

*Le projet d'offre et le projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF  
Le présent communiqué n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France*

## **COMMUNIQUE RELATIF AU DEPOT D'UN PROJET DE NOTE EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT**

**visant les actions de la société**



**initiée par**

# **HOLOGIC®**

Hologic Hub Ltd.

**présentée par**



Le présent communiqué de presse a été établi par SuperSonic Imagine et diffusé le 30 août 2019 en application des dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).

Le projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de SuperSonic Imagine ([www.supersonicimagine.fr](http://www.supersonicimagine.fr)) et mis gratuitement à la disposition du public au siège social de SuperSonic Imagine, 510, rue René Descartes – Les Jardins de la Duranne Bât E et Bât F, 13857 Aix-en-Provence Cedex 3.

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 la société SuperSonic Imagine seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre selon les mêmes modalités de diffusion. Un communiqué de presse sera diffusé conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

## 1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

### 1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 232-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Hologic Hub Ltd, *private limited company*, société régie par le droit du Royaume-Uni dont le siège social est sis Heron House Oaks Business Park Crewe Road, Wythenshawe, Manchester, M23 9HZ, Royaume-Uni, immatriculée auprès de la *Companies House* sous le numéro 09504366 (ci-après l'« **Initiateur** »), filiale indirecte à 100% de la société Hologic, Inc. (Nasdaq: HOLX), une « *general corporation* » régie par le droit de l'Etat du Delaware aux Etats-Unis d'Amérique, dont le siège social est situé au 250 Campus Drive, Marlborough, MA 01752, Etats-Unis d'Amérique (ci-après « **Hologic** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société SuperSonic Imagine, société anonyme à conseil d'administration au capital de 2.360.679,10 euros, dont le siège social est sis 510, rue René Descartes – Les Jardins de la Duranne Bât E et Bât F, 13857 Aix-en-Provence Cedex 3, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Aix-en-Provence sous le numéro 481 581 890, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010526814, mnémonique « SSI » (ci-après « **SuperSonic Imagine** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire dans les conditions décrites ci-après la totalité des actions de la Société émises ou à émettre par SuperSonic Imagine, à l'exception des actions déjà détenues par l'Initiateur, des actions auto-détenues par la Société, et des actions faisant l'objet d'une obligation de conservation à la charge du directeur général, au prix de 1,50 euro par action (ci-après le « **Projet de Note d'Information** ») (ci-après l'« **Offre** »). Cette Offre (et/ou, le cas échéant l'Offre Réouverte, tel que ce terme est défini ci-dessous), pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 237-1 du règlement général de l'AMF.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 1<sup>er</sup> août 2019, par voie d'acquisition de blocs hors marché, d'un nombre total de 10.841.409 actions de la Société représentant à cette date, à la connaissance de la Société, 45,93% du capital et des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée<sup>1</sup> (l'« **Acquisition Hors Marché** » et, avec l'Offre, l'« **Opération** »), étant précisé que l'Initiateur n'a acquis aucune action de la Société au cours des douze mois ayant précédé cette acquisition.

A la date du projet de note en réponse et du fait de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur détient donc 10.841.409 actions de la Société représentant, à la date du projet de note en réponse et à la connaissance de la Société, 45,92% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société<sup>2</sup>.

Dans la mesure où, à la suite de l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur détient une fraction du capital ou des droits vote supérieure à 30%, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur n'agit pas de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

---

<sup>1</sup> Sur la base du capital social de la Société connu à cette date composé de 23.606.277 actions représentant autant de droits de vote, le nombre de droits de vote étant en application du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

<sup>2</sup> Sur la base d'un capital composé, à la connaissance de la Société, de 23.606.791 actions représentant autant de droits de vote, le nombre total de droits de vote étant, en application du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

L'Offre porte sur :

- la totalité des actions de la Société, soit un nombre total de 23.606.791 actions émises de la Société, à l'exclusion (i) des 10.841.409 actions déjà détenues par l'Initiateur, (ii) des 100.732 actions auto-détenues<sup>3</sup> par la Société que le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre<sup>4</sup>, et (iii) des 60.000 actions détenues par le directeur général faisant l'objet d'une obligation de conservation du fait de sa fonction de mandataire social de la Société conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société<sup>5</sup>,

soit un nombre total de 12.604.650 actions, représentant, à la connaissance de la Société, environ 53,39% du capital social et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 23.606.791 actions et droits de vote théoriques de la Société à la date du projet de note en réponse<sup>6</sup> ;

- les 114.970 actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini ci-dessous) à raison de l'exercice des 11.200 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise attribués par la Société et restant à exercer à la date du projet de note en réponse (les « **BSPCE** »), étant précisé que l'ensemble desdits BSPCE sont exerçables à la date du projet de note en réponse<sup>7</sup> ;
- les 517.115 actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des 503.753 options de souscription d'actions attribuées par la Société le 4 octobre 2013 et le 19 septembre 2014 et restant à exercer à la date du projet de note en réponse (les « **Options** »)<sup>8</sup>, étant précisé que l'ensemble desdites Options sont exerçables à la date du projet de note en réponse<sup>9</sup> ;

soit, à la connaissance de la Société, un nombre total de 13.236.735 actions (les « **Actions** »).

L'Offre ne porte pas sur :

- les 11.200 BSPCE, qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article 163 *bis* G du Code général des impôts ;
- les 503.753 Options, qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article L. 225-183 du Code de commerce ;

---

<sup>3</sup> Etant précisé que les 100.732 actions auto-détenues sont intégralement affectées à un contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont et suspendu à la demande de la Société jusqu'à nouvelle instruction.

<sup>4</sup> Décision du conseil d'administration de la Société en date du 29 août 2019.

<sup>5</sup> Conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 du code de commerce et en application des plans d'attribution d'actions gratuites en date du 31 mars 2017 (tel que modifié le 26 avril 2018) et du 26 avril 2018, les mandataires sociaux sont tenus de conserver jusqu'à la cessation de leurs fonctions, un nombre d'actions gratuites déterminé en fonction de la rémunération fixe annuelle du dirigeant concerné et de la moyenne des cours cotés des vingt séances de bourse précédant la date de cession envisagée. A la date du projet de note en réponse, la totalité des 60.000 actions gratuites octroyées au directeur général fait l'objet de cet engagement de conservation.

<sup>6</sup> Le nombre total de droits de vote étant, en application du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

<sup>7</sup> Il est néanmoins précisé que l'ensemble des actions à émettre sur exercice des BSPCE ont un prix de souscription de 8,619 euros par action (à savoir, supérieur au prix de l'Offre).

<sup>8</sup> Les Options donnent droit à la souscription d'un maximum de 517.115 actions de la Société (soit 411.426 actions au titre des plans en date du 4 octobre 2013 et 105.689 actions au titre du plan en date du 19 septembre 2014).

<sup>9</sup> Il est néanmoins précisé que les 105.689 actions à émettre sur exercice d'Options attribuées par la Société le 19 septembre 2014 ont un prix de souscription de 8,18 euros par action (à savoir, supérieur au prix de l'Offre), les 411.426 actions à émettre sur exercice d'Options attribuées par la Société le 4 octobre 2013 ayant un prix de souscription de 0,10 euro par action.

- les 638.400 droits à actions attribués gratuitement le 31 mars 2017 et le 26 avril 2018 conformément aux dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce (les « **Actions Gratuites** ») dont la période d'acquisition ne devrait pas expirer avant la clôture de l'Offre<sup>10</sup> ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus conformément aux dispositions légales ou réglementaires applicables et aux plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société.

Les bénéficiaires d'Options et/ou d'Actions Gratuites, ainsi que le directeur général en ce qui concerne ses actions attribuées gratuitement et acquises et qui demeurent soumises à une obligation de conservation, pourront bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité tel que mentionné à la section 1.2.3.

En dehors des BSPCE, des Options et des Actions Gratuites, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société<sup>11</sup> à la date du projet de note en réponse.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 25 jours de négociation.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, tel que décrit en section 1.2.4 du projet de note en réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée, pour le compte de l'Initiateur, par Rothschild Martin Maurel qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

---

<sup>10</sup> Conformément aux termes et conditions des plans d'attribution, en cas de changement de contrôle de la Société avant la date de constatation des critères de performance des plans (à savoir la date d'acquisition définitive des Actions Gratuites), lesdits critères de performance n'auront plus vocation à s'appliquer si bien que la totalité des Actions Gratuites attribuées seront susceptibles d'être acquises à la date d'expiration de la période d'acquisition concernée (sous réserve néanmoins de la présence dans le groupe de chaque intéressé en ce qui le concerne).

<sup>11</sup> Les porteurs des bons de souscription d'actions émis par la Société (i) le 16 avril 2010 y ont renoncé le 15 juillet 2019, (ii) le 22 novembre 2017 y ont renoncé le 16 juillet 2019, et (iii) le 16 décembre 2013 y ont renoncé le 23 juillet 2019. Les bons de souscription d'actions émis par la Société le 4 octobre 2013 ont été exercés en intégralité le 21 juillet 2019. Le 21 août 2019, la Société a mis fin à son programme de financement par obligations simples et obligations convertibles avec bons de souscription d'actions avec Kreos conformément à un accord conclu le 1<sup>er</sup> août 2019.

## 1.2. Contexte de l'Offre

### 1.2.1. L'Acquisition Hors Marché

SuperSonic Imagine et Hologic ont chacun publié le 20 juin 2019 un communiqué de presse annonçant que le conseil d'administration de la Société s'était réuni le 20 juin 2019 pour prendre acte de la remise par Hologic d'une offre ferme sous conditions (la « **Lettre d'Offre** ») en vue de l'acquisition, par Hologic (ou l'un de ses affiliés), d'un bloc de contrôle dans SuperSonic Imagine au prix de 1,50 euro par action, à la suite de laquelle Hologic (ou l'un de ses affiliés) déposerait un projet d'offre publique d'achat en numéraire suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, portant sur le solde des actions de la Société au prix de 1,50 euro par action (à l'exception des actions déjà détenues par l'Initiateur, des actions auto-détenues par SuperSonic Imagine et des actions faisant l'objet d'une obligation de conservation). L'annonce du projet d'Offre a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis émis par l'AMF le 21 juin 2019 sous le numéro 219C1000.

En contresignant le 20 juin 2019 la Lettre d'Offre, la Société et les Actionnaires Cédants (tel que ce terme est défini ci-dessous) ont accordé à Hologic une période de négociations exclusives d'une durée de 60 jours.

En application des dispositions de l'article 261-1 I, 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup> et 4<sup>o</sup> et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a désigné le même jour Accuracy représenté par Monsieur Henri Philippe en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») aux fins d'émettre un avis sur les conditions financières de l'Offre.

Lors de la même réunion, le conseil d'administration de la Société a également décidé d'instituer un comité *ad hoc* composé de membres indépendants du conseil d'administration à l'effet de superviser les travaux de l'Expert Indépendant. A la suite de la recomposition du conseil d'administration le 2 août 2019, ce comité est désormais composé des deux membres indépendants du conseil : Monsieur Michael Brock et Madame Ghislaine Gueden.

La Société a par ailleurs mis en œuvre la procédure d'information-consultation de son comité social et économique (le « **CSE** »). Lors de sa réunion du 25 juin 2019, le CSE a nommé le cabinet Syndex aux fins de l'assister dans le cadre de la procédure d'information-consultation. Le CSE a émis son avis sur l'Acquisition Hors Marché et l'Offre le 25 juillet 2019<sup>12</sup>.

Le 25 juillet 2019, l'Initiateur a obtenu confirmation par le Ministre chargé de l'Economie que l'acquisition envisagée n'est pas soumise à la procédure d'autorisation préalable applicable aux investissements étrangers en France, notamment prévue à l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier.

---

<sup>12</sup> L'avis du CSE sur l'Offre figure en annexe 2 du projet de note en réponse.

L'Offre fait ainsi suite, conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, au franchissement à la hausse par l'Initiateur du seuil de 30% du capital social et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation, le 1<sup>er</sup> août 2019, conformément aux termes d'un contrat d'acquisition d'actions de la Société en date du 1<sup>er</sup> août 2019 (le « **Contrat d'Acquisition** »), de l'Acquisition Hors Marché (à savoir l'acquisition d'un nombre total de 10.841.409 actions de la Société (représentant à cette date 45,93% du capital et des droits de vote théoriques de la Société sur une base non diluée<sup>13</sup>)) auprès des personnes suivantes (ensemble, les « **Actionnaires Cédants** ») :

- 2.773.221 actions auprès de Bpifrance Participations, société anonyme dont le siège social est situé 27-31, avenue du Général Leclerc, 94710 Maisons-Alfort Cedex, France immatriculée registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 509 584 074 ;
- 1.844.936 actions auprès du FPCI Innobio, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Bpifrance Investissement, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 27-31 avenue du Général Leclerc, 94700 Maisons Alfort, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 433 975 224 ;
- 605.660 actions auprès du FPCI Bioam, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Bpifrance Investissement, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 27-31 avenue du Général Leclerc, 94700 Maisons-Alfort, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 433 975 224 ;
- 138.880 actions auprès du FPCI Bioam 1Bis Compartiment 1, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Bpifrance Investissement, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 27-31 avenue du Général Leclerc, 94700 Maisons-Alfort, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 433 975 224 ;
- 817.409 actions auprès du FPS CDC PME Croissance, fonds professionnel spécialisé représenté par sa société de gestion CDC Croissance, société anonyme dont le siège social est situé 209, rue de l'Université, 75007 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 438 136 244 ;
- 1.930.440 actions auprès du FPCI BioDiscovery 3, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Andera Partners, société en commandite par actions dont le siège social est situé 374, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 444 071 989 ;
- 32.795 actions auprès du FCPI Partenariat & Innovation 2, fonds commun de placement dans l'innovation représenté par sa société de gestion Andera Partners, société en commandite par actions dont le siège social est situé 374, rue Saint-Honoré, 75001 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 444 071 989 ;
- 1.633.195 actions auprès du FPCI Auriga Ventures II, fonds professionnel de capital investissement représenté par sa société de gestion Auriga Partners, société anonyme dont le siège social est situé 14, boulevard de la Madeleine, 75008 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 419 156 351 ; et

---

<sup>13</sup> Sur la base du capital social de la Société connu à cette date composé de 23.606.277 actions représentant autant de droits de vote, le nombre de droits de vote étant en application du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

- 1.064.873 actions auprès de Mérieux Participations, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 3, rue Marcel Gabriel Rivière, 69002 Lyon, France, immatriculée registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 522 265 933.

L'Acquisition Hors Marché a été réalisée au même prix que l'Offre, soit 1,50 euro par action de la Société (pour un prix total de 16.262.113,50 euros). Le Contrat d'Acquisition ne prévoit pas de complément de prix.

Immédiatement avant la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
<b>Principaux investisseurs financiers</b>	<b>10 841 409</b>	<b>45,93%</b>	<b>10 841 409</b>	<b>45,93%</b>
<b>Bpifrance / Caisse des Dépôts</b>	<b>6 180 106</b>	<b>26,18%</b>	<b>6 180 106</b>	<b>26,18%</b>
<i>Bpifrance Participations</i>	2 773 221	11,75%	2 773 221	11,75%
<i>FPCI Innobio</i>	1 844 936	7,82%	1 844 936	7,82%
<i>FPCI Bioam</i>	605 660	2,57%	605 660	2,57%
<i>FPCI Bioam IBis Compartiment 1</i>	138 880	0,59%	138 880	0,59%
<i>FPS CDC PME Croissance</i>	817 409	3,46%	817 409	3,46%
<b>Andera Partners</b>	<b>1 963 235</b>	<b>8,32%</b>	<b>1 963 235</b>	<b>8,32%</b>
<i>FPCI BioDiscovery 3</i>	1 930 440	8,18%	1 930 440	8,18%
<i>FCPI Partenariat &amp; Innovation 2</i>	32 795	0,14%	32 795	0,14%
FPCI Auriga Ventures II	1 633 195	6,92%	1 633 195	6,92%
Mérieux Participations	1 064 873	4,51%	1 064 873	4,51%
<b>Autres</b>	<b>12 764 868</b>	<b>54,07%</b>	<b>12 764 868</b>	<b>54,07%</b>
Auto-détention	100 732	0,43%	100 732	0,43%
Oddo BHF Asset Management	1 150 000	4,87%	1 150 000	4,87%
W Capital Multi-Strategies	300 000	1,27%	300 000	1,27%
Omnes Capital	276 310	1,17%	276 310	1,17%
Autres**	10 937 826	46,33%	10 937 826	46,33%
<b>Total</b>	<b>23 606 277</b>	<b>100,00%</b>	<b>23 606 277</b>	<b>100,00%</b>

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

\*\* Compte non tenu des 1.270.485 actions susceptibles d'être émises au titre des Actions Gratuites, des Options et des BSPCE.

Aux termes du Contrat d'Acquisition, les Actionnaires Cédants ont pris un certain nombre d'engagements et, à ce titre, le conseil d'administration de SuperSonic Imagine a fait l'objet d'une recomposition avec (i) les démissions successives de Monsieur Guy Frija, Madame Danielle Guyot-Caparras, Bpifrance Investissement et Mérieux Participations de leurs mandats de membres du conseil d'administration, de Monsieur Maurizio Petitbon de son mandat de censeur et (ii) les cooptations successives de Monsieur Michelangelo Stefani, Madame Patricia Dolan et Monsieur Antoine Bara en remplacement de trois des quatre administrateurs démissionnaires.

La signature du Contrat d'Acquisition, le règlement livraison de l'Acquisition Hors Marché et la recomposition du conseil d'administration ont fait l'objet de communiqués de presse publiés respectivement en date des 1<sup>er</sup> et 2 août 2019.

Dans le cadre de la préparation de l'Acquisition Hors Marché et de l'Offre, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations sur la Société et ses filiales dans le cadre d'une procédure dite de « *Data Room* » (salle d'information). Il est précisé que les informations qui ont été communiquées par la Société l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de « *Data Room* » figurant dans le guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (AMF – DOC-2016-08). En dehors des informations rendues publiques par la Société avant l'Acquisition Hors Marché, l'Initiateur n'a pas, dans le cadre de la préparation de l'Acquisition Hors Marché ou de l'Offre, eu connaissance d'informations susceptibles de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n° 596/2016 du parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

Immédiatement à la suite de la réalisation de l'Acquisition Hors Marché, le capital social et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
<b>Initiateur</b>	<b>10 841 409</b>	<b>45,93%</b>	<b>10 841 409</b>	<b>45,93%</b>
<b>Autres</b>	<b>12 764 868</b>	<b>54,07%</b>	<b>12 764 868</b>	<b>54,07%</b>
Auto-détention	100 732	0,43%	100 732	0,43%
Oddo BHF Asset Management	1 150 000	4,87%	1 150 000	4,87%
W Capital Multi-Strategies	300 000	1,27%	300 000	1,27%
Omnes Capital	276 310	1,17%	276 310	1,17%
Autres**	10 937 826	46,33%	10 937 826	46,33%
<b>Total</b>	<b>23 606 277</b>	<b>100,00%</b>	<b>23 606 277</b>	<b>100,00%</b>

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

\*\* Compte non tenu des 1.270.485 actions susceptibles d'être émises au titre des Actions Gratuites, des Options et des BSPCE.

Le 21 août 2019, la Société a mis fin à son programme de financement par obligations simples et obligations convertibles avec bons de souscription d'actions avec Kreos conformément à un accord conclu le 1er août 2019.

### 1.2.2. Déclarations de franchissement de seuils

Préalablement à l'Acquisition Hors Marché, à la connaissance de la Société, ni l'Initiateur, ni l'une des sociétés appartenant au groupe de l'Initiateur ne détenait, directement ou indirectement, des actions de la Société.

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF et aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a déclaré, en date du 7 août 2019, à l'AMF et à la Société, qu'elle avait, du fait de l'Acquisition Hors Marché, franchi à la hausse le 1<sup>er</sup> août 2019 tous les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et 1/3 du capital et des droits de vote de la Société, et a déclaré ses intentions concernant la Société. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 7 août 2019 sous le numéro 219C1371.

Par ailleurs, et conformément à l'article 8.3 des statuts de la Société et aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a déclaré, en date 7 août 2019, à la Société, qu'elle avait, du fait de l'Acquisition Hors Marché, franchi à la hausse le 1<sup>er</sup> août 2019 tous les seuils de 3% compris entre 0% et 45,93% du capital et des droits de vote de la Société.

Au cours des douze mois précédant la date du projet de note en réponse, l'Initiateur et ses actionnaires de contrôle n'ont effectivement, à la connaissance de la Société, acquis aucune action de la Société, autres que celles acquises dans le cadre de l'Acquisition Hors Marché.



A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiqués et les déclarations d'opérations en période de pré-offre, à la date du projet de note en réponse, l'Initiateur détient directement 10.841.409 actions de la Société (représentant environ 45.92% du capital et des droits de vote théoriques de la Société).

L'Initiateur se réserve la faculté, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions de la Société, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

### 1.2.3. Titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur :

- la totalité des actions de la Société, soit un nombre total de 23.606.791 actions émises de la Société, à l'exclusion (i) des 10.841.409 actions déjà détenues par l'Initiateur, (ii) des 100.732 actions auto-détenues<sup>14</sup> par la Société que le conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre<sup>15</sup>, et (iii) des 60.000 actions détenues par le directeur général faisant l'objet d'une obligation de conservation du fait de sa fonction de mandataire social de la Société conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce et aux stipulations des plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société <sup>16</sup>,

soit un nombre total de 12.604.650 actions, représentant environ 53,39% du capital social et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 23.606.791 actions et droits de vote théoriques de la Société à la date du projet de note en réponse <sup>17</sup> ;

- les 114 970 actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini ci-dessous) à raison de l'exercice des 11.200 BSPCE, étant précisé que l'ensemble desdits BSPCE sont exerçables à la date du projet de note en réponse <sup>18</sup> ;
- les 517 115 actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des 503.753 Options<sup>19</sup>, étant précisé que l'ensemble desdites Options sont exerçables à la date du projet de note en réponse <sup>20</sup> ;

soit, à la connaissance de la Société, un nombre total de 13.236.735 Actions.

---

<sup>14</sup> Etant précisé que les 100.732 actions auto-détenues sont intégralement affectées à un contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont et suspendu à la demande de la Société jusqu'à nouvelle instruction.

<sup>15</sup> Décision du conseil d'administration de la Société en date du 29 août 2019.

<sup>16</sup> Conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 du code de commerce et en application des plans d'attribution d'actions gratuites en date du 31 mars 2017 (tel que modifié le 26 avril 2018) et du 26 avril 2018, les mandataires sociaux sont tenus de conserver jusqu'à la cessation de leurs fonctions, un nombre d'actions gratuites déterminé en fonction de la rémunération fixe annuelle du dirigeant concerné et de la moyenne des cours cotés des vingt séances de bourse précédant la date de cession envisagée. A la date du projet de note en réponse, la totalité des 60.000 actions gratuites octroyées au directeur général fait l'objet de cet engagement de conservation.

<sup>17</sup> le nombre de droits de vote étant en application du 2ème alinéa de l'article 223-11, I du règlement général de l'AMF, calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

<sup>18</sup> Il est néanmoins précisé que l'ensemble des actions à émettre sur exercice des BSPCE ont un prix de souscription de 8,619 euros par action (à savoir, supérieur au prix de l'Offre).

<sup>19</sup> Les Options donnent droit à la souscription d'un maximum de 517.115 actions de la Société (soit 411 426 actions au titre des plans en date du 4 octobre 2013 et 105 689 actions au titre du plan en date du 19 septembre 2014).

<sup>20</sup> Il est néanmoins précisé que les 105.689 actions à émettre sur exercice d'Options attribuées par la Société le 19 septembre 2014 ont un prix de souscription de 8,18 euros par action (à savoir, supérieur au prix de l'Offre), les 411 426 actions à émettre sur exercice d'Options attribuées par la Société le 4 octobre 2013 ayant un prix de souscription de 0,10 euro par action.

L'Offre ne porte pas sur :

- les 11.200 BSPCE, qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article 163 *bis* G du Code général des impôts ;
- les 503.753 Options, qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article L. 225-183 du Code de commerce ;
- les 638.400 Actions Gratuites, dont la période d'acquisition ne devrait pas expirer avant la clôture de l'Offre<sup>21</sup> ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus conformément aux dispositions légales ou réglementaires applicables et aux plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société .

Les bénéficiaires d'Options et/ou d'Actions Gratuites, ainsi que le directeur général en ce qui concerne ses actions attribuées gratuitement et acquises et qui demeurent soumises à une obligation de conservation, pourront bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité tel que mentionné ci-dessous.

#### Situation des titulaires d'Actions Gratuites, d'Options et de BSPCE

Il est par tout d'abord précisé que les bénéficiaires d'Options et/ou BSPCE désirant apporter à l'Offre les Actions auxquelles ces Options et/ou BSPCE donnent droit devront les avoir exercés suffisamment à l'avance pour que les Actions issues de l'exercice de ces Options et/ou BSPCE puissent être apportées à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre, ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte au plus tard le dernier jour de l'Offre Réouverte.

Il est par ailleurs indiqué que les 638.400 Actions Gratuites ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions sont en cours de période d'acquisition et ne seront pas émises avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

#### Mécanismes de liquidité

Après la publication des résultats de l'Offre par l'AMF et si celle-ci connaît une suite positive, l'Initiateur offrira (i) aux bénéficiaires des Actions Gratuites qui n'auront pu apporter celles-ci ainsi qu'au directeur général de la Société à raison de ses actions ne pouvant être apportées en application des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce et des stipulations plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société (ensemble les « **Actions Indisponibles** ») et (ii) aux titulaires des Options qui ne les auront pas exercées (ensemble les « **Bénéficiaires** ») le bénéfice d'un mécanisme de liquidité (le « **Contrat de Liquidité** ») aux termes duquel :

- l'Initiateur consentira aux Bénéficiaires une promesse d'achat de l'intégralité des Actions Indisponibles et des actions résultant de l'exercice des Options (la « **Promesse d'Achat** ») ; et
- les Bénéficiaires consentiront à l'Initiateur une promesse de vente de l'intégralité des Actions Indisponibles et des actions résultant de l'exercice des Options (la « **Promesse de Vente** »).

Le Contrat de Liquidité prévoira que la Promesse d'Achat et la Promesse de Vente pourront être exercées uniquement en cas de liquidité insuffisante des actions de la Société.

---

<sup>21</sup> Conformément aux termes et conditions des plans d'attribution, en cas de changement de contrôle de la Société avant la date de constatation des critères de performance des plans (à savoir la date d'acquisition définitive des Actions Gratuites), lesdits critères de performance n'auront plus vocation à s'appliquer si bien que la totalité des Actions Gratuites attribuées seront susceptibles d'être acquises à la date d'expiration de la période d'acquisition concernée (sous réserve néanmoins de la présence dans le groupe de chaque intéressé en ce qui le concerne).

L'insuffisance de liquidité sera constituée dans les cas suivants : (i) en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire ou d'une radiation des actions de la Société du marché réglementé Euronext Paris ou (ii) si le volume moyen d'actions échangé par jour au cours des 20 jours de négociation précédant la date à laquelle la Promesse d'Achat ou la Promesse de Vente sera exercée est inférieur à 0,1% du nombre total d'actions de la Société sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

En ce qui concerne les Actions Indisponibles :

- la Promesse d'Achat pourra être exercée sur tout ou partie des actions dans un délai de 60 jours de négociation à compter de la date de fin de la période d'indisponibilité des Actions Indisponibles ; et
- la Promesse de Vente pourra être exercée sur tout ou partie des actions dans un délai de 60 jours de négociation à compter de la date de fin de la période d'exercice de la Promesse d'Achat portant sur les Actions Indisponibles.

En ce qui concerne les Options :

- la Promesse d'Achat pourra être exercée sur tout ou partie des actions résultant de l'exercice des Options conformément aux termes du plan concerné au plus tard à la date d'expiration des Options concernées<sup>22</sup>; et
- la Promesse de Vente pourra être exercée sur tout ou partie des actions résultant de l'exercice des Options conformément aux termes du plan concerné (pour lesquelles la Promesse d'Achat n'aura pas été préalablement exercée) à tout moment à compter de la souscription ou de l'acquisition des actions résultant de l'exercice des Options et au plus tard à l'expiration d'un délai de 60 jours de négociation à compter de la date d'échéance des Options prévue au plan concerné.

Le prix d'exercice de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de Vente devra faire ressortir un multiple de revenus<sup>23</sup> cohérent avec celui induit par le Prix de l'Offre<sup>24</sup>. Le prix d'exercice de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de Vente sera déterminé sur cette base par les parties concernées, ou en cas de désaccord, à dire d'expert, conformément aux principes énoncés à la présente section 1.2.3.

A la date du Projet de Note d'Information, le prix d'exercice de la Promesse d'Achat ou de la Promesse de Vente serait ainsi égal au Prix de l'Offre.

Le Contrat de Liquidité pourra, le cas échéant, faire l'objet d'aménagements afin de le conformer aux contraintes légales, réglementaires ou d'autres natures applicables dans certaines juridictions.

Il est précisé que la garantie de l'Etablissement Présentateur ne couvrira pas les engagements de l'Initiateur aux termes du Contrat de Liquidité, lequel ne relève pas de l'Offre elle-même.

#### *1.2.4. Seuil de caducité de l'Offre*

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50 % (le « **Seuil de Caducité** »).

---

<sup>22</sup> Etant précisé que les Options attribuées par la Société le 4 octobre 2013 arriveront à échéance le 4 octobre 2023 et que les Options attribuées par la Société le 19 septembre 2014 arriveront à échéance le 19 septembre 2024.

<sup>23</sup> Rapport entre (i) la valeur d'entreprise de SuperSonic Imagine induite par le prix d'exercice de la Promesse d'Achat / Promesse de Vente concernée et (ii) les revenus consolidés de SuperSonic Imagine au titre du dernier exercice clos lors de l'exercice de la Promesse d'Achat / Promesse de Vente concernée.

<sup>24</sup> Rapport entre (i) la valeur d'entreprise de SuperSonic Imagine induite par le Prix de l'Offre et (ii) les revenus consolidés de SuperSonic Imagine au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2018.

Le seuil de caducité sera calculé de la manière suivante :

(a) au numérateur, seront incluses toutes les actions de la Société que détient seul ou de concert l'Initiateur au jour de la clôture de l'Offre (y compris, les actions auto-détenues par la Société, soit, à titre indicatif, un nombre de 100.732 actions à la date du projet de note en réponse), en considérant les actions apportées à l'Offre comme déjà détenues par l'Initiateur au jour de la clôture de l'Offre nonobstant la non-réalisation, à cette date, des opérations de règlement-livraison afférentes à l'Offre ;

(b) au dénominateur, seront incluses toutes les actions émises par la Société au jour de la clôture de l'Offre.

A la date du projet de note en réponse, le seuil de caducité correspond, à la détention par l'Initiateur (hors actions auto-détenues) de 11.702.664 actions ou droits de vote pour un nombre total d'actions existantes égal à 23.606.791.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue de l'Initiateur et des actionnaires de la Société avant la publication par l'AMF du résultat provisoire de l'Offre qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs détenteurs, en principe dans les trois jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

#### *1.2.5. Réouverture de l'Offre*

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, le Seuil de Caducité serait atteint, l'Offre serait automatiquement réouverte (l'« **Offre Réouverte** ») au plus tard dans les 10 jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte, qui durera, en principe, au moins 10 jours de négociation.

Les termes et conditions de l'Offre Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport des Actions à l'Offre Réouverte et la procédure de l'Offre Réouverte seront identiques à celles de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

#### *1.2.6. Accord relatif à l'Offre*

Le 1<sup>er</sup> août 2019, SuperSonic Imagine et l'Initiateur ont conclu un accord relatif à l'Offre (« **Tender Offer Agreement** ») prévoyant notamment :

- les conditions dans lesquelles l'Initiateur procéderait à l'Offre ;
- des engagements de la Société en matière de gouvernance ;
- des engagements de conduite des activités de la Société dans le cours normal des affaires ; et
- des déclarations et garanties limitées portant notamment sur l'absence d'information privilégiée ainsi que sur le montant de la dette nette de la Société.

C'est dans ce contexte que, le 30 août 2019, Rothschild Martin Maurel a déposé pour le compte de l'Initiateur un projet d'Offre portant sur les Actions conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

## 2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 29 août 2019, sur convocation faite conformément aux statuts, afin d'examiner l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

La moitié au moins des membres du conseil d'administration, tel que composé après son remaniement détaillé à la section 1.2.1 ci-dessus, étaient présents ou représentés, à savoir Monsieur Michael Brock (président du conseil d'administration, administrateur indépendant et membre du comité *ad hoc*), Madame Ghislaine Gueden (administrateur indépendant et membre du comité *ad hoc*) et Monsieur Michelangelo Stefani.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Michael Brock, en qualité de président du conseil d'administration.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration ont eu connaissance :

- du Projet de Note d'Information de l'Initiateur contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Rothschild Martin Maurel en sa qualité de présentateur de l'Offre,
- de l'avis du CSE,
- du rapport de l'Expert Indépendant, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix de 1,50 euro par action de la Société, notamment dans la perspective d'un retrait obligatoire,
- du projet de note en réponse de la Société, et
- du présent projet de communiqué de presse normé relatif au projet de note en réponse.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration présents ou représentés et prenant part au vote (à savoir l'ensemble des membres indépendants du conseil composant également le comité *ad hoc* du conseil chargé, notamment, de suivre les travaux de l'Expert Indépendant), étant précisé que Monsieur Michelangelo Stefani lié à l'Initiateur, n'a pas pris part aux discussions ni au vote de la délibération sur ce point :

*« Après en avoir délibéré, le Conseil, à l'unanimité des membres prenant part au vote (à savoir uniquement les membres indépendants) :*

*au vu des documents susvisés,*

***constate que :***

- *le prix proposé de 1,50 euro par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de 44,2% sur le cours de clôture au 20 juin 2019 (avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre) et d'une prime de 45,2% sur le cours de clôture moyen pondéré par les volumes quotidiens au cours des 60 jours de négociation courant jusqu'à l'annonce du projet d'Offre,*
- *le prix offert dans le cadre de l'Offre est identique au prix par action payé par Hologic pour acquérir le Bloc de Contrôle,*

- *l'Offre porte :*
  - *sur la totalité des actions de la Société, soit, à la connaissance de la Société, un nombre total de 23.606.791 actions, à l'exclusion (i) des 10.841.409 actions déjà détenues par Hologic, (ii) des 100.732 actions auto-détenues par la Société si le Conseil décide de ne pas les apporter à l'Offre et (iii) des 60.000 actions détenues par le directeur général faisant l'objet d'une obligation de conservation du fait de sa fonction de mandataire social de la Société conformément aux articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce et aux plans d'attribution d'actions gratuites arrêtés par la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total de 12.604.650 actions, représentant, à la connaissance de la Société, 53,39% du capital social et des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 23.606.791 actions et droits de vote théoriques de la Société,*
  - *sur (i) les 114.970 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre (ou de l'Offre réouverte, en cas de réouverture), à raison de l'exercice des 11.200 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise attribués par la Société et restant à exercer, et sur (ii) les 517.115 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre (ou de l'Offre réouverte, en cas de réouverture), à raison de l'exercice des 503.753 options de souscription d'actions attribuées par la Société le 4 octobre 2013 et le 19 septembre 2014 et restant à exercer,*
- *l'Offre ne vise pas (i) les 11.200 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article 163 bis G du Code général des impôts, (ii) les 503.753 options de souscription qui ne sont pas cessibles par leurs porteurs en application des dispositions de l'article L. 225-183 du Code de commerce et, (iii) sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables, les 638.400 droits à actions gratuites dont la période d'acquisition ne devrait pas expirer avant la clôture de l'Offre (ou de l'Offre réouverte, en cas de réouverture),*
- *Hologic n'a assorti son offre d'aucune condition (sans préjudice de la caducité de l'Offre si, à sa clôture, l'initiateur venait à ne pas détenir au moins 50% du capital ou des droits de vote de la Société),*
- *Hologic a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire conformément aux articles L. 433-4 du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF,*
- *les actionnaires bénéficiaires d'actions gratuites et/ou d'options de souscription d'actions, ainsi que le directeur général en ce qui concerne ses actions attribuées gratuitement et acquises et qui demeurent soumises à une obligation de conservation, pourront, sous certaines conditions, bénéficier d'une solution de liquidité dans la mesure où ces actions gratuites ne seront pas définitivement acquises ou cessibles avant la clôture de l'Offre, et une partie au moins de ces options ne seront vraisemblablement pas exercées durant la période d'ouverture de l'Offre dans la mesure où leur prix d'exercice est supérieur au prix de l'Offre,*
- *Hologic a indiqué (dans le cadre de ses intentions pour les 12 mois à venir) que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi,*
- *le projet d'acquisition permettra de combiner l'offre de produits de la Société avec celle d'Hologic afin d'offrir une gamme complète de produits en matière d'ultrasons,*

- les synergies entre ces deux groupes permettraient d'innover et de développer des solutions uniques et innovantes dans le domaine de la santé de la femme, ainsi que de nouveaux produits,
- l'objectif d'Hologic est de s'appuyer sur les équipes en place afin de poursuivre le développement de la Société,
- Hologic a indiqué (dans le cadre de ses intentions pour les 12 mois à venir) qu'il est aujourd'hui envisagé de conserver, à l'issue de l'opération envisagée, le site d'Aix-en-Provence et d'en faire le centre d'exploitation des activités du groupe dans le domaine des ultrasons,
- lors de sa réunion du 25 juillet 2019 le CSE a rendu un avis sur le projet d'Offre, et
- dans l'hypothèse où les titres non présentés par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, Hologic procèdera à un retrait obligatoire, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînerait la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext à Paris,

**confirme** avoir pu prendre pleine et entière connaissance de l'ensemble des documents remis par le Président,

**approuve** l'Offre aux conditions prévues dans les documents mentionnés ci-dessus,

**considère** que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et

**décide** en conséquence d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté.

Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que l'Offre représente, à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le Conseil, à l'unanimité des membres prenant part au vote (à savoir uniquement les membres indépendants) :

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

**décide** de ne pas apporter à l'Offre les 100.732 actions auto-détenues affectées au contrat de liquidité,

**donne** tous pouvoirs à la Directrice Générale à l'effet de finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre.»

### **3. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE**

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes au niveau de la Société immédiatement après l'annonce de la signature de la Lettre d'Offre par l'Initiateur, la Société et les Actionnaires Cédants en vue de l'Opération.

Dans ce contexte, le CSE a décidé de recourir à l'assistance d'un expert-comptable en désignant le cabinet Syndex dont un extrait du rapport est reproduit en Annexe 1 du projet de note en réponse.

Le CSE a émis son avis sur l'Offre le 25 juillet 2019. Cet avis est reproduit en Annexe 2 du projet de note en réponse.

#### **4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Il est précisé que (i) Mérieux Participations S.A.S., (ii) les FPCI Innobio, Bioam et Bioam 1Bis Compartiment 1 représentés par leur société de gestion Bpifrance Investissement, et (iii) Bpifrance Participations ont cédé l'intégralité de leurs participations à l'Initiateur aux termes du Contrat d'Acquisition. Il est rappelé en tant que de besoin que les administrateurs ne détiennent à ce jour aucune action de la Société.

#### **5. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES**

Le conseil d'administration de la Société a, lors de sa séance du 29 août 2019, décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société.

A la date du projet de note en réponse, la Société détient 100.732 de ses propres actions.

#### **6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, dont la désignation en qualité d'expert indépendant a été décidée par le conseil d'administration de la Société dans sa réunion du 20 juin 2019, a établi un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, établi le 28 août 2019, est reproduit ci-après.



**Expertise indépendante**  
dans le cadre du projet d'offre publique d'achat  
suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire,  
envisagé par Hologic sur les actions de  
SuperSonic Imagine SA

Août 2019

---

## **Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire, envisagé par Hologic sur les actions de SuperSonic Imagine SA**

*SuperSonic Imagine SA* (ci-après « **SSI** », la « **Société** », la « **Cible** ») est une société de technologie médicale (*Medtech*) créée en 2005 et spécialisée dans l'imagerie par ultrasons (échographie), qui conçoit, fabrique et commercialise une plateforme échographique à la technologie exclusive et innovante, baptisée *Aixplorer*. La Société, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 25 m€ en 2018, enregistre des pertes opérationnelles depuis sa création.

Introduite en bourse en avril 2014 et cotée depuis au compartiment C du marché réglementé d'*Euronext* à Paris, *SSI* n'avait pas d'actionnaire de contrôle et son capital était assez largement réparti puisque, avant l'opération, aucun actionnaire ne détenait plus de 25% du capital. A fin juillet 2019, les actionnaires représentés au conseil d'administration détenaient 30,82% des droits de vote et se répartissaient comme suit : *Bpifrance Participations* et les fonds gérés par *Bpifrance Investissement* et *CDC* (26,29% des droits de vote), *Mérieux Participations* (4,53%). A cette même date, le reste du capital était assez équitablement réparti entre investisseurs financiers (notamment *Andera Partners*, *Auriga Partners*, *Oddo*, *Omnes Capital*) et le public.

Le 20 juin 2019, *SSI* a annoncé avoir reçu une offre ferme sous conditions du groupe américain de technologie médicale coté au *Nasdaq*, *Hologic Inc.* (ci-après « **Hologic** », ensemble, avec ses filiales, le « **Groupe** »), en vue de l'acquisition de 100% de son capital (ci-après « **l'Opération** »). À la suite de l'acquisition, par *Hologic Hub*<sup>1</sup> (« **l'Initiateur** »), d'un bloc de contrôle représentant 45,93% du capital et 46,12%<sup>2</sup> des droits de vote de *SSI* auprès de cinq de ses principaux actionnaires<sup>3</sup> intervenue en date du 1<sup>er</sup> août 2019 pour un prix de 1,50 € par action, *Hologic Hub* est dans l'obligation d'initier, conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'*AMF*), une offre publique d'achat sur les actions de la Société (ci-après « **l'Offre** »), au même prix de 1,50 € par action (ci-après « **le Prix d'Offre** »), avec l'intention, dans le cas où les actionnaires de *SSI* n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de *SSI*, de procéder au retrait obligatoire de la Société.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires de la Société (les « **Actionnaires Minoritaires** »). Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de quatre des dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'*AMF* :

- (i) « *La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* » (alinéa I - 1°) ;

---

<sup>1</sup> Filiale indirecte à 100% de Hologic, Inc

<sup>2</sup> Hors actions auto-détenues

<sup>3</sup> A savoir, *BPI France* détenant 22,72% du capital au 31 juillet 2019, *CDC* (3,46%), *Andera Partners* (8,32%), *Auriga Partners* (6,92%) et *Mérieux Participations* (4,51%).

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

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

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *Rothschild Martin Maurel*, banque présentatrice de l'Offre (ci-après la « **Banque** »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'Offre pour les Actionnaires Minoritaires, dans le contexte de la présente offre et dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

---

# 1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

## 1.1. Présentation d'Accuracy

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

Forte d'une équipe de plus de 400 consultants (dont plus de 200 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

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

### Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis 24 mois

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
mars-18	CPCU	Engie, Ville de Paris	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Swiss Life Banque Privée
déc.-17	Havas	Vivendi	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Natixis, BNP Paribas

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

## 1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'Accuracy et Laura Surun, Directeur, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Ecole des Ponts ParisTech et chargé de cours au Groupe HEC.
- Laura Surun a une expérience de plus de dix ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a réalisé de nombreuses missions d'évaluation portant notamment sur des entreprises à forte composante technologique (*Thales, Dassault Systèmes*, etc.). Elle a également participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Laura Surun est diplômée d'HEC.
- Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère

---

équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du Groupe HEC, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe et Laura Surun ont été assistés par deux consultants expérimentés disposant d'une expérience de trois ans en conseil financier, ainsi que par deux consultants juniors.

Dans le cadre du contrôle qualité, Bruno Husson a été assisté par une manager, disposant de cinq ans d'expérience en évaluation et diplômée de l'ESSEC.

### **1.3. Déclaration d'indépendance**

*Accuracy* n'a réalisé aucune mission au cours des vingt-quatre derniers mois pour la Société ou pour l'Initiateur.

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé deux missions, relevant du domaine bancaire et services financiers, pour le compte du groupe *Caisse des Dépôts et Consignation*. Ces missions ont représenté moins de 1% de son chiffre d'affaires en France sur la période.

Sur la même période, *Accuracy* a réalisé six missions, relevant d'activités de *due diligence* ou du domaine bancaire et services financiers, pour le compte de *BPI France*. Ces missions ont représenté environ 0,3% de son chiffre d'affaires en France sur la période.

Sur la même période, *Accuracy* a réalisé deux missions, relevant d'activités de *due diligence*, pour le compte de *Andera Partners*. Ces missions ont représenté environ 0,1% de son chiffre d'affaires en France sur la période.

Les associés et directeur participant à la présente attestation d'équité n'ont participé à aucune des missions susmentionnées.

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

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

### **1.4. Rémunération**

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 75 000 euros hors taxes.

---

## 1.5. Diligences effectuées

### 1.5.1. Programme de travail

*Accuracy* a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération,
- entretiens avec des dirigeants opérationnels et financiers de *SuperSonic Imagine* (le « **Management** »),
- entretiens avec le management de *Hologic*,
- entretiens avec des représentants de la banque-conseil de la Société, *Lazard*,
- entretiens avec des représentants de la banque-conseil de l'Initiateur, *Rothschild & Co*,
- analyse de la performance financière historique de la Société à partir des rapports annuels de la période récente,
- analyse de la performance prévisionnelle de *SuperSonic Imagine* fondée sur les jeux de prévisions élaborés par le management de la Société,
- analyse de la vie boursière du titre *SuperSonic Imagine* sur la période récente,
- examen critique de la référence d'évaluation représentée par le cours boursier du titre *SuperSonic Imagine*,
- évaluation du titre *SuperSonic Imagine* selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et de la méthode des comparaisons boursières,
- dans le cadre de ces deux méthodes, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul du taux d'actualisation applicable,
- analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par la banque présentatrice de l'Offre *Rothschild Martin Maurel*, (la « Banque ») dans le cadre de l'Opération,
- rédaction du présent rapport d'expertise.

Le contrôle qualité a été réalisé par Bruno Husson, Associé honoraire d'*Accuracy*, qui n'a pas participé directement à la mission. Il a été assisté d'une manager expérimentée en évaluation.

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

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

### 1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 25 juin 2019, date de notre première réunion avec le Management et les conseils de la Société, au 28 août 2019, date de signature du présent rapport.

---

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

- Semaine du 24 juin au 30 juin 2019 :
  - o réunion de présentation de l'Opération avec le Management et les conseils de la Société,
- Semaine du 1<sup>er</sup> juillet au 7 juillet 2019 :
  - o réunion avec le Management sur la présentation de l'activité et les perspectives de développement de la Société,
  - o réunion avec le Management sur la présentation et la revue du plan d'affaires de la Société,
  - o réunion avec l'Initiateur sur les effets attendus de l'acquisition de SSI,
- Semaine du 8 juillet au 14 juillet 2019 :
  - o échanges avec les banques-conseils de la Société et de l'Initiateur,
- Semaine du 15 juillet au 21 juillet 2019 :
  - o réunion téléphonique avec le Management sur les réalisations historiques et demande de compléments d'information sur les comptes et plan d'affaires de la Société,
  - o réunion téléphonique avec la Banque,
- Semaine du 22 juillet au 28 juillet 2019 :
  - o réunion téléphonique avec le Management sur les comptes semestriels au 30 juin 2019 et les perspectives de l'activité sur le deuxième semestre 2019.
  - o revue des accords connexes, en particulier les actes de renonciation des BSA.
- Semaine du 29 juillet au 4 août 2019 :
  - o communication d'une lettre sur l'avancement des travaux au Conseil d'Administration de la Société,
  - o participation au Conseil d'Administration de la Société du 31 juillet 2019,
  - o revue de l'accord conclu avec *Kreos Capital*
- Semaines du 5 août au 25 août 2019 :
  - o réalisation du contrôle qualité sur les travaux effectués (revue du modèle DCF, relecture critique du rapport)
- Semaine du 26 août au 28 août 2019 :
  - o présentation des résultats des travaux d'évaluation effectués ;
  - o remise de l'attestation d'équité qui sera présentée au Conseil d'administration du 29 août 2019.

### **1.5.3. Informations utilisées**

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

- comptes consolidés de la Société, dont les derniers datent du 30 juin 2019 ;
- jeu de prévisions comprenant un compte de résultat, un bilan et un tableau de flux, élaboré par le management de la Société et couvrant la période 2019-2021 ;
- reporting consolidé analytique préparé par le Management sur la période 2014-2018, comprenant des comptes de résultat, bilans et tableau de flux mensuels ;
- certaines informations financières complémentaires présentant un niveau de détail supérieur à celui des annexes aux comptes consolidés publics pour certains postes de bilan, dont le montant des déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2018 ;
- état détaillé des instruments dilutifs en circulation au 30 juin 2019, au 31 juillet 2019 et au 26 août 2019,
- état détaillé de l'actionariat et des droits de vote au 30 juin 2019, au 31 juillet 2019 et au 26 août 2019,
- procès-verbaux récents du Conseil d'Administration de la Société,
- contrat de vente d'actions (« *Shares Sales Agreement* »), portant sur un bloc d'actions représentant 45,93% du capital de SSI, conclu par cinq actionnaires de SSI et l'Initiateur en date du 1<sup>er</sup> août 2019 ;

- 
- accord sur l'offre publique d'achat (« *Tender Offer Agreement* ») signé par SSI et l'Initiateur en date du 1<sup>er</sup> août 2019 ;
  - accord mettant fin à l'emprunt obligataire contracté par SSI auprès de *Kreos Capital* (« *Termination Agreement* »), en date du 1<sup>er</sup> août 2019 ;
  - actes de renonciation de BSA conclus avec les porteurs de ces instruments ;
  - contrat de prêt de type « *revolving* » conclu le 14 août 2019 entre l'Initiateur et SSI ;
  - projet de note d'information, en date du 28 août 2019 ;
  - projet de note en réponse, en date du 28 août 2019 ;
  - rapport d'évaluation élaboré par la Banque.

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

- rapports annuels et semestriels de la Société,
- présentations des résultats de la Société faites par les dirigeants à l'occasion des publications annuelles,
- présentations aux investisseurs,
- rapports annuels des sociétés comparables,
- informations de marché diffusées par les bases de données financières, *Capital IQ* et *Mergermarket*.

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

- Michèle Lesieur, Directrice générale, *SuperSonic Imagine*
- Elisabeth Winter, Directrice financière, *SuperSonic Imagine*
- Frédéric Rothenburger, banque conseil de la Société, *Lazard*
- Aymeric Estève, banque conseil de la Société, *Lazard*
- Dimitri Alexopoulos, banque conseil de la Société, *Lazard*
- Arnaud Saint-Clair, banque conseil de l'Initiateur, *Rothschild & Co*
- Nicolas Aftimos, banque conseil de l'Initiateur, *Rothschild & Co*
- Renaud Bonnet, avocat conseil de la Société, cabinet *Jones Day*
- Florent Le Prado, avocat conseil de la Société, cabinet *Jones Day*
- John LaViola, VP, Global Business Development, *Hologic*
- Matthew J Nicolella, VP, Corporate Business Development, *Hologic*
- Elias Tsepouridis, VP, Finance & Accounting, *Hologic*
- Michael Carenzo, VP and Assistant General Counsel, *Hologic*

#### **1.5.5. Limites de nos travaux**

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

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

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

Dans le cadre de notre mission, nous avons obtenu de la part de la Société et de l'Initiateur deux lettres d'affirmation.



---

## 2. Contexte de l'opération

### 2.1. Présentation de la Société

#### 2.1.1. Caractéristiques opérationnelles de SSI

**Un acteur innovant qui occupe une position d'*outsider* sur un marché de l'échographie dominé par les grands acteurs**

Fondé en 2005 à Aix-en-Provence, *SuperSonic Imagine* développe et commercialise une plateforme échographique baptisée *Aixplorer* qui se distingue des appareils échographiques traditionnels par un certain nombre de caractéristiques innovantes et exclusives, permises par son architecture entièrement logicielle (plus flexible que l'architecture traditionnelle à base de cartes électroniques) :

- capacité d'acquérir les données échographiques à très haute cadence, à plus de 20 000 images par seconde, contre 500 pour un échographe traditionnel,
- génération d'une image de bien meilleure qualité, permettant d'améliorer les diagnostics,
- utilisation d'un nouveau type d'ondes, les ondes de cisaillement, qui permet grâce à la technologie unique dont dispose la Société, baptisée *Elastographie Shear Wave*, de quantifier la dureté des tissus en temps réel et de manière non invasive et indépendante du savoir-faire utilisateur, sachant que cette mesure joue un rôle clé dans le diagnostic de nombreuses pathologies, dont le cancer.

Le marché des équipements échographiques, d'un montant estimé à 6,3 mds\$ en 2018<sup>4</sup>, est un marché en croissance (+2,8% de croissance annuelle attendue sur les trois prochaines années) et concentré sur trois zones géographiques principales (l'Europe, les Etats-Unis et la Chine), qui représentent plus des deux tiers du marché.

Suite à l'obtention des autorisations administratives nécessaires, *SuperSonic Imagine* commercialise sa plateforme *Aixplorer* depuis 2009 en Europe et aux Etats-Unis et, depuis mi-2010, en Chine. Ces trois zones géographiques représentent aujourd'hui plus de 90% de son chiffre d'affaires.

Avec près de 25 m€ de chiffre d'affaires réalisés en 2018, soit une part de marché d'environ 0,44%, la Société fait figure d'*outsider* sur le marché de l'imagerie médicale ultrasonore qui est dominé par quelques acteurs de grande taille, filiales de conglomérats ou multinationales. Ainsi, *General Electric Health*, *Philips Healthcare*, *Canon Medical System*, *Hitachi Aloka Medical* et *Siemens Healthineers* détiennent ensemble plus de 76% du marché<sup>5</sup>.

Si les applications cliniques de l'échographie couvrent de nombreuses spécialités médicales, certaines étant qualifiées de « traditionnelles » telles que la cardiologie, la gynécologie ou la radiologie (soit les deux tiers du marché), la plateforme *Aixplorer* de SSI adresse principalement les applications cliniques dites « non-traditionnelles », et plus précisément le marché du sein et du foie. Si on limite le marché adressable par SSI au seul marché des applications non traditionnelles, soit 1,5 mds\$ environ en 2018 (ou à celui, encore plus restreint, de l'imagerie du sein et de la gastro-entérologie, soit 208 m\$ environ en 2018), la part de marché de la Société peut être estimée à 1,9% (ou 13,4%).

Si l'on considère une autre segmentation du marché, fondée cette fois-ci sur le prix de vente unitaire des appareils échographiques, SSI se positionnait jusqu'à présent, en raison du prix de vente élevé de sa plateforme (supérieur à 120 000 \$), sur le seul segment *Premium* du marché (soit 20% environ du marché total). Fin 2018, SSI a débuté la commercialisation d'une nouvelle génération de

---

<sup>4</sup> Voir Document de Référence 2018, page 60.

<sup>5</sup> *Idem* note 3.

---

plateforme *Aixplorer*, baptisée « *Mach 30* », dont la plus grande modularité et le coût de production plus faible devraient permettre d'adresser davantage d'applications cliniques et un segment de marché *de facto* plus large, à savoir les segments Premium et Haut de gamme (prix de vente supérieur à 60 000 \$), qui représentent au total environ 45% du marché global.

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

Depuis 2013, *SSI* sous-traite intégralement la production de sa plateforme *Aixplorer* au groupe *Plexus*, l'un des *leaders* mondiaux dans l'assemblage de dispositifs médicaux. La Société se concentre donc sur la conception et la commercialisation de son produit, mais son activité n'en demeure pas moins capitalistique.

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

- amélioration permanente de la gamme de produits commercialisés, avec le développement de nouvelles sondes ou de logiciels applicatifs, qui vise à élargir le marché cible de la Société,
- développement de la prochaine génération d'échographes, sachant que la durée de vie d'une génération est d'environ dix ans et que la phase de développement s'étale généralement sur quatre à cinq années.

Ainsi, sur la période 2014-2018 qui correspond à la période de développement de la nouvelle plateforme *Aixplorer Mach 30*, *SSI* a engagé un montant cumulé de 34 m€ de dépenses en R&D<sup>6</sup>, représentant près de 30% du chiffre d'affaires enregistré sur la même période. Le poids des dépenses en R&D est cependant allégé par le mécanisme du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) et par les subventions ponctuelles dont bénéficie la Société (10,3 m€ de CIR et 1,9 m€ de subventions perçus sur la période 2014-2018, soit 35% des dépenses en R&D totales).

L'activité de la Société nécessite en outre un investissement important en moyens marketing et commerciaux, comme en témoigne le montant annuel des coûts afférents sur la période 2014-2018 (environ 11-12 m€ par an, soit près de 50% du chiffre d'affaires annuel moyen). Cela tient d'abord à la nature même du produit commercialisé par la Société : comme tout dispositif médical, le bénéfice et la valeur ajoutée par rapport aux produits existants doivent être attestés par des études cliniques régulières dont le coût est supporté par la Société. Cela tient également au modèle de distribution privilégié par la Société, à savoir une distribution en direct auprès des médecins, hôpitaux, centres de radiologie, etc., grâce à une force de vente salariée, et non via des distributeurs spécialisés. Ce modèle de distribution directe a été adopté prioritairement par la Société sur ses trois principaux marchés :

- en France (13% du CA 2018), dès le début de la commercialisation d'*Aixplorer* en 2009,
- aux Etats-Unis (13%), où c'est depuis 2015 le modèle de distribution prépondérant sur les applications autres que le foie<sup>7</sup>,
- en Chine (40%), où c'est également le modèle de distribution prépondérant depuis la création, en 2016, d'une filiale locale abritant une force de vente chargée de répondre aux appels d'offres gouvernementaux.

---

<sup>6</sup> Dépenses totales engagées hors dotation aux amortissements des immobilisations dédiées à la R&D et avant imputation du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) et des subventions.

<sup>7</sup> Courant 2015, *SSI* a mis fin à son accord de distribution exclusive avec le groupe *Hologic* sur le marché du sein et a conclu début 2016 un accord de distribution exclusive auprès des gastroentérologues et des hépatologues avec la société *Sandhill Scientific*.

---

Sur les autres zones géographiques (reste de la zone EMEA et Asie Pacifique), *SSI* a adopté une approche de distribution indirecte, via des partenariats avec des distributeurs spécialisés locaux.

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

### **2.1.2. Performance financière historique et prévisionnelle**

#### **Une performance décevante depuis l'introduction en bourse**

Lors de son introduction en bourse début 2014, *SSI* affichait des objectifs particulièrement ambitieux en termes de croissance sur les années à venir : alors qu'elle venait de réaliser un chiffre d'affaires d'à peine 17 m€ en 2013, elle entendait « *conquérir environ 7% du marché mondial de l'imagerie par ultrasons à l'horizon 10 ans (marché qui s'élevait à 5,8 milliards de USD en 2012 et qui devrait connaître une croissance annuelle moyenne de 5% jusqu'à 2017)*<sup>8</sup> », c'est-à-dire atteindre un chiffre d'affaires dépassant les 500 m€ à l'horizon 2023.

Le décollage du chiffre d'affaires annoncé alors n'a pas eu lieu : après une progression de 16,5% en 2014, le rythme de la croissance s'est brusquement ralenti sur la période 2015-2017 avec un taux annuel moyen de 7,8%, le chiffre d'affaires de *SSI* ayant même légèrement reculé en 2018 (-1,6%) pour s'établir à 24,3 m€. Si le développement des ventes en Chine – marché où la technologie de *SSI* est particulièrement adaptée aux caractéristiques physiologiques de la population locale – a été le principal levier de la croissance sur les cinq dernières années, la Société a rencontré des difficultés sur les marchés américain et européen, pour différentes raisons. S'agissant des Etats-Unis, où les ventes de *SSI* n'ont cessé de décroître depuis 2015, la difficulté tient principalement au choix de la Société de privilégier une distribution directe et au dimensionnement aujourd'hui insuffisant de sa force de vente par rapport à la taille du marché (en raison de ressources financières limitées). S'agissant de l'Europe et notamment de la France (50% des ventes sur la zone), le marché est caractérisé par une forte pression sur les prix et par une croissance plus modeste que celle enregistrée par les marchés américain et chinois. Cela étant dit, le recul significatif du chiffre d'affaires enregistré en Europe, notamment en 2018 (-16,1%), est surtout la conséquence du retard de quelques mois dans la mise sur le marché de l'*Aixplorer Mach 30*, les clients ayant préféré repousser leurs commandes afin de bénéficier de la nouvelle génération de plateforme.

Conséquence d'un niveau de chiffre d'affaires insuffisant pour absorber des investissements commerciaux et en R&D importants, *SSI* enregistre des pertes opérationnelles depuis sa création. Ainsi sur les cinq dernières années, l'EBIT courant<sup>9</sup> de la Société a été relativement stable aux alentours de -9,8 m€ chaque année (à l'exception de 2015 où il s'est établi à -12,3 m€).

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

- (i) La Société intègre le CIR dans sa marge opérationnelle. Ce produit non taxable dont le montant annuel s'élève à 2,0 m€ environ relève d'un dispositif d'incitation fiscale exclusivement français dont la pérennité à long terme n'est pas assurée.
- (ii) La Société immobilise une fraction significative de ses dépenses annuelles en R&D, ce qui a plusieurs conséquences. Tout d'abord, cela rend plus difficile la comparabilité des niveaux de marge d'une année sur l'autre étant donné que la fraction des dépenses en R&D qui sont immobilisées varie chaque année, parfois dans des proportions significatives (par exemple 67% des dépenses en 2017 et 58% en 2018). Cela complique également la comparabilité des taux de marge enregistrés ou visés à terme par la Société avec ceux d'autres sociétés du secteur qui n'ont pas nécessairement les

---

<sup>8</sup> Voir page 175 du Document de Base de *SSI* publié le 6 mars 2014.

<sup>9</sup> Avant charges et produits opérationnels non courants.

---

mêmes pratiques sur ce sujet (*cf. infra* – section 4.4.1.). Enfin, cela signifie que l'EBITDA tel qu'il est communiqué par la Société ne peut constituer une approximation satisfaisante du flux de trésorerie généré par son activité.

Ainsi, si la Société affiche près de 40,0 m€ de pertes cumulées en EBITDA sur la période 2014-2018, son activité a consommé près de 70,0 m€ de trésorerie sur la même période, la différence venant principalement (i) des dépenses en R&D capitalisées (26,3 m€ au total sur les cinq ans), mais également (ii) d'autres investissements récurrents et nécessaires à l'activité (achat de matériel technique, achat de licences et de brevets) pour un montant annuel moyen de l'ordre de 2,0 m€, et dans une moindre mesure (iii) du niveau de BFR structurellement élevé (BFR moyen annuel aux environs de 38% du chiffre d'affaires sur la période 2014-2018) en raison des stocks de produits finis importants que la Société doit porter.

### **Le financement : un enjeu vital pour la Société**

Conséquence d'une exploitation historiquement déficitaire et donc consommatrice de trésorerie, la recherche de financements constitue une problématique clé pour SSI, qui s'avère d'autant moins facile à traiter que l'activité a un profil de risque élevé et que la structure actionnariale est éclatée, sans actionnaire de contrôle.

Trois ans après avoir levé 54,8 m€ lors de son introduction en bourse (2014), SSI s'est trouvée dès 2017 dans l'obligation de trouver de nouvelles sources de financement. Elle a ainsi procédé en juin 2017 à une nouvelle augmentation de capital de 11,5 m€. Elle a également souscrit un emprunt obligataire auprès du fonds *Kreos Capital* (« *Kreos* »), spécialisé dans les *venture loans*, pour une première tranche de 6,0 m€ en mars 2017, puis une deuxième tranche de 6,0 m€ en décembre 2017, et enfin pour une troisième tranche de 6,0 m€ en décembre 2018, cette dernière tranche étant composée d'obligations simples (pour 4,8 m€) et d'obligations convertibles en actions et à bons de souscription d'action ou « OCABSA » (pour 1,2 m€). Cet emprunt, au coût élevé (coupon annuel de 10,75%, mais taux de rendement à l'émission compris entre 14% et 18% du fait des modalités de remboursement) et amortissable sur 3,5 ans (chaque tranche devant être remboursée en 42 échéances mensuelles), ne constitue pas une source de financement pérenne pour la Société. Dans l'impossibilité de lever de la dette bancaire, SSI a également eu recours à des emprunts et des avances remboursables auprès de *BPI France* (6,3 m€ au 30 juin 2019), à un mécanisme de préfinancement du CIR (3,2 m€ au 30 juin 2019) ainsi qu'à de l'affacturage de créances clients selon un montage non déconsolidant (3,0 m€ au 30 juin 2019).

Au final, après avoir été en situation de trésorerie nette positive sur la période 2014-2017, la Société affiche au bilan arrêté au 30 juin 2019 un endettement financier net de 24,0 m€, extériorisant ainsi un levier financier en valeur de marché significatif, proche de 1,0 si on le rapporte à la capitalisation boursière à la veille de l'annonce de l'Opération<sup>10</sup>.

Plus préoccupant, le montant de trésorerie disponible de la Société s'est considérablement réduit ces dernières années et ne s'élève plus qu'à 3,0 m€ au 30 juin 2019. SSI ne disposant pas de réserves ou d'engagement de financement additionnels de la part de ses créanciers actuels<sup>11</sup>, la Société risquait avant l'Opération de ne pas être en mesure de faire face à ses échéances de dette sur les mois à venir (échéances de remboursement mensuelles et intérêts de l'emprunt de *Kreos*, décaissement de 5,0 m€ pour solder le litige avec *Verasonics*). Sans nouvelle injection de fonds d'ici au 30 septembre 2019, la continuité d'exploitation de la Société ne pourrait pas être assurée, comme l'indique explicitement la Société dans son rapport financier semestriel au 30 juin 2019<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> Environ 25 m€ au 20 juin 2019.

<sup>11</sup> Il était prévu pour l'emprunt *Kreos* une quatrième tranche de 6,0 m€, réalisable au 30 septembre 2019 sous conditions de performance financière et de financements complémentaires, conditions non remplies à date.

<sup>12</sup> *cf.* page 32 de ce rapport. A cet égard, il est précisé que suite à l'acquisition du bloc de contrôle par l'Initiateur le 1<sup>er</sup> août dernier, SSI a conclu avec son nouvel actionnaire contrôlant une convention d'avance en compte courant, effective à partir du 14 août 2019.

---

## Un plan d'affaires qui reflète un scénario optimiste

Nous avons eu accès au plan d'affaires à trois ans (2019-2021) qui a été préparé par le management de *SSI* en novembre 2018 selon le processus de prévisions habituel au sein de la Société (ci-après le « **Plan d'Affaires** »).

Le Plan d'Affaires prévoit une croissance très soutenue sur les prochaines années avec un doublement du chiffre d'affaires à l'horizon 2021. Outre la dynamique de croissance propre au marché de l'échographie dans son ensemble (2,8% de croissance annuelle prévue entre 2018 et 2021), la Société espère gagner des parts de marché grâce à sa nouvelle plateforme *Aixplorer Mach 30*, qui a davantage de fonctionnalités et est en même temps plus modulable (ce qui permet de flexibiliser le prix de vente), étant précisé que la commercialisation de cette plateforme a débuté fin 2018 en Europe et aux Etats-Unis et débutera début 2021 en Chine.

Le Plan d'Affaires anticipe en outre une forte et rapide amélioration de la marge : la marge d'EBITDA visée en fin de plan se situe autour de 15,5%, avec un premier objectif qui est d'atteindre l'équilibre en 2019. Si l'on réintègre à l'EBITDA tel que communiqué par le Management les dépenses en R&D capitalisées (« **EBITDA ajusté** »), la marge d'EBITDA ajusté devrait atteindre plus de 9,0% d'ici trois ans. Cette forte progression est le résultat de la combinaison de plusieurs effets :

- une progression de l'ordre de 10 pts du taux de marge brute, la nouvelle génération de plateforme étant moins coûteuse à produire que l'ancienne,
- une relative stabilité des dépenses en R&D par rapport à 2018, étant donné que le développement de la prochaine génération de plateforme ne devrait pas débuter avant quatre à cinq ans,
- la pérennisation supposée du CIR, pour un montant annuel de l'ordre de 2,0 m€, en ligne avec les montants perçus en moyenne sur les cinq dernières années,
- une meilleure absorption des coûts fixes, conséquence de la forte hausse du volume d'activité.

Pour autant, l'activité devrait encore être fortement consommatrice de trésorerie sur les deux prochains exercices, compte tenu notamment d'un niveau de BFR structurellement élevé (quoiqu'attendu en baisse) et d'un niveau d'investissements (autres que les dépenses en R&D capitalisées) en ligne avec le montant moyen observé sur les cinq dernières années (autour de 1,9 m€ par an).

Le 30 juillet dernier, *SSI* a publié des résultats sur le S1 2019 qui montrent une performance commerciale en demi-teinte : si le chiffre d'affaires progresse de 6,2% par rapport au S1 2018, les ventes de produits ont enregistré un net repli (-9%) sur le second trimestre 2019, remettant en cause l'objectif d'un EBITDA à l'équilibre en 2019. Ce repli provient de reports de commandes, liés pour partie à la frilosité de certains distributeurs qui ont pris connaissance du projet de rachat de *SSI* par *Hologic* et qui ne travaillent pas avec ce dernier. D'après le Management, ce phénomène est temporaire et, s'il impactera probablement la performance en 2019, il ne remet pas en cause selon lui les objectifs à plus long terme inscrits dans le Plan d'Affaires.

Au final, vu l'historique récent de la Société et les derniers résultats publiés, les objectifs du Plan d'Affaires nous semblent particulièrement ambitieux, tant en termes de volume d'activité que de marge. Cette vision est confirmée par des éléments de prévision qui ont été communiqués par l'Initiateur au cabinet de conseil mandaté par le Comité d'Entreprise dans le contexte de l'Offre. Ces prévisions rudimentaires, qui ne constituent pas un plan d'affaires en tant que tel, présentent la vision de l'Initiateur sur la performance de la Société au cours des prochaines années, prévisions qui se situent en deçà de celles élaborées par le Management. De plus, le Plan d'Affaires s'inscrit dans la perspective d'une continuité d'exploitation et suppose donc que la Société sera en mesure de financer sa croissance future, ce qui est loin d'être assuré aujourd'hui au vu des difficultés de financement évoquées plus haut.

## 2.2. Vie boursière de SSI

### 2.2.1. Structure de l'actionariat et liquidité du titre

Depuis le 9 avril 2014, la Société est cotée sur le compartiment C de la bourse *Euronext Paris*. *SuperSonic Imagine* fait partie des indices CAC Small et SBF 250. Le 20 juin 2019, jour de l'annonce de l'Opération, la capitalisation boursière s'élevait à 25 m€, ce qui range la Société dans la catégorie des petites valeurs (*small caps*).

Avant l'opération, le capital de SSI était réparti entre plusieurs fonds d'investissement, certains présents au capital depuis 2005, sans qu'aucun d'eux ne détienne à lui seul le contrôle. Au 31 juillet 2019, les principaux investisseurs financiers, qui se sont engagés à céder leurs actions dans le cadre de l'Offre, détenaient ensemble 45,93% du capital de la Société : Bpifrance Participations et les fonds gérés par *Bpifrance Investissement* et *CDC* détenaient conjointement 26,18%, ceux gérés par *Andera Partners* 8,32%, le *FPCI Auriga Ventures II* géré par *Auriga Partners* 6,92%, et enfin *Mérieux Participations* 4,51%. Au 31 juillet 2019, d'autres investisseurs financiers (*Oddo, Omnes Capital*) détenaient des blocs d'actions compris entre 1,0% et 5,0% du capital de SSI. Au total, le flottant effectif de la Société représentait environ 46% des actions en circulation, soit 11,3 m€ environ à la date d'annonce de l'Opération (le management et les salariés détenant moins de 2% du capital).

Le volume échangé est égal à 158% du flottant sur les douze derniers mois avant annonce de l'Opération. Il reste néanmoins que le volume d'échanges quotidien ne représente en moyenne guère plus de 120 k€. A l'évidence, de tels volumes ne permettent pas aux actionnaires minoritaires significatifs de réaliser leur investissement sans perturber le marché du titre.

#### SSI - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen (en €)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé		
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant
Au 20 juin 2019	1,04	7 540	0,0 %	7 540	0,0 %	0,1 %
Dernière semaine	1,06	19 898	0,1 %	99 490	0,4 %	0,9 %
Dernier mois	1,13	35 056	0,1 %	806 280	3,4 %	7,4 %
3 derniers mois	1,03	56 326	0,2 %	3 548 510	15,1 %	32,7 %
6 derniers mois	1,08	42 296	0,2 %	5 244 760	22,3 %	48,4 %
12 derniers mois	1,74	66 932	0,3 %	17 067 660	72,4 %	157,5 %

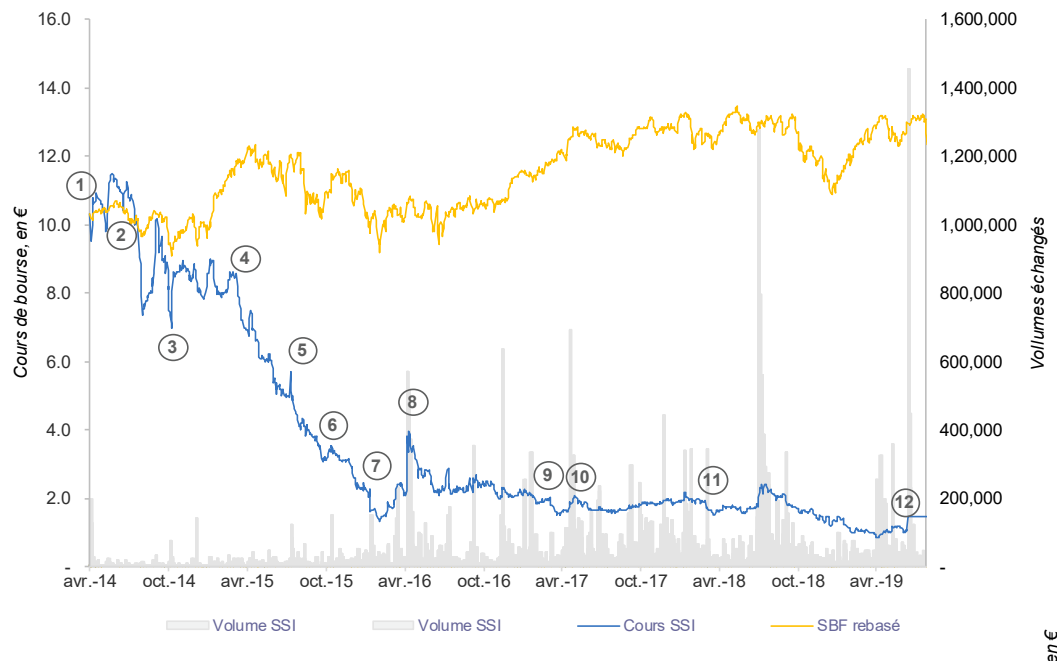
Source : Capital IQ, Structure de l'actionariat fourni par la Société au 24/07/2019

### 2.2.2. Evolution historique du cours

Introduit en bourse en avril 2014 au prix de 11,70 €, le titre *SuperSonic Imagine* a vu son cours divisé par plus de dix en l'espace d'à peine deux ans : mi-février 2016, il cotait en effet 1,31 €.

Fin 2013, dans la perspective de son introduction en bourse, la Société affichait des objectifs très ambitieux de gains de parts de marché qui supposaient un taux de croissance du chiffre d'affaires de l'ordre de 40% à 50% par an pendant une dizaine d'années. Cependant, la première publication de résultats suivant l'introduction (résultats du S1 2014 publiés en juillet 2014, montrant une augmentation de 34% du CA) a brutalement douché les attentes du marché, comme attesté par le recul de près de 30% enregistré par le titre dans les dix jours suivant cette publication. Après huit mois de mouvements en dent de scie, le titre a finalement entamé à la mi-mars 2015, suite à la publication des résultats annuels 2014, une descente qui a duré presque un an, le cours passant de 8,57 € le 16 mars 2015 à 1,31 € le 11 février 2016.

## Supersonic Imagine - Cours de bourse depuis 2014



### Légende du graphique

- (1) 9 avril 2014 : introduction en bourse au prix de 11,70 € et levée de 55 m€
- (2) 23 juillet 2014 : annonce du chiffre d'affaires pour le S1 2014 (en hausse de 34%), le cours enchaîne plus de 10 jours de baisse consécutifs et cède près de 30%
- (3) 16 octobre 2014 : annonce du chiffre d'affaires au 30/09/2014 (en hausse de 29%), le cours progresse de 23% dans les trois jours qui suivent
- (4) 16 mars 2015 : annonce des résultats pour l'année 2014 (chiffre d'affaires en hausse de 17%)
- (5) 21 juillet 2015 : annonce du chiffre d'affaires du S1 2015 (en hausse de 2%)
- (6) 20 octobre 2015 : annonce du chiffre d'affaires au 30/09/2015 (en hausse de 8% ; +17% sur le T3)
- (7) 19 janvier 2016 : annonce du chiffre d'affaires sur l'année 2015 (en hausse de 2%), le cours perd 28% le 21 janvier
- (8) 14 & 15 avril 2016 : le cours gagne 70,5% en l'espace de deux séances quelques jours avant l'annonce du chiffre d'affaires réalisé au T1 2016
- (9) 1<sup>er</sup> mars 2017 : annonce de la souscription de la première tranche de l'emprunt *Kreos*
- (10) 17 mai 2017 : annonce d'un projet d'augmentation de capital de 11,5 m€
- (11) 9 mars 2018 : annonce du litige avec *Verasonics* pour violation de brevets
- (12) 20 juin 2019 : annonce du projet de rachat de la Société par *Hologic*

Si cette baisse s'explique en premier lieu par la performance commerciale décevante de la Société, l'instabilité managériale qu'a connue *SSI* sur la période a également pesé sur le cours. En effet, entre mars 2015 et novembre 2016, quatre présidents du Directoire, deux directeurs financiers se sont succédés.

Par ailleurs, *SSI* communiquant peu au marché (ce qui n'a rien d'étonnant pour une société de cette taille) et n'étant pas suivie par les analystes financiers, le titre est régulièrement impacté par des phénomènes de « pari à la hausse » les jours qui précèdent la publication de résultats et/ou a tendance à sur-réagir à certaines annonces. A titre d'exemple, on peut citer le 20 juillet 2015, date à laquelle le cours prend 14,5% en une séance et reperd l'intégralité de cette hausse au cours des deux jours suivants, après la publication du chiffre d'affaires du S1 2015 ; ou le 21 janvier 2016, soit deux jours après la publication du chiffre d'affaires 2015, date à laquelle le cours chute de 28,2% en une seule séance ; ou encore les 14 avril 2016, date à laquelle le cours progresse de 70,5% en deux jours avant de chuter de nouveau après le 19 avril 2016, date de publication du chiffre d'affaires sur le T1 2016.

Après cette période baissière de près de deux ans, le cours de *SSI* s'est stabilisé autour de 2,0 € pendant plus de 18 mois (entre fin juillet 2016 et début mars 2018). Le marché avait alors

---

complètement intégré la caducité des objectifs de 2013<sup>13</sup> et attendait vraisemblablement les effets de la nouvelle stratégie de distribution adoptée par la Société aux Etats-Unis. A cette période, l'annonce, en mars 2017, de la souscription d'une première tranche d'emprunt obligataire pour 6 m€ auprès de *Kreos Capital* et celle, en mai 2017, d'une augmentation de capital pour un montant de 11,5 m€ ont été sans impact notable sur le cours de la Société.

Enfin, sur la période la plus récente, le cours de *SSI* a connu une nouvelle phase baissière, qui est analysée dans la section suivante.

### **2.2.3. Evolution du cours sur la période récente**

La période récente a été marquée par une nouvelle baisse du cours de *SuperSonic Imagine*. Lors de cette dernière phase, amorcée début mars 2018, le cours a pratiquement été divisé par deux entre le 9 mars 2018, dernier jour de bourse précédant l'annonce du litige avec la société américaine *Verasonics*, où il cotait 1,96 €, et le 20 juin 2019, jour de l'annonce de l'Opération avec *Hologic*, où il ne cotait plus que 1,04 €. Les principaux événements qui expliquent cette baisse sont les suivants.

- Le 9 mars 2018, *SSI* a annoncé qu'elle faisait l'objet de poursuites de la part de la société américaine *Verasonics* pour violation de brevets ; le cours a perdu 13% la séance suivante pour s'établir aux environs de 1,70 €.
- Le 10 juillet 2018, des rumeurs parues sur *Bloomberg* ont fait état de l'acquisition possible de *SuperSonic Imagine* par la société chinoise *Shanghai United Imaging Healthcare*. Le titre a pris 16,8% dans la journée, puis a continué sa progression dans les jours suivants pour atteindre le 25 juillet 2018 un pic sur la période à 2,41 €.
- Alors qu'aucune offre d'achat ne se concrétise finalement, le cours repart dans une spirale baissière, alimentée courant septembre 2018 par l'annonce du retard dans la montée en charge industrielle – et *de facto* dans la commercialisation – de la nouvelle plateforme *Mach 30*, laissant présager une croissance modeste des ventes en 2018, ce qui est d'ailleurs confirmé lors de la publication du chiffre d'affaires annuel le 23 janvier 2019. La publication des résultats annuels de la Société à la mi-mars ne permet pas d'enrayer cette baisse et le cours touche un plus bas historique à 0,86 € le 12 avril 2019.
- Le 16 mai 2019, *SSI* annonce avoir conclu un accord avec *Verasonics* pour mettre fin au litige qui les oppose. Le cours, en hausse de 11,4% le lendemain, repasse au-dessus de 1,20 € pendant quelques jours avant de retomber à 1,0 € à la mi-juin.
- Le 20 juin au soir, *Hologic* annonce son intention d'acquérir, sous certaines conditions, un bloc de contrôle de *SSI* et de lancer une offre publique d'achat sur le reste du capital de la Société, au prix de 1,50€ par action. Le cours de *SSI* prend 39,4% le lendemain pour s'établir à 1,45 €. Depuis lors, le cours oscille entre 1,45 € et 1,47 €, reflétant ainsi la petite part d'incertitude sur la réalisation effective de l'Opération.

---

<sup>13</sup> Dans le Document de référence 2015 publié fin avril 2016, il est mentionné en page 132 que « à ce jour, et compte tenu des résultats décevants de l'exercice 2015, le Groupe n'est plus en ligne avec les objectifs fixés lors de l'IPO. »



### Supersonic Imagine - Cours de bourse sur les 18 derniers mois



#### Légende du graphique

- (1) 9 mars 2018 : annonce de la plainte déposée par Verasonics pour violation de brevets
- (2) 10 juillet 2018 : rumeurs d'acquisition par le groupe chinois Shanghai United Imaging Healthcare
- (3) 11 septembre 2018 : publication des résultats du S1 2018 et annonce du retard pris dans la montée en charge industrielle de la nouvelle plateforme Mach 30
- (4) 23 janvier 2019 : publication du chiffre d'affaires 2018, en croissance de 2% uniquement, à cause des difficultés rencontrées lors de la montée en puissance la nouvelle plateforme
- (5) 16 mai 2019 : annonce de la conclusion d'un accord financier avec Verasonics
- (6) 20 juin 2019 : annonce de l'offre d'acquisition faite par Hologic

## 2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

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

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

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

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

- 
- D'un point de vue opérationnel et commercial, la Société n'a pas encore démontré le potentiel de sa nouvelle plateforme qui doit encore convaincre le marché.
  - Les résultats du premier semestre 2019 rendent difficilement atteignable l'objectif du Management de parvenir au point mort (EBITDA comptable nul) en fin d'année. Par ailleurs, même si ces résultats ne remettent pas en cause complètement les prévisions du Plan d'Affaires, ils rendent la réalisation de celui-ci encore plus incertaine.
  - Enfin, ce Plan suppose la mise à disposition de nouvelles ressources financières (en capitaux propres et en dettes) pour la Société.

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

Enfin, la Société présente des caractéristiques qui la rendent difficilement comparable aux autres sociétés du secteur, et cela pour deux raisons. Première difficulté, la Société doit consentir un effort très important en matière de R&D, qui pèse d'autant plus que la Société présente une taille plus petite que la plupart de ses concurrents. Au niveau des pratiques comptables, elle a en outre retenu une politique consistant à capitaliser une fraction élevée de ses coûts de R&D (de l'ordre de 50% à 70% des coûts annuels). A cet égard, elle se distingue d'autres sociétés du secteur, de plus grandes tailles, et notamment des sociétés américaines qui capitalisent peu, voire pas du tout, leurs charges de R&D. A cette première difficulté, s'ajoute la situation stratégique de la Société qui est, comme on l'a rappelé, à un point d'inflexion dans son histoire. Pour ces deux raisons, la Société affiche le profil de croissance bénéficiaire spécifique des sociétés en retournement, comparable à celui des sociétés en démarrage (*start-up*). Dans ce contexte, l'identification de sociétés véritablement comparables, c'est-à-dire engagées dans le même type d'activité et présentant le même profil de croissance bénéficiaire, s'avère *a priori* très difficile. Dès lors, il est probable que la mise en œuvre des deux méthodes d'évaluation analogiques (i.e. méthodes des comparaisons boursières et méthode des transactions récentes) soit vouée à l'échec.

---

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

Après avoir décrit les principales caractéristiques de l'Offre et les effets attendus de l'Opération pour *Hologic*, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation des conditions financières de l'Offre.

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

L'analyse de l'Offre fait apparaître trois caractéristiques importantes : il s'agit d'une offre (i) obligatoire, (ii) visant l'acquisition du contrôle majoritaire, et (iii) susceptible de déboucher sur l'expropriation des actionnaires minoritaires résiduels.

Premièrement, l'Offre qui vise les actions émises par la Société est une offre « obligatoire » en ce sens qu'elle est lancée, conformément à la réglementation boursière, suite à l'acquisition d'un bloc de titres représentant plus de 30% du capital. Si le lancement de l'Offre est obligatoire pour l'Initiateur, les Actionnaires Minoritaires n'en restent pas moins libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Deuxièmement, l'Offre vise le contrôle majoritaire de la Société. Cet objectif apparaît clairement à travers le seuil de caducité de 50% que l'Initiateur se voit imposé conformément à la réglementation boursière.

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

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

Tout d'abord, étant donné que le retrait obligatoire des titres de la cote est visé, la Société cible doit obligatoirement désigner un expert indépendant (Règlement général de l'AMF, article 261-1, alinéa II).

Par ailleurs, comme nous l'avons rappelé en préambule du présent rapport, l'Initiateur a acquis un bloc de 45,93% du capital de la Société le 1<sup>er</sup> août 2019 et est majoritairement représenté au sein du Conseil d'Administration de cette dernière. Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise, car l'Offre est susceptible de générer, au sein de ce conseil, des conflits d'intérêts de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé que les administrateurs doivent rendre sur l'intérêt de l'Offre (article 261-1, alinéa I-1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup>).

Enfin, préalablement à l'Offre, la Société a conclu un certain nombre d'accords concernant des instruments financiers émis par la Société (article 261-1, alinéas I-4<sup>o</sup>) avec des dirigeants actuels, d'anciens dirigeants, ainsi qu'un créancier de la Société :

- actes de renonciation à leurs BSA de M. Armen Sarvazyan, Mme. Carmen Perri et M. Michael Brock ;
- acte de renonciation à ses BSA de la société *Norgine Venture BV* (« **Norgine** ») ;

- 
- accord de renonciation à l'ensemble de ses droits, en ce compris les BSA (*Termination Agreement*) de *Kreos Capital*.

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

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

Enfin, à travers l'évaluation des titres de la Société, ce rapport vise également à éclairer les administrateurs indépendants de la Société sur l'intérêt que présente l'Offre d'un point de vue financier pour les Actionnaires Minoritaires.

### **3.2. Les effets attendus du rapprochement avec Hologic**

*Hologic Inc.* est un groupe américain de technologie médicale coté au *Nasdaq*. Le groupe est spécialisé dans le domaine de la santé des femmes (numéro un sur le marché de la mammographie) et offre un vaste panel de solutions pour le dépistage, la détection et le traitement médical. Affichant à fin juin 2019, une capitalisation de 12,9 milliards de dollars, le Groupe a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires de plus de 3,2 milliards de dollars.

Entre novembre 2010 et mars 2015, *Hologic* a été le distributeur exclusif de *SuperSonic Imagine* sur le territoire américain pour le marché du sein. En mars 2015, la Société a décidé de mettre fin à cet accord de distribution exclusive et a repris le contrôle en direct de la distribution de ses produits aux Etats-Unis sur ce segment de marché.

Dans sa communication financière, *Hologic* souligne les bénéfices qu'il attend de cette opération.

- Cette acquisition lui permet d'acquérir une technologie (imagerie médicale par ultrasons) sur laquelle il est peu présent. Grâce aux investissements en R&D consentis depuis 2005, *SuperSonic Imagine* vient donc compléter le portefeuille de solutions proposé par *Hologic*.
- Plus spécifiquement, la technologie de *SuperSonic Imagine* est particulièrement adaptée à l'imagerie portant sur les tissus les plus denses. Cette caractéristique étant très recherchée sur les marchés asiatiques, la technologie développée par *SuperSonic Imagine* offre donc à son détenteur un avantage compétitif certain sur ces marchés.
- Même si cela ne correspond pas au cœur de métier du groupe *Hologic*, il est probable que le Groupe s'intéresse également aux autres applications de la plateforme échographique développée par *SuperSonic Imagine* (foie, prostate).
- Enfin, *SSI* peine à se développer aux Etats-Unis : ses ventes n'ont cessé d'y décroître depuis 2015 et elles ne représentent plus que 13% du chiffre d'affaires en 2018. Elle a retenu une stratégie de distribution en propre qui s'avère coûteuse et lente à mettre en œuvre. L'intégration de *SuperSonic Imagine* dans le Groupe devrait faciliter la diffusion d'*Aixplorer* sur le marché américain, une fois les équipes de *Hologic* formées à la promotion de son produit.

Pour résumer, grâce à l'acquisition de *SuperSonic Imagine*, *Hologic* s'offre à la fois une équipe de R&D expérimentée, une technologie qu'il maîtrisait peu jusqu'à présent et un produit qu'il peut immédiatement commercialiser dans son propre réseau de distribution aux Etats-Unis.

Dans une lettre d'affirmation, l'Initiateur nous a confirmé que, ne contrôlant pas encore la Société, il n'avait pas été en mesure de construire un plan d'affaires précis pour la Société, ni de définir et de quantifier les synergies qu'il attendait de cette opération. Le Groupe a toutefois présenté sa vision en *stand-alone* des perspectives de développement de la Société, qui s'avère globalement plus pessimiste que celle affichée par le Management dans son Plan d'Affaires.

---

Dans le contexte du retrait obligatoire visé par l'Offre, nous ne pourrions donc pas mesurer précisément la valeur des synergies attendues de l'Opération et *a fortiori* la quote-part de ces synergies rétrocédée par l'Initiateur dans le Prix d'Offre.

En revanche, de l'analyse des bénéfices que l'Initiateur attend de l'Opération, il ressort que le Plan d'Affaires, s'il reste optimiste, est rendu plus crédible du seul fait de la présence du groupe *Hologic* au capital de la Société, grâce à :

- la facilitation du développement commercial de la Société sur le marché américain,
- l'accès à des ressources financières importantes pour poursuivre l'effort de R&D et le développement commercial de la Société sur d'autres zones géographiques.

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

#### **3.3.1. Caractère équitable des conditions financières des accords conclus avec les dirigeants ou anciens dirigeants de la Société préalablement à l'Opération**

S'agissant des actes de renonciation conclus avec les salariés actuels ou passés de la Société (MM. Sarvazyan et Brock, et Mme. Perri), ceux-ci sont conditionnés au dépôt, par l'Initiateur, d'un projet d'offre publique d'achat visant la Société avant le 30 septembre 2019. Ces actes de renonciation, qui concernent des BSA de maturités proches (respectivement 2020 et 2021) en dehors de la monnaie (avec des prix d'exercice respectivement de 8,62€ et 1,86€), ont été conclus sans aucune contrepartie financière.

Ces accords n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

Par ailleurs, conformément à la pratique habituelle en la matière, l'Initiateur a prévu dans la note d'opération un mécanisme visant à assurer, le cas échéant, la liquidité des actions indisponibles à la date de l'Offre (actions gratuites en cours d'acquisition, actions détenues par la directrice générale de *SSI*) ainsi que celle des options de souscription d'actions (*stock-options*).

Le mécanisme de liquidité de ces titres est décrit à la section 2.7 du projet de note d'information. Son principe est que, en cas de liquidité réduite des titres *Supersonic Imagine* (par exemple, si le titre est retiré de la cote), l'Initiateur assurera, par le biais d'un système de promesses d'achat et de vente, la liquidité de ces titres. Le prix d'exercice de ces promesses est fondé sur le multiple des « revenus » de la Société (à savoir son chiffre d'affaires et les autres produits d'exploitation générés par son activité), calculé sur la base des données à fin d'exercice 2018, et sur la valeur d'entreprise qui résulte de l'Opération.

Nous avons revu les mécanismes susmentionnés qui sont conformes aux pratiques usuellement rencontrées pour ce type d'instruments et n'appellent donc pas de commentaire particulier de notre part.

#### **3.3.2. Caractère équitable des conditions financières des accords connexes conclus par la Société préalablement à l'Opération**

S'agissant de l'acte de renonciation conclu avec la société *Norgine*, celui-ci était conditionné à la réalisation de l'acquisition de la Société par l'Initiateur avant le 30 septembre 2019. Cet acte de renonciation, qui concerne également des BSA de maturité assez courte (2023) très en dehors de la monnaie (prix d'exercice de 9,74 €), a été conclu sans aucune contrepartie financière.

---

La Société a également conclu un accord avec *Kreos (Termination Agreement)*. Cet accord global concerne (i) le remboursement anticipé des obligations émises par la Société au profit de *Kreos*, (ii) la renonciation de *Kreos* à ses BSA et (iii) les conditions du *waiver* obtenu par la Société pour les décalages des échéances dues à *Kreos* pour les mois de mai, juin et juillet 2019.

Nous nous sommes assurés que les conditions relatives au remboursement anticipé des obligations et au paiement des intérêts de retard étaient conformes à la documentation contractuelle. S'agissant des BSA, ceux-ci ont fait l'objet d'une renonciation dont les modalités financières sont conformes à l'accord « *Alternate Put Option Agreement* » conclu entre la Société et *Kreos* lors de l'émission des OCABSA le 13 décembre 2018, sur la base d'un prix fixe de 1,10 € par BSA.

Dans les deux cas, ces accords, réalisés sans contrepartie financière (*Norgine*), ou conformément aux accords (*Kreos*), n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

### **3.3.3. Caractère équitable du Prix dans le seul cadre de la présente Offre**

Comme indiqué plus haut, l'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc de contrôle représentant 45,93% du capital de la Société au prix de 1,50 € par action.

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

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

Sur cette base, on peut d'ores déjà conclure que, dans le seul cadre de la présente Offre, le Prix d'Offre de 1,50 € est équitable pour les Actionnaires Minoritaires.

### **3.3.4. Caractère équitable du Prix dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire**

Conformément à la réglementation boursière, dans l'hypothèse où les actionnaires de *SSI* n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de *SSI*, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs titulaires sur la base du Prix d'Offre. Dans ce cas, le Prix d'Offre est donc aussi un prix d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes.

- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le management en place (ci-après « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).
- (ii) Le Prix d'Offre doit également intégrer une quote-part des synergies attendues du rapprochement avec *Hologic*. De ce fait, le Prix d'Offre doit faire ressortir une prime par rapport aux estimations issues de l'évaluation multicritères mise en œuvre pour estimer la Valeur Intrinsèque. Il appartient alors à l'expert de qualifier cette prime (notamment, lorsque cela est possible, par la mesure explicite de la valeur de ces synergies, ou, à défaut, au regard des primes « couramment observées » dans des opérations similaires en termes de potentiel de synergies et de rapport de force entre vendeur et acquéreur

---

au moment de la transaction), puis de conclure sur cette base sur le caractère équitable du prix d'indemnisation proposé.

Cette présentation du cas standard suscite deux commentaires dans le contexte de la présente Offre.

Tout d'abord, rappelons que *Hologic Inc*, et l'Initiateur ne détenaient aucun titre de *SuperSonic Imagine* avant l'acquisition du bloc de contrôle, que ce bloc a été acquis auprès de cinq actionnaires distincts et dont aucun ne détenait à lui seul plus de 25% du capital.

Par ailleurs, en l'absence de chiffrage des synergies attendues du rapprochement, leur valeur ne peut être estimée précisément. Dans le même temps, s'agissant du Plan d'Affaires, nous avons rappelé plus haut que les prévisions préparées par le Management de la Société sont très optimistes. Ainsi, en l'absence de rapprochement entre les deux groupes, il est non seulement probable que le Plan ne soit pas tenu, mais encore, comme on l'a vu (*cf. supra 2.1.2*), que la Société ne soit pas en mesure de continuer son exploitation faute de pouvoir honorer ses échéances financières à très court terme. Dès lors, en retenant ce Plan d'Affaires pour l'évaluation de la Société, c'est une fraction des effets du rapprochement avec *Hologic* qui est implicitement prise en compte dans la valeur. Par conséquent, il n'est pas possible dans le cas présent de déterminer de façon précise la Valeur Intrinsèque de la Société.

Nous n'avons donc pas pu mettre en œuvre la démarche habituelle qui vise dans un premier temps à déterminer la Valeur Intrinsèque de la société cible visée par une offre, puis à juger de l'équité du prix d'offre, soit en estimant la valeur des synergies pour faire apparaître de façon explicite la fraction offerte aux actionnaires minoritaires par l'Initiateur, soit en mettant en évidence la taille de la prime extériorisée par le Prix d'offre pour apprécier de façon subjective la fraction des synergies implicitement laissée aux actionnaires minoritaires. Dans le cas présent, la Valeur Intrinsèque de la Société ne peut être déterminée de façon fiable, car le scénario décrit par le Plan d'Affaires semble très difficile à atteindre en *stand-alone*. Dès lors, en retenant le Plan d'Affaires dans nos travaux d'évaluation, nous intégrons implicitement une fraction des synergies apportées par *Hologic* à la Société, si bien que l'estimation obtenue, désignée ci-après « **Valeur Transactionnelle** » de la Société, est nécessairement supérieure à la Valeur Intrinsèque. Il conviendra d'en tenir compte pour apprécier le caractère équitable du Prix d'offre au vu de l'importance de la prime qui ressortira des travaux d'évaluation exposés dans la section suivante.

---

## 4. Estimation de la valeur des titres SuperSonic Imagine

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

#### 4.1.1. Actif net comptable consolidé

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

Pour mémoire, à fin juin 2019, l'actif net comptable de la Société ressort à -925 k€, soit un actif net par action négatif.

#### 4.1.2. Cours de bourse

#### 4.1.3. Prix cible des analystes financiers

Le titre *SuperSonic Imagine* est suivi par une seule société d'analyse financière, *Gilbert Dupont*. Par ailleurs, cette société de bourse assure la liquidité du titre (en tant que *liquidity provider*) et a un engagement de recherche sur *SuperSonic Imagine*. Autrement dit, il est vraisemblable que, si ces engagements n'existaient pas, le titre ne serait suivi par aucun analyste.

Dès lors, il n'existe pas dans le cas présent de « prix cibles » publiés par des analystes financiers », susceptibles de constituer une référence pertinente pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque.

Pour mémoire, rappelons que la dernière note publiée préalablement à l'Offre remonte au 28 mai 2019. L'analyste de Gilbert Dupont affichait alors un prix cible de 1,5 €, soit une prime de 27,6% par rapport au cours à la date de l'analyse (1,18 €). L'analyste affichait également une recommandation à la vente sur le titre (« alléger »), soit une recommandation en contradiction avec son objectif de cours.

#### 4.1.4. Transactions récentes sur le capital

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

La dernière augmentation de capital significative de *SuperSonic Imagine* (hors exercice de bons de souscription) est intervenue en juin 2017 pour un montant de 11,5 m€ et à un prix unitaire de 1,66 € par action.

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

#### 4.1.5. Manifestations d'intérêt antérieures à l'opération

Le Management nous a confirmé qu'il n'avait pas connaissance de manifestations d'intérêt récentes (dans les douze derniers mois) de la part d'investisseurs en vue de l'acquisition des titres de la Société.



---

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

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

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

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais dans la pratique, la première s'avère trop rudimentaire pour fournir une estimation fiable de la valeur de groupes multipolaires, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

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

Avant de présenter les résultats de la méthode DCF (cf. infra, section 4.3), qui conclut sur la Valeur Transactionnelle du portefeuille d'activités de la Société, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la valeur des titres *SuperSonic Imagine*, à savoir l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 4.2.2) et le nombre de titres (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

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

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan consolidé de *SuperSonic Imagine* disponible à la date des présentes, à savoir le bilan arrêté au 30 juin 2019.

#### Endettement financier net

La dette financière de *SuperSonic Imagine* au 30 juin 2019 est constituée (i) d'avances remboursables pour un montant de 1,78 m€, (ii) d'emprunts divers (préfinancement du CIR, affacturage, emprunt innovation auprès de *BPI France*) pour un total de 11,80 m€, et (iii) de l'emprunt obligataire contracté auprès de *Kreos*, enregistré au bilan de *SSI* pour un montant de 13,48 m€. Cet emprunt obligataire est composé de trois tranches de 6,0 m€ chacune : les Tranches 1 et 2, tirées respectivement en mars 2017 et décembre 2017, sont composées exclusivement d'obligations simples, et la Tranche 3, tirée en décembre 2018, est composée de 4,8 m€ d'obligations simples et de 1,2 m€ d'obligations convertibles en actions assorties de 1,2 millions de BSA (« OCABSA »).

---

Comme évoqué plus haut et dans la perspective de sa prise de contrôle par l'Initiateur, la Société a conclu avec *Kreos* en date du 1<sup>er</sup> août 2019 un accord mettant fin à cet emprunt (*Termination Agreement*) aux termes duquel SSI se libère de tout engagement vis-à-vis de *Kreos* en contrepartie du versement d'une somme totale de 16,39 m€.

Sur cette base, nous avons considéré un endettement financier total de 29,9 m€ à la date de l'évaluation<sup>14</sup>. Après prise en compte de la trésorerie disponible au 30 juin 2019, soit 3,05 m€, la dette financière nette de la Société s'élève à 26,92 m€.

#### Provisions pour retraites

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

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

#### Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

La Société enregistrant des pertes depuis sa création, elle a accumulé un stock conséquent de déficits fiscaux reportables en France (et dans une moindre mesure aux Etats-Unis), s'élevant au total à 163,9 m€ au 31 décembre 2018.

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

#### Décaissement lié au litige avec *Verasonics*

En mai 2019, SSI a conclu un accord avec la société *Verasonics* afin de mettre fin au litige qui les opposait depuis plus d'un an. Aux termes de cet accord, SSI s'engage à verser une indemnité à *Verasonics* pour un montant total estimé de 5,2 m€ (y compris frais externes engagés). Au 30 juin 2019, seule une fraction très limitée de ce montant a été payée : le solde restant à décaisser a donc été pris en compte dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur de capitaux propres. Par ailleurs, comme la charge afférente est fiscalement déductible mais que la Société ne devrait pas payer d'impôt sur les sociétés pendant encore de nombreuses années, les économies fiscales afférentes ont été appréhendées dans la valeur des déficits fiscaux reportables.

#### Décaissement de frais liés à l'Opération

Dans le cadre de l'Opération avec l'Initiateur, la Société a encouru des frais de conseil à hauteur de 2,3 m€ qui n'ont pas été décaissés au 30 juin 2019. Ce décaissement futur a été pris en compte

---

<sup>14</sup> Soit la somme de 1,78 m€, 11,80 m€ et 16,39 m€.

dans les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur de capitaux propres et les économies fiscales afférentes ont été appréhendées dans la valeur des déficits fiscaux reportables.

#### Autres éléments pris en compte

Les autres éléments pris en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres comprennent les immobilisations financières (titres de placement nantis, dépôts versés, actifs mis à disposition du contrat de liquidité) retenues à leur valeur comptable au 30 juin 2019 et la trésorerie provenant de l'exercice des BSA et des *stock-options* dans la monnaie (par rapport au Prix d'Offre), en cohérence avec le nombre d'actions dilué retenu dans nos travaux (cf. *infra*).

Enfin, en dépit de la saisonnalité marquée de l'activité de *SSI* (les ventes réalisées au dernier trimestre représentent généralement 30% à 40% des ventes annuelles), nous n'avons pas ajusté le BFR dans l'endettement financier net de la Société, car la situation du BFR à fin juin est proche du niveau moyen observé sur l'année.

#### Synthèse

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

### **SSI - Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30/06/2019**

En k€

Endettement financier net	26,918
+ Provisions pour retraites net d'impôt	424
- Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables	4,723
+ Décaissement lié au litige avec Verasonics	4,977
+ Décaissement de frais liés à l'Opération	2,300
- Immobilisations financières	420
- Trésorerie issue de l'exercice des BSA et Stock options <sup>(1)</sup>	41
<b>= Total au 30/06/2019</b>	<b>29,434</b>

*Source: Rapport financier S1 2019 et analyses Accuracy*

*Note: Trésorerie issue de l'exercice des BSA et stock-option dans la monnaie au 26 août 2019*

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

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

Le calcul s'appuie sur le nombre total d'actions émises, diminué du nombre d'actions auto-détenues et majoré du nombre d'actions résultant de l'exercice des *stock options* dans la monnaie, et intègre également la dilution potentielle liée aux plans d'actions gratuites et de performance accordés aux dirigeants de la Société en 2017 et 2018. Cette dilution potentielle a été estimée sur la base du nombre d'actions gratuites et de performance restant par plan au 26 août 2019 et des hypothèses de *turnover* annuel retenues en interne pour l'estimation des engagements postérieurs à l'emploi (soit 7,1%).

## SSI - Nombre dilué d'actions au 26 août 2019

#

Nombre d'actions composant le capital	23,606,791
- Nombre d'actions d'autocontrôle	100,732
+ Nombre d'actions liées aux instruments dilutifs dans la monnaie <sup>(1)</sup>	411,426
+ Nombre d'actions gratuites <sup>(2)</sup>	507,817
<b>= Nombre d'actions dilué total</b>	<b>24,425,302</b>

(1) Stock-options 2013

(2) Nombre d'actions intégrant une hypothèse de turnover

Source: Données Management et analyses Accuracy

### 4.3. Estimation de la Valeur Transactionnelle via la méthode DCF

#### 4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

##### Période couverte par le Plan d'Affaires (2019-2021)

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2019-2021 s'est appuyée sur le Plan d'Affaires préparé par le management de SSI. Le seul retraitement apporté à ce plan concerne le BFR : nous avons raisonné sur la base d'un BFR moyen annuel exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires et nous avons supposé, en cohérence avec la baisse du BFR de fin d'année inscrite dans le Plan, une baisse de ce ratio de 38% en 2018 à 30% à l'horizon 2021.

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

##### Période d'extrapolation 2022-2028

Afin d'intégrer dans l'évaluation le potentiel de développement de la Société au-delà de l'horizon relativement court du Plan d'Affaires, nous avons considéré une période d'extrapolation de sept ans, portant ainsi la période de prévisions explicites à dix ans. Au cours de cette période d'extrapolation, les *free cash flows* ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes.

- Chiffre d'affaires : atteinte d'un chiffre d'affaires de 100,0 m€ en 2028, ce niveau étant cohérent d'après le Management avec la part de marché que SSI peut raisonnablement viser aujourd'hui ; Ce chiffre d'affaires est atteint avec un taux de croissance en décélération progressive entre 2022 et 2028 ;
- Marge d'EBITDA ajusté : convergence de la marge d'EBITDA ajusté de 9,0% en 2021 vers 12,0% en 2028, soit le niveau médian observé sur des sociétés européennes cotées matures du secteur de l'imagerie médicale ou commercialisant des équipements/produits destinés au secteur médical (cf. *infra* section 3.4) ;
- Investissements corporels et incorporels (hors R&D capitalisée) : environ 1,5 m€ en 2022, soit un niveau en baisse par rapport à 2021 afin de tenir compte de la fin des investissements non récurrents liés à la mise en place de l'ERP, puis croissance annuelle de ce niveau d'investissement en ligne avec l'inflation (+1,5% par an) ;
- Dotations aux amortissements : convergence linéaire de la dotation aux amortissements annuelle vers le montant total d'investissements, y compris la R&D immobilisée, visé pour 2028 ; sachant que le montant de la R&D immobilisée à cet horizon a été estimé en supposant des dépenses de R&D totales (avant CIR et subventions) représentant 12% du

- 
- chiffre d'affaires<sup>15</sup> et une immobilisation de ces dépenses annuelles à hauteur de 67% (même ratio qu'à la fin du Plan) ;
- BFR : stable à 30% du chiffre d'affaires sur l'ensemble de la période 2022-2028 ;
  - Impôt : taux d'imposition stable à 25,8%, maintien du CIR dans les mêmes proportions que sur la période du Plan (soit un montant annuel représentant environ 50% des dépenses R&D totales).

#### **4.3.2. Détermination d'une valeur terminale**

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2028) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

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

Le flux de trésorerie normatif a été estimé sur la base des mêmes hypothèses que le flux 2028 en supposant une croissance de 1,5%, en ligne avec le taux de croissance perpétuel retenu.

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

#### **4.3.3. Détermination du taux d'actualisation**

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

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

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

---

<sup>15</sup> Soit un ratio en ligne avec le ratio moyen observé sur les sociétés européennes cotées et matures du secteur.

---

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

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

$\beta_a$  = coefficient bêta de l'activité

$P_M$  = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

#### Taux d'intérêt sans risque

Du fait de la crise de la zone euro, les taux de rendement des emprunts d'État des pays européens évoluent depuis plusieurs années de façon très contrastée. Ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque de crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité importante des taux de rendement des emprunts d'État, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Prenant acte de cette forte volatilité, nous avons retenu une approche normative et considéré un taux d'intérêt sans risque de 3,5% ( $R_F$ ), soit un niveau comprenant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%. Notre approche est cohérente avec les autres paramètres majeurs de l'évaluation que sont notamment la prime de risque et le taux de croissance normatif de l'activité.

#### Prime de risque

La prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions ( $P_M$ ) est égale à la différence entre l'espérance de rentabilité des marchés boursiers  $E[R_M]$  et le taux d'intérêt sans risque  $R_F$ . Nous fixons le niveau de la prime de risque à 4,5%, ce qui revient à considérer que les marchés financiers doivent générer une rentabilité annuelle  $E[R_M]$  de 8,0% avec un taux d'intérêt sans risque  $R_F$  égal à 3,5%. Notre prime de risque se situe dans le haut de la fourchette des estimations fournies par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

#### Coefficient bêta

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Dans le cas présent et pour les raisons détaillées plus bas à la section 4.4.1, nous avons constitué trois échantillons de sociétés cotées « comparables » regroupant (i) des sociétés spécialisées dans l'échographie, (ii) des sociétés ayant une activité centrée sur l'imagerie médicale (échographie, radiographie, IRM, etc.), et (iii) des sociétés commercialisant divers produits ou équipements à destination du secteur médical (pas uniquement en lien avec l'imagerie).

Les indices de référence utilisés sont l'indice *Stoxx Europe 600* pour les sociétés européennes, le *S&P 500* pour les sociétés américaines, l'indice *Shanghai Stock Exchange Composite* pour les sociétés chinoises et l'indice *South Korea KOSPI Composite* pour les sociétés coréennes.

Les coefficients bêta des actions des sociétés comparables ont été estimés sur des périodes de 4 et 5 ans sur la base de rentabilités mensuelles, seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le  $R^2$  est supérieur à 15% étant retenus. Les coefficients bêta ainsi obtenus sont ensuite « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Sur cette base, nous obtenons des mesures de coefficients bêta désendettés pour seulement six sociétés (sur un total de 21 sociétés étudiées). En outre, ces six sociétés présentent des coefficients bêta désendettés qui se situent dans une fourchette d'estimations large, puisque comprises entre 0,8 et 1,5. Si le volume d'affaires de la Société ne devrait pas particulièrement être sensible à la conjoncture (secteur de la santé peu dépendant des cycles économiques et positionnement très

haut de gamme de la Société), il reste que SSI est un tout petit acteur sur son marché, qui plus est mono-produit, et dont l'activité est caractérisée par un levier opérationnel élevé notamment en raison de dépenses en R&D très importantes (cf. *supra*, section 2.1.1). Pour ces raisons, nous retenons pour la Société un coefficient bêta désendetté en haut de la fourchette de ceux observés sur l'échantillon, soit 1,5.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 10,3%, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times P_M] = 3,5\% + [1,5 \times 4,5\%] = 10,3\%$$

#### 4.3.4. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après la méthode DCF fait ressortir une Valeur Transactionnelle des titres *SuperSonic Imagine* au 30 juin 2019 de 1,09 € par action.

##### SSI - Valeur Transactionnelle des titres

En k€

+ Flux actualisés 2019 - 2021	(1,729)
+ Flux actualisés 2022 - 2028	14,845
+ Valeur terminale actualisée	42,975
= Valeur d'entreprise au 30/06/2019	56,091
Multiple CA 2018	2.3 x
- Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30/06/2019	29,434
= Valeur de capitaux propres au 30/06/2019	26,657
/ Nombre dilué d'actions	24,425,302
= Prix par action (€)	1.09

Sur cette base, le Prix d'Offre de 1,50 € par action proposé par l'Initiateur aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Opération extériorise une prime de 37,4% par rapport à cette Valeur Transactionnelle.

A titre d'information, nous avons effectué des analyses de sensibilité sur les trois paramètres qui nous semblent les plus délicats à estimer dans le cas présent, à savoir : (i) la réalisation du Plan d'affaires sans décalage dans le temps, (ii) le taux de marge d'EBITDA ajusté normatif, et (iii) le taux d'actualisation. Cette analyse de sensibilité a été réalisée :

- en considérant un décalage dans le temps de deux années du Plan d'affaires,
- une sensibilité à la hausse (+1,0%) et à la baisse (-1,0%) sur le taux de marge d'EBITDA ajusté normatif retenu, soit 12,0%,
- une sensibilité uniquement à la hausse (+1,0%) sur le taux d'actualisation, le taux de 10,3% retenu constituant selon nous un taux plancher au regard de l'activité de la Société, de sa taille et de son profil de risque.

En supposant un taux d'EBITDA ajusté normatif de 11,0% et un taux d'actualisation de 11,3%, la valeur d'une action SSI serait de 0,53 €.

En supposant un taux d'EBITDA ajusté normatif de 12,0% et un taux d'actualisation de 11,3%, la valeur d'une action SSI serait de 0,73 €.

En supposant un taux d'EBITDA ajusté normatif de 13,0% et un taux d'actualisation de 10,3%, la valeur d'une action SSI serait de 1,32 €.

---

Toutes choses égales par ailleurs, en considérant un décalage de deux ans du Plan d'affaires, et une performance en 2021 et 2022 identique à celle attendue pour 2020, la valeur d'une action *SSI* serait de 0,54 €.

#### **4.4. Estimation de la valeur de la Société via la méthode des comparaisons boursières**

Comme pour la méthode DCF, l'objectif de la méthode des comparaisons boursières est de fournir une estimation de la valeur de la Société. Malheureusement, la mise en œuvre de la méthode se heurte dans le cas de *SuperSonic Imagine* à plusieurs difficultés majeures : (i) l'absence de société cotée développant le même type d'activité, (ii) des spécificités, liées à l'importance de l'effort de R&D consenti par la Société et à son mode de comptabilisation, qui rendent délicate la comparaison avec les autres sociétés du secteur (cotées ou non), et (iii) le profil de risque de la Société, acteur encore de petite taille par rapport aux autres sociétés du secteur et à un point d'inflexion dans son développement.

##### **4.4.1. L'absence de société parfaitement comparable du point de vue de son activité**

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

A bien des égards, il est difficile d'identifier des sociétés proches de *SuperSonic Imagine*, que ce soit en termes d'activité (imagerie médicale par ultrasons) ou d'implantation géographique (prépondérance européenne). Compte tenu de ce profil très particulier, nous avons constitué plusieurs échantillons de sociétés comparables.

Le premier échantillon est constitué de quatre sociétés qui développent et commercialisent des solutions d'échographie ou d'imagerie médicale par ultrasons. Ces sociétés présentent donc l'avantage d'opérer directement sur le même segment que *SuperSonic Imagine*. Cependant, leur implantation géographique (trois d'entre elles sont des sociétés chinoises) et leur niveau de diversification, mesuré par la taille (ainsi *Siemens Healthineers* a réalisé un chiffre d'affaires de 13,5 md€ en 2018), limitent la pertinence de la comparaison avec *SSI*.

Le second échantillon regroupe cinq sociétés qui développent et commercialisent des solutions d'imagerie médicale. Ces sociétés opèrent sur un segment plus large que celui de *SuperSonic Imagine*. Elles ne présentent donc pas nécessairement le même modèle économique (*premium* versus entrée de gamme) ou le même effort de R&D.

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

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

- En raison de la politique d'activation des charges de R&D, nous avons, lorsque cela était possible, retraité les agrégats financiers des sociétés identifiées afin de présenter des résultats opérationnels « comparables ». En l'absence d'information prévisionnelle sur ces éléments, cet ajustement n'a pu être réalisé que sur les agrégats financiers historiques des sociétés identifiées, ce qui réduit la pertinence de la comparaison. A cet égard, on peut



remarquer que les sociétés américaines ne capitalisent pas ou peu de charges de R&D, contrairement à certaines sociétés européennes. On peut également conclure de cette analyse que la comparaison de marges non retraitées entre différents pays ou différentes sociétés s'avère peu pertinente.

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

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

#### SSI - Données opérationnelles des sociétés comparables

M€	Pays	CA			EBITDA retraité			Marge EBITDA retraité		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>Echographie et ultrasons</b>										
Siemens Healthineers Ag	DE	n.a.	13 548	13 532	n.a.	2 517	2 384	n.a.	18,6 %	17,6 %
Shenzhen Mindray Bio-Medical Electronics	CN	1 182	1 458	1 796	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sonoscape Medical Corp.	CN	94	129	159	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Edan Instruments, Inc.	CN	90	108	128	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Médiane*</b>								<b>n.a.</b>	<b>18,6 %</b>	<b>17,6 %</b>
<b>Ecart-type</b>								<b>n.a.</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Imagerie médicale</b>										
Varian Medical Systems, Inc.	US	2 356	2 437	2 695	478	489	550	20,3 %	20,1 %	20,4 %
Elekta Ab (Publ)	SE	992	1 113	1 184	91	153	86	9,2 %	13,7 %	7,2 %
Diagnostic Medical Systems S.A.	FR	37	27	n.a.	(2)	(6)	n.a.	(5,5)%	(22,5)%	n.a.
Value Added Technology Co., Ltd.	KR	136	166	178	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rayence Co., Ltd.	KR	75	81	88	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Médiane*</b>								<b>14,8 %</b>	<b>16,9 %</b>	<b>13,8 %</b>
<b>Ecart-type</b>								<b>7,8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>9,3%</b>
<b>Equipements médicaux divers</b>										
Lantheus Holdings, Inc.	US	273	299	310	47	64	72	17,3 %	21,3 %	23,2 %
Semler Scientific, Inc.	US	7	11	19	(2)	(0)	5	(23,0)%	(2,4)%	27,2 %
Hamilton Thome Ltd.	US	10	20	26	1	4	5	11,8 %	20,2 %	17,6 %
Strata Skin Sciences, Inc.	US	28	28	27	3	4	n.a.	9,0 %	14,8 %	n.a.
Koninklijke Philips N.V.	NL	17 422	17 780	18 121	2 158	2 174	2 371	12,4 %	12,2 %	13,1 %
Geratherm Medical Ag	DE	22	21	22	3	2	2	14,2 %	8,8 %	10,7 %
Biosynex Sa	FR	27	31	31	1	1	1	4,0 %	3,9 %	2,0 %
Biocartis Group Nv	BE	14	23	29	(46)	(39)	(39)	n.a.	n.a.	n.a.
Inspiration Healthcare Group Plc	GB	16	17	17	n.a.	1	1	n.a.	4,6 %	7,6 %
Immunodiagnostic Systems Holdings Plc	GB	43	42	42	2	3	(0)	4,9 %	6,0 %	(0,3)%
Ion Beam Applications Sa	BE	329	236	208	34	(14)	7	10,4 %	(5,9)%	3,2 %
Zhejiang Starry Pharmaceutical Co., Ltd.	CN	87	92	115	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Wuhan Easydiagnosis Biomedicine Co.,Ltd.	CN	18	22	23	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Médiane*</b>								<b>13,3 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>15,4 %</b>
<b>Ecart-type</b>								<b>2,5%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Médiane* US</b>								<b>17,3 %</b>	<b>20,2 %</b>	<b>20,4 %</b>
<b>Médiane* Autres</b>								<b>12,4 %</b>	<b>13,0 %</b>	<b>11,9 %</b>

\* Prise en compte uniquement des sociétés en noir  
Source : Capital IQ et rapports annuels

---

#### **4.4.2. Conclusion sur la méthode des comparaisons boursières**

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

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

#### **4.5. Estimation de la valeur de la Société via la méthode des transactions comparables**

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transactions utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement des primes par rapport à la valeur intrinsèque des sociétés acquises. Ces primes sont le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction. De ce fait, la méthode des transactions comparables apparaît particulièrement adaptée au contexte spécifique de l'Offre, car elle permet en théorie de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'offre proposé par l'Initiateur dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres *SuperSonic Imagine* et une quote-part des synergies.

Cette approche théorique se heurte malheureusement dans le cas présent à des écueils qui nous ont conduits à écarter la méthode.

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

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

## SSI - Transactions comparables

Date	Cible	Acquéreur	% Acquis	Valeur d'entreprise (en m€)	Multiple CA
4-juin-19	Perimeter Medical Imaging, Inc.	New World Resource Corporation	100%	30,2	n.a.
31-juil.-18	Faxitron Bioptics, LLC	Hologic, Inc.	> 30%	72,6	3,1 x
10-avr.-18	Analogic Corporation	Altaris Capital Partners	100 %	800,2	2,0 x
7-déc.-17	Esacte	Consortium d'investisseurs chinois	100 %	248,0	0,9 x
1-juil.-16	ArcScan Inc.	Tilting Capital Corp.	100 %	6,7	n.a.
17-mars-16	Canon Medical System	Canon Inc	100 %	5 196,2	2,3 x
1-janv.-16	Oncura Partners Diagnostics, LLC	Analogic Corportaion	100 %	7,4	n.a.
4-nov.-15	Mindray	Consortium mené par Mr Li Xiting	73 %	3 147,0	2,5 x
14-oct.-15	DMS Health Technologies	Digitrad corporation	100 %	32,7	0,6 x
16-juin-15	International Medical Equipment and Service, Inc.	Richardson Electronics, Ltd.	100 %	10,9	1,5 x
1-avr.-15	Xlumena, Inc.	Boston Scientific Corporation	100 %	58,0	n.a.
1-févr.-15	Volcano Corporation	Koninklijke Philips Electronics N.V.	100 %	1 079,0	3,4 x
17-déc.-14	Volcano Corporation	Koninklijke Philips N.V.	100 %	1 031,2	3,2 x
18-nov.-13	Vital Signs	CareFusion Corporation	100 %	367,2	2,0 x
13-nov.-13	Hitachi Medical Corporation	Hitachi, Ltd.	38 %	522,0	0,4 x
1-sept.-13	PocketSonics, Inc.	Analogic Corportaion	90 %	n.a.	n.a.
1-juil.-13	ZONARE Medical Systems, Inc	Mindray Medical International Limited	100 %	78,7	1,6 x
12-juin-13	Zonare Medical Systems	Mindray	100 %	79,8	1,6 x
2-avr.-13	SuperSonic Imagine SA	Alto Invest; Kuwait Life Sciences Company	100 %	28,0	2,0 x
1-mars-13	Ultrasonix Medical Corporation	Analogic Corportaion	100 %	63,5	n.a.
1-nov.-12	Sync-Rx	Volcano Corporation	100 %	13,3	n.a.
1-août-11	Summit Doppler Systems, Inc.	Cooper Surgical	100 %	11,2	n.a.
1-févr.-11	Prosonic Co., Ltd.	Samsung	100 %	28,2	3,8 x
1-juin-10	VisualSonics Inc.	Sonosite Inc.	100 %	63,9	n.a.
1-mai-08	Novelis	Volcano Corporation	100 %	7,7	n.a.
<b>Médiane</b>					<b>2,0 x</b>
<b>Ecart-type</b>					<b>1,0 x</b>

Source : Merger market

Au total, nous avons donc considéré que la méthode des transactions comparables ne permettait pas d'estimer de façon fiable la valeur de la Société.

---

## 5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par la Banque

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

### 5.1. Méthodologie d'évaluation

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

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque écarte, tout comme nous, les deux méthodes relevant de l'approche analogique, en l'absence de sociétés cotées ou ayant fait l'objet de transactions suffisamment comparables et s'appuie sur la seule méthode DCF pour évaluer la Société.

S'agissant des références d'évaluation, la Banque retient celle du cours de bourse et, à titre indicatif, celle constituée par les prix cibles des analystes financiers. De notre côté, nous avons considéré que la liquidité du titre n'était pas suffisante pour que le cours de bourse constitue une référence solide. De même, un seul analyste financier suivant la valeur, nous avons considéré que les « prix cibles » affichés par les analystes financiers ne constituaient pas une référence pertinente dans le cas d'espèce.

### 5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par la Banque conduit à une estimation de la valeur de l'action *SuperSonic Imagine* identique à celle qui résulte de nos propres travaux, à savoir 1,09 € (en valeur centrale).

Cette similitude apparente masque en réalité de multiples différences tant au niveau de la démarche d'évaluation que des principaux paramètres d'évaluation. Les éléments les plus significatifs sont les suivants.

- La Banque a choisi d'extrapoler les prévisions du Management jusqu'en 2048 (contre 2029 pour notre part). Ce choix méthodologique est lié au fait que la Banque a tenu compte de la consommation des déficits fiscaux reportables (plus de 160m€) dans le calcul des flux de trésorerie futurs, et non comme un actif pris en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, comme nous avons choisi de le faire.
- S'agissant du taux de croissance perpétuel, la Banque retient un taux de 2,5%, alors que nous retenons dans nos travaux un taux de 1,5% dès 2029.
- S'agissant du taux d'actualisation, on relève une grande proximité entre les taux d'actualisation utilisés (10,33% dans les travaux de la Banque et 10,25% dans les nôtres), et ceci malgré des différences significatives dans l'estimation de leurs différentes composantes. En effet, le taux retenu par la Banque repose sur une estimation courante (*spot*) du taux sans risque et de la prime de marché actions, alors que, pour notre part, le taux d'actualisation repose sur une approche normative de ces deux paramètres. En outre, le coefficient bêta retenu par la Banque est de 1,15, contre 1,5 selon notre propre estimation. L'estimation du niveau de risque systématique faite par la Banque nous semble relativement basse, étant donné le secteur d'activité de la Société, son niveau de levier opérationnel et sa situation actuelle de retournement.

- 
- S'agissant des flux de trésorerie futurs, il est particulièrement délicat de comparer les hypothèses retenues par la Banque avec les nôtres. Tout d'abord, nous avons relevé le choix de la Banque d'extrapoler les flux sur une très longue période, afin de modéliser la consommation des déficits fiscaux reportables jusqu'à leur extinction. Par ailleurs, la Banque a également choisi de raisonner sur la base d'un niveau de marge comptable, sans poser explicitement d'hypothèse sur l'évolution de la fraction des charges de R&D prise en compte dans la marge ou dans les investissements. Pour notre part, nous avons choisi de raisonner sur la base d'une marge ajustée, c'est-à-dire intégrant l'intégralité des coûts annuels de R&D (qu'ils soient activés ou non), de façon à extérioriser un taux de marge qui soit comparable à celui des sociétés du secteur, le terme « investissements » désignant dans nos travaux uniquement ceux relatifs à l'acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles (à l'exclusion des charges de R&D activée). A ces différences s'ajoute également la disparition progressive du CIR dans les travaux d'évaluation de la Banque, alors que nous avons considéré la pérennisation de ce dispositif.
  - Enfin, s'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres de la Société, la principale différence entre nos travaux et ceux de la Banque tient à la prise en compte de l'impôt. Outre le choix méthodologique différent concernant la prise en compte des déficits fiscaux reportables de la Société, nous avons tenu compte des effets d'économie d'impôt sur les décaissements liés au litige avec *Verasonics* et les frais liés à l'Opération dans l'estimation de la valeur des déficits fiscaux, alors que la Banque a choisi de retenir ces éléments de passif directement nets d'impôt.

---

## 6. Conclusion sur le caractère équitable du Prix d'Offre

Le 1<sup>er</sup> août 2019, le groupe américain *Hologic* a procédé à l'acquisition d'un bloc de contrôle représentant 45,93% du capital et 46,12% des droits de vote de *SuperSonic Imagine* auprès de cinq de ses principaux actionnaires pour un prix de 1,50 € par action. Conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), l'Initiateur lancera prochainement une offre publique d'achat obligatoire sur les actions de la Société, au même prix de 1,50 € par action, avec l'intention, dans le cas où les actionnaires de SSI n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de SSI, de procéder au retrait obligatoire de la Société.

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

- (i) « La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;
- (ii) « Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I – 2°) ;
- (iii) « Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°) ;
- (iv) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).

Dans le seul cadre de l'offre publique d'achat obligatoire, nous estimons que le prix de 1,50 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par *Hologic Hub*, Initiateur de l'Offre, aux actionnaires ayant cédé le bloc de contrôle.

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons aucun élément qui permette de penser que les accords conclus avec les dirigeants de la Société, les actionnaires cédants, ou que les accords connexes conclus avec d'anciens dirigeants ou créanciers de la Société, ont biaisé les conditions financières de l'Offre. Par ailleurs, nous sommes assurés que le remboursement des obligations et la renonciation aux BSA *Kreos* ont été réalisés conformément au contrat d'émission de ces instruments, étant précisé que ces montants ne dépendent pas de la valeur de l'action de la Société.

Enfin, dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 1,50 € qui serait versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société serait également équitable d'un point de vue financier, pour les deux raisons suivantes.

Ce prix fait apparaître une prime de 37,4% par rapport aux estimations de la Valeur Transactionnelle de la Société, niveau de prime qui nous semble cohérent avec ceux habituellement pratiqués dans ce type d'offres.

Cette prime est par ailleurs sous-estimée, car elle est mesurée sur la base d'une estimation de la Valeur Transactionnelle de la Société et non de sa Valeur Intrinsèque (c'est-à-dire la valeur de la Société en *stand-alone*). Or, la Valeur Transactionnelle repose sur le Plan d'Affaires du Management de la Société dont la réalisation en l'absence d'un rapprochement avec *Hologic* est peu probable. Cette Valeur Transactionnelle tient donc déjà compte implicitement d'une fraction de la valeur attendue du rapprochement avec le Groupe.

---

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires de *SuperSonic Imagine*.

Paris, le 28 août 2019.

Pour *Accuracy*,

Henri Philippe  
Associé

Laura Surun  
Directeur

## **Avertissement**

Le présent communiqué a été préparé à des fins d'information uniquement. Il ne constitue pas une offre au public et n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. La diffusion de ce communiqué, l'Offre et son acceptation peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent communiqué sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. SuperSonic Imagine décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.