows disponibles et offre des primes de 3% à 15% sur la fourchette de valeurs retenue (17,39€-19,39€) par action VEXIM.

Point sur les synergies qui pourraient être développées du fait du rapprochement avec Stryker

Le rapprochement entre deux sociétés du secteur présentes sur des zones géographiques différentes devrait permettre de bénéficier des synergies dont la principale pour VEXIM est un accès facilité au marché américain qui est la raison d'être du rapprochement.

Le Business Plan qui sert aux travaux d'évaluation inclut des hypothèses de développement aux Etats-Unis qui supposaient une réduction des aléas liés à cette implantation.

L'acquisition de VEXIM par Stryker conforte les hypothèses du Business Plan en réduisant les risques liés aux nouveaux développements.

La réduction du risque peut être appréhendée par une baisse du taux d'actualisation : en abaissant le taux d'actualisation à 12,15% contre 13,15% et en réintégrant la charge exceptionnelle liée à l'opération (retraitée des impacts sur le BFR et sur les reports déficitaires), la valeur est très proche du prix offert de 20,0€ par action.

L'autre aspect des synergies potentielles concerne la distribution par VEXIM de produits Stryker sur la zone européenne. L'impact relativement limité sur les marges à court terme pourrait être contrebalancé par un niveau d'activité à l'international, et notamment en Allemagne, moins favorable que ce qui est inclut dans le Business Plan, compte tenu des dernières évolutions de ce marché.

Le prix de 20€ par action VEXIM :

-a été négocié par des actionnaires avertis qui ont cédé la totalité de leurs titres,

-fait ressortir des primes sur l'ensemble des critères mis en œuvre, ces primes intégrant une quote-part des synergies liées au rapprochement.

VI-ANALYSE DES ECARTS AVEC BNP PARIBAS

Concernant la valorisation des actions VEXIM

6-1 Critères retenus et écartés

Le seul écart entre nos travaux et ceux de l'Evaluateur est que nous n'avons pas retenu le critère des transactions comparables compte tenu des difficultés de mise en œuvre de la méthode et de l'existence de la transaction majoritaire à l'origine de l'OPAS en novembre 2017 et de la présente Offre. BNP Paribas n'a retenu cette méthode qu'à titre indicatif.

6-2 Mise en œuvre des critères

Nous n'avons pas identifié d'écart sur la référence aux opérations de 2017 (cession du bloc majoritaire+OPAS), ni sur le critère de cours de bourse complété par les objectifs des analystes financiers.

Passage Valeur d'Entreprise :

Les montants retenus comprennent à titre principal la trésorerie augmentée de la valorisation des reports fiscaux déficitaires.

Des écarts proviennent à titre subsidiaire de l'impact des taux d'actualisation retenus et de l'impact marginal de la prise en compte de la fiscalité pour certains éléments.

La principale différence provient du retraitement que nous avons opéré sur les charges exceptionnelles 2017 liées à l'opération pour un montant d'environ 5M€.

Au final, nous retenons un passage positif de 24,9M€ contre 20,6M€ pour BNP Paribas.

Comparables boursiers :

BNP Paribas a retenu le seul échantillon de valeurs françaises alors que nous avons retenu un échantillon plus large incluant ces sociétés mais également des sociétés américaines bénéficiant d'une taille et d'une liquidité plus importante qui font ressortir des multiples sensiblement plus élevés.

S'agissant des sociétés françaises notre univers ne comprend pas la société Médicrèa pour laquelle nous ne disposons pas d'éléments prévisionnels via notre base de données.

Nous avons comme BNP Paribas retenu les multiples de chiffre d'affaires 2018 et 2019 et nous avons ajouté le multiple d'Ebit 2019.

Au final et compte tenu du différentiel sur le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres, la valeur ressort entre 8,8€ et 11,6€ pour BNP Paribas et entre 12,4€ et 16,7€ dans nos travaux.

DCF :

Nous avons comme BNP Paribas prolongé le BP 2017-2021 sur un horizon de temps suffisamment long pour intégrer l'effet de l'extinction des brevets de la Société en 2030 (SpineJack) et 2035 (PedicelJack).

Les principaux écarts avec l'Evaluateur proviennent du choix des échantillons et des sources utilisées pour apprécier les ratios normatifs du secteur (marges d'exploitation, bêta sectoriels et investissements).

Nous avons par ailleurs adopté une approche plus prudente sur le potentiel de développement de VEXIM en Europe (hors France) à la lumière des difficultés rencontrées en 2017 sur le marché allemand.

Le taux d'actualisation ressort à 13,15% dans nos travaux contre 14,1% pour l'Evaluateur, l'écart étant principalement imputable au bêta retenu induit par notre choix d'un échantillon très large pour améliorer la valeur statistique de ce paramètre. Ce différentiel est cohérent avec les hypothèses retenues pour la prolongation du Business Plan.

Au final, après prise en compte de l'impact favorable du retraitement des charges exceptionnelles, la valeur ressort à 18,34€ dans nos travaux contre 17,3€ pour BNP Paribas.

VII-CONCLUSION

Tableau récapitulatif des valeurs

Transactions de référence	Prix	Prime
Acquisition d'un bloc de contrôle	20 €	0%
OPAS	20 €	0%
Franchissement du seuil de 95%	20 €	0%
Actualisation des cash-flows disponibles		
Valeur centrale	18,34 €	9%
Bas	17,39 €	15%
Haut	19,39 €	3%
Cours de bourse (23/10/2017)		
Dernier	15,5	29%
Moyenne 1 mois	15,2	32%
Moyenne 3 mois	14,9	34%
Moyenne 6 mois	14,9	34%
Moyenne 12 mois	12,7	57%
Comparables Boursiers		
Moyenne	14,6	37%
Bas	12,4	61%
Haut	16,7	20%

Le prix de 20€ par action VEXIM offert dans le cadre de la présente Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire correspond au prix de cession d'un bloc majoritaire négocié par des actionnaires financiers ayant une très bonne connaissance du groupe et des enjeux de son développement à l'international. Ces actionnaires, représentant 50,5% du capital, ont cédé la totalité de leur participation au prix de 20€ par action sans aucun accord connexe ou complément de prix.

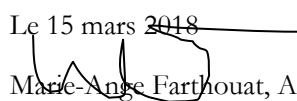
Le prix de 20€ par action VEXIM a également été validé par une partie très significative des autres actionnaires de VEXIM qui ont apporté leurs actions à l'OPAS ou les ont vendues postérieurement sur le marché.

Le prix de 20€ par action VEXIM offre des primes significatives sur les cours de bourse préalables à l'annonce de l'opération et valorise le groupe sur la base d'un multiple de 7,3X à 7,5X son CA 2017, niveau sensiblement supérieur aux multiples ressortant d'échantillons de sociétés du secteur.

Le prix de 20€ par action VEXIM est supérieur à la valeur ressortant de l'actualisation des cash-flows disponibles, méthode basée sur des flux en forte croissance intégrant notamment la réussite de l'implantation aux Etats-Unis qui n'était pas acquise et que l'intégration dans le groupe Stryker conforte.

Le prix de 20€ est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire qui sera mis en œuvre à l'issue de l'Offre Publique de Retrait.

Le 15 mars 2018


Marie-Ange Farthouat, Associée
Farthouat Finance
21 rue d'Hauteville
75010 Paris

6. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VEXIM

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 15 mars 2018 afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les membres du conseil d'administration étaient présents (à savoir M. Steven Swinson, M. Vincent Gardès, M. Douglas Beall, M. Bernard Belloc, M. William E. Berry, Jr., Mme Marie-Laure Pochon et M. Lionel Ulrich).

Préalablement, lors de sa réunion du 19 février 2018, le conseil d'administration de la Société avait désigné le cabinet Farthouat Finance, représenté par Madame Marie-Ange Farthouat, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF. Il est précisé que Messieurs William E. Berry, Jr. et Lionel Ulrich ont participé à cette réunion du conseil d'administration désignant l'Expert Indépendant aux seules fins de permettre le respect des règles de quorum mais se sont abstenus de toute participation aux débats et au vote, dans la mesure où ils représentent les intérêts du groupe Stryker.

Les documents suivant ont été portés à la connaissance du conseil d'administration, préalablement à la réunion du 15 mars 2018 :

- le projet de note d'information conjointe préparé par l'Initiateur et la Société, qui reste à compléter du rapport de l'Expert Indépendant et du présent avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre et qui contient, notamment, la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre ;
- le rapport de l'Expert Indépendant qui conclut notamment au caractère équitable du prix de l'Offre ;
- le projet de document « Autres informations » de la Société ; et
- le projet de communiqué de presse conjoint relatif au dépôt du projet d'Offre.

Lors de cette réunion, l'Expert Indépendant a présenté aux administrateurs ses travaux et ses conclusions, et a confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion figure ci-dessous :

« Après avoir entendu les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant et avoir pris connaissance des documents et éléments susvisés, le Conseil d'administration constate :

- *que l'Initiateur détient plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société ;*
- *que les actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur et qui ne seront pas présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur, dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 20,00 euros par action (nette de tous frais) ;*
- *que le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 29,4 % par rapport au cours de clôture de l'Action Vexim au 23 octobre 2017 (dernier jour de cotation avant l'annonce du projet initial d'offre publique d'achat simplifiée) et de 57,6 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des douze (12) derniers mois, décomptées à rebours du 23 octobre 2017 ;*

- que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, a conclu au caractère équitable du prix de 20,00 euros pour les actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire qui sera mis en œuvre à l'issue de l'Offre Publique de Retrait ;
- que, compte tenu du faible flottant, de la liquidité réduite de l'action VEXIM ainsi que des coûts récurrents induits par la cotation, la cotation des actions sur le marché Euronext Growth n'est plus justifiée ; et
- que l'Offre représente pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de la Société une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation dans la Société (i) au prix payé par Stryker pour l'acquisition du bloc majoritaire, (ii) à celui de l'offre publique d'achat simplifiée déposée par Stryker le 25 octobre 2017 et (iii) dans des conditions financières jugées équitables par l'Expert Indépendant.

A la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré :

- considère que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ;
- émet un avis favorable sur l'Offre et recommande aux actionnaires minoritaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que leurs actions seront en toute hypothèse transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 20,00 euros par action, nette de tous frais ;
- approuve le projet de note d'information conjointe, le projet de document « Autres informations » de la Société et le projet de communiqué de presse conjoint relatif au dépôt du projet d'Offre ;
- prend acte de ce que les actions de la Société seront radiées du marché Euronext Growth dès la mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;
- autorise le Directeur Général à modifier et finaliser la documentation d'Offre pour tenir compte notamment des commentaires que pourrait faire l'AMF, à faire procéder à la radiation de la cotation des actions de la Société sur le marché Euronext Growth à l'issue de l'Offre et plus généralement, à effectuer toutes formalités requises dans le cadre de l'Offre, notamment souscrire tous engagements, obtenir toutes autorisations, passer tous actes, signer toutes attestations, faire toutes déclarations et demandes, publier ou diffuser tout communiqué de presse (y compris le communiqué de presse conjoint relatif au dépôt de l'Offre), accomplir toutes formalités ou démarches, rédiger et signer tous documents utiles à l'exécution et la réalisation de l'Offre.

Le présent avis motivé a été adopté à l'unanimité des membres ayant pris part au vote, étant précisé que Messieurs William E. BERRY, JR. et Lionel ULRICH, dans la mesure où ils représentent les intérêts du groupe Stryker, n'ont pas pris part au vote. »

7. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DU PUBLIC DES INFORMATIONS RELATIVES À STRYKER ET VEXIM

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Stryker et Vexim feront l'objet de deux documents spécifiques déposés auprès de l'AMF et mis à disposition du public

selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

8.1 POUR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par Stryker France MM Holdings SAS et les éléments d'appréciation des prix proposés, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

BNP Paribas

8.2 POUR STRYKER

« A ma connaissance, les données relatives à Stryker France MM Holdings SAS contenues dans le présent projet de note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Stryker France MM Holdings SAS Guillaume Finck Président
--

8.3 POUR VEXIM

« A ma connaissance, les données relatives à Vexim contenues dans le présent projet de note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Vexim Vincent Gardès Directeur Général
--