

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE  
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**

**MILLET  
INNOVATION**

**INITIEE PAR**



**PRESENTEE PAR**

**Note en réponse établie par Millet Innovation**



**PORTZAMPARC**  
BNP PARIBAS GROUP



AUTORITÉ  
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'AMF a apposé le visa n° 19-482 en date du 8 octobre 2019 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Millet Innovation et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

**Avis important**

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet CROWE HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la société Millet Innovation ([www.milletinnovation.com](http://www.milletinnovation.com)) et des exemplaires peuvent être obtenus sans frais auprès de :

**Millet Innovation**

Zone d'activité Champgrand  
309 allée des Lavandes - BP 64  
26270 Loriol sur Drôme

**Portzamparc BNP Paribas Group**

16 rue de Hanovre  
75002 Paris

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Millet Innovation 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 publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

## SOMMAIRE

### Table des matières

<b>1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE</b>	<b>4</b>
<b>2. CONTEXTE DE L'OFFRE</b>	<b>6</b>
2.1 Présentation de l'Initiateur	6
2.2 Acquisition par l'Initiateur d'un bloc majoritaire du capital de la Société	6
2.3 Déclarations de franchissement de seuils	7
2.4 Titres donnant accès au capital	7
<b>3. MOTIFS DE L'OFFRE</b>	<b>7</b>
<b>4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE</b>	<b>8</b>
4.1 Membres du conseil de surveillance ayant participé à la réunion	8
4.2 Décisions du Conseil	8
<b>5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE</b>	<b>10</b>
<b>6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES</b>	<b>10</b>
<b>7. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE</b>	<b>10</b>
<b>8. ACCORDS</b>	<b>10</b>
8.1 Accord relatifs à l'Offre	10
8.2 Autres accords	10
<b>9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE</b>	<b>12</b>
9.1. Structure et répartition du capital de la Société	12
9.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	13
9.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce	13
9.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	13
9.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	13
9.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	13
9.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance et du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	13
9.8. Pouvoirs du Conseil de surveillance et du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	13
9.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	14
9.10. Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	15
<b>10. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT</b>	<b>15</b>

**11. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 17**

**12. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPOSE \_\_\_\_\_17**

## 1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application de l'article L.433-1 du Code monétaire et financier et conformément au titre III du livre II et en particulier aux dispositions des articles 231-1, 233-1 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, Curae Lab, société à responsabilité limitée au capital de 10.000 euros, dont le siège social est situé 3 rue des Quatre Cheminées, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 841 285 083 (l'« **Initiateur** » ou « *Curae Lab* »), elle-même filiale directe à 97% de la société Gestion Technologie Finance Conseil, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital 484.800 euros, dont le siège social est situé 3 rue des Quatre Cheminées, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 318 744 406 (« Groupe GTF »), s'est irrévocablement engagée à offrir aux actionnaires de Millet Innovation, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 952.890 euros, dont le siège social est situé ZA Champgrand, 309 allée des Lavandes - BP 64, 26270 Loriol sur Drome, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Romans sous le numéro 418 397 055 (« **Millet Innovation** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth, compartiment offre au public, d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010304402 et le mnémonique ALINN, d'acquérir la totalité de leurs actions Millet Innovation au prix de 20,20 euros par action (le « Prix d'Offre ») payable exclusivement en numéraire dans les conditions décrites ci-après (l'« Offre »).

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions de la Société.

L'Offre revêt un caractère obligatoire en raison du franchissement en hausse, du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société par Curae Lab, suite à l'acquisition par l'Initiateur (l'« Acquisition ») le 24 juin 2019 (la « Date de Réalisation ») de :

- i) l'intégralité des actions détenues par la société Holding Managers et Millet (« **HMM** »)<sup>1</sup>, soit 1.421.872 actions de la Société, représentant 74,61% du capital et autant de droits de vote de la Société<sup>2</sup>, au prix de 20,06 euros par action (le « **Prix de Cession HMM** »), et
- ii) de 245.491 actions représentant 12,88% du capital et des droits de vote de la Société au prix de 20,20 euros par action, soit égal au Prix d'Offre, auprès de la société Héphaïstos (« **Héphaïstos** »)<sup>3</sup>, de Messieurs Jean-Claude, Damien et Hervé Millet, de la société Tell'Im<sup>4</sup>, de la société Martin Participations<sup>5</sup>, de Madame Jocelyne Martin, de Messieurs Pierre et Laurent Martin, de Madame Sophie Martin, de Monsieur Sébastien Martin, de la société Riffard Participations<sup>6</sup> et de Monsieur Jean-Marie Riffard (ci-après « **Certains Actionnaires Historiques** », et ensemble avec HMM les « **Actionnaires Cédants** »).

Suite à ces acquisitions l'Initiateur détenait, 1.667.363 actions Millet Innovation représentant 87,49% du capital et des droits de vote de la Société.

---

<sup>1</sup> HMM est la holding de la famille Millet, comprenant également au capital différents salariés de la Société, les membres de la famille Martin et des associés tiers.

<sup>2</sup> Sur la base d'un capital composé au 24 juin 2019, de 1.905.780 actions représentant autant de droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

<sup>3</sup> La société Héphaïstos est contrôlée par Monsieur Jean-Claude Millet et a pour objet de représenter les inventeurs Monsieur Jean-Claude Millet et Monsieur Antoine Koyazounda, dont elle gère les droits.

<sup>4</sup> La société Tell'Im est contrôlée par Monsieur Hervé Millet.

<sup>5</sup> La société Martin Participations est contrôlée par la famille Martin.

<sup>6</sup> La société Riffard Participations est contrôlée par la famille Riffard.

L'Initiateur a par ailleurs acquis sur le marché 68.882 actions entre le 19 septembre 2019 et le 27 septembre 2019 (inclus) au Prix d'Offre, conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information déposé le 18 septembre 2019 auprès de l'AMF et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

A la date des présentes, l'Initiateur détient 1.736.245 actions représentant 91,10% du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre vise la totalité des actions non encore détenues par l'Initiateur, à l'exception (i) des 1.411 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes et (ii) des 7.397 actions détenues par les dirigeants (les Actions Non Transférables des Dirigeants, tel que ce terme est défini aux paragraphes 5 et 8.1), soit 160.727 actions ordinaires de la Société, représentant 8,43 % du capital et des droits de vote de la Société.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée et a été déposée en application des articles 233-1 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

Portzamparc, filiale du Groupe BNP Paribas, (l'« Etablissement Présentateur » ou « Portzamparc »), en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre (dont le projet de note d'information) auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 18 septembre 2019.

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

Par décision de conformité en date du 8 octobre 2019, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n°19-481 en date du 8 octobre 2019 sur le projet de note d'information de la société Curae Lab.

. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

Suite à l'acquisition d'actions Millet Innovation sur le marché réalisée conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, Millet Innovation (la « Société ») a été informée que le Groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale, la société à responsabilité limitée Curae Lab (ci-après « Curae Lab »), a franchi le 25 septembre 2019 les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société.

La Société a également été informée de l'intention de Curae Lab de demander à l'AMF dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'offre publique d'achat simplifiée la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions Millet Innovation dans les conditions de l'article L.433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions Millet Innovation non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues) moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 20,20 euros par action) étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions Millet Innovation du marché Euronext Growth.

## 2. CONTEXTE DE L'OFFRE

### 2.1 *Présentation de l'Initiateur*

L'Initiateur est une société de droit français, contrôlée directement par le Groupe GTF, qui a pour objectif d'être une société de produits de santé référente dédiée à la médecine du quotidien et à certaines médecines de spécialité. A ce titre, elle détient des participations au capital de sociétés en particulier dans les secteurs des compléments alimentaires et des dispositifs médicaux.

Le Groupe GTF est présent dans la commercialisation des produits de santé, comprenant deux activités : (i) une offre de conseil et de services via ses filiales GSA Healthcare et GSA Formation, et (ii) les activités de l'Initiateur. Le Groupe GTF compte en 2019 près de 400 collaborateurs en France et en Belgique et a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 72,6 millions d'euros en 2018. Le Groupe GTF, après la cession de son laboratoire TONIPHARM au 31 décembre 2018, a décidé d'accélérer son développement, au travers de l'Initiateur, par croissance externe en France et à l'international autour de deux axes : les compléments alimentaires et les dispositifs médicaux, l'Acquisition s'inscrivant ainsi pleinement dans la stratégie du Groupe GTF. Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, une description des caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sera mise à disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

### 2.2 *Acquisition par l'Initiateur d'un bloc majoritaire du capital de la Société*

L'Acquisition résulte de discussions entre le Groupe GTF et les Actionnaires Cédants. Dans ce cadre, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » en application du guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée publié par l'AMF. L'Initiateur estime que les informations remplissant les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) N° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, qui ont pu être données à titre confidentiel dans le cadre de la data room, ont été publiées depuis ou seront publiées dans la documentation relative à l'Offre.

Le 7 juin 2019 (la « **Date d'Annonce** »), les Actionnaires Cédants ont annoncé leur entrée en négociation exclusive avec le Groupe GTF, en vue de la cession d'un bloc majoritaire représentant entre 79,45% et 83,84% du capital et des droits de vote de la Société donnant lieu à l'ouverture d'une période de préoffre (cf. D&I 219C0941 en date du 11 juin 2019).

La conclusion de l'Acquisition était sujette à la réalisation de conditions préalables usuelles et des procédures de consultation des instances représentatives du personnel. Il est précisé que l'Acquisition n'est pas sujette à l'obtention des autorisations au titre du contrôle des concentrations par une autorité de la concurrence en France ou en Tunisie, dans les pays où opère la Société.

A l'issue de la procédure d'information et de consultation des instances représentatives du personnel de la Société, lesquelles ont émis un avis positif en faveur du projet de cession de la majorité des actions de la Société à l'Initiateur, les Actionnaires Cédants et l'Initiateur ont annoncé la signature d'un contrat d'Acquisition d'actions de droit français (le « **Contrat d'Acquisition** ») intervenue à la Date de Réalisation. A cette date, l'Initiateur a acquis auprès des Actionnaires Cédants 1.667.363 actions de la Société représentant 87,49% du capital et des droits de vote de la Société, étant précisé que ces actions cédées représentent l'intégralité des actions détenues par les Actionnaires Cédants. Il est précisé que les termes de l'Acquisition ne prévoient aucune clause de complément de prix et/ou d'ajustement de prix à la hausse au bénéfice des Actionnaires Cédants. Il est précisé en tant que de besoin que le Contrat d'Acquisition ne prévoit pas de complément de

prix versé en numéraire ou sous toute autre forme aux Actionnaires Cédants si l'Initiateur lançait l'Offre à un prix par action de la Société supérieur au Prix d'Offre de 20,20 euros.

Le Contrat d'Acquisition prévoit en revanche un mécanisme d'ajustement à la baisse du prix de cession initial pour les seuls titres cédés par la Société HMM d'un montant maximum d'un million d'euros, fonction de la performance de chiffre d'affaires au premier semestre 2019.

En application de ces règles, le prix de cession des actions de la Société détenues par HMM initialement fixé à 20,20 euros a été ajusté de 0,14 euro par action, soit 200.000 euros, pour aboutir à un Prix de Cession HMM de 20,06 euros.

Le 28 juin 2019, le Conseil de Surveillance de la Société, a nommé le cabinet CROWE HAF (anciennement HAF Audit & Conseil) représenté par Monsieur Olivier Grivillers en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du règlement général de l'AMF. Il est précisé que cette décision de nomination a été prise par les membres du conseil de surveillance de la Société en fonction avant le changement de gouvernance opéré par l'initiateur et n'étaient donc pas liés à ce dernier.

### ***2.3 Déclarations de franchissement de seuils***

Conformément aux articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF, aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a procédé aux déclarations de franchissement de seuil suivantes :

- Par courrier reçu le 27 juin 2019, la société GTF Conseil a déclaré à l'AMF avoir franchi, le 24 juin 2019, indirectement en hausse, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société et détenir indirectement, par l'intermédiaire de la société Curae Lab qu'elle contrôle, 1 667 363 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 87,49% du capital et des droits de vote de cette société ;
- Par email reçu le 27 juin 2019, la société GTF Conseil a adressé à la Société une copie de la déclaration de franchissement de seuils adressée à l'AMF et a ainsi notifié à la Société avoir franchi les seuils susvisés.

### ***2.4 Titres donnant accès au capital***

A la date d'établissement du présent document, la Société n'a émis aucune action gratuite en cours de période d'acquisition ou de conservation ni aucun droit, option, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. Il n'existe aucun capital potentiel.

## **3. MOTIFS DE L'OFFRE**

L'Offre revêt un caractère obligatoire conformément aux dispositions des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF compte tenu du franchissement à la hausse du seuil de 50% du capital et des droits de vote de Millet Innovation, par Curae Lab.

Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée en application de l'article 233-1 2° du Règlement général de l'AMF.

#### 4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, il est précisé que les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis, le 17 septembre 2019, pour examiner le projet d'Offre, le cas échéant suivie d'un retrait obligatoire, initiée par l'Initiateur et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre, et notamment le caractère équitable du prix de 20,20 euros par action, au regard du rapport du cabinet CROWE HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, expert indépendant, de l'évaluation faite par Portzamparc, établissement présentateur de l'Offre.

##### *4.1 Membres du conseil de surveillance ayant participé à la réunion*

Les membres du conseil de surveillance ayant participé physiquement à cette réunion sont les suivants :

- Monsieur Franck Sinabian, Membre et Président du conseil de surveillance ;
- Monsieur Bertrand Catel, Membre du conseil de surveillance.

Monsieur Gérard Sinabian, Membre et Vice-Président du conseil de surveillance était dument représenté par Monsieur Franck Sinabian.

##### *4.2 Décisions du Conseil*

L'extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est le suivant :

###### **« Avis du Conseil »**

Le Président indique au Conseil de surveillance qu'il doit rendre un avis motivé sur le projet d'Offre initié par Curae Lab, et notamment sur l'intérêt que cette Offre présente ainsi que ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement Général de l'AMF.

Le Conseil de surveillance de la société a pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur, tel qu'il envisage de le déposer auprès de l'AMF, contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Portzamparc, établissement présentateur de l'Offre ;
- le rapport établi par le Cabinet CROWE HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« Expert Indépendant »), conformément aux articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF ;
- le projet de note en réponse de la Société prévu par les articles 231-19 et 231-26 du Règlement Général de l'AMF.

Après examen de ces documents, des termes de l'Offre et des intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois, les membres du Conseil de surveillance ont procédé à un échange de vue sur l'ensemble de ces éléments et ont constaté que :

- L'Offre revêt un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, en raison du franchissement en hausse, du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, résultant de l'acquisition par Curae Lab de 1.667.363 actions représentant 87,49% du capital et des droits de vote de la Société ;
- l'Initiateur s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société. Il tient à la préservation et au développement du talent et du capital intellectuel du personnel de la Société tout en s'assurant de supporter l'ensemble des besoins de ses

clients. Dans ce contexte, il prendrait toutes les dispositions raisonnables pour poursuivre la politique en matière de relations sociales et de gestion des ressources humaines de la Société. Par ailleurs, l'Offre, en élargissant le potentiel de compétences au sein du Groupe GTF, favorisera les possibilités d'évolution du personnel au sein de l'ensemble du Groupe GTF. L'Offre n'emporterait en elle-même aucune remise en cause des accords collectifs en vigueur au sein de la Société. En outre, l'Initiateur envisage de maintenir la localisation actuelle du siège social et des centres opérationnels de la Société ;

- l'Expert Indépendant a obtenu l'ensemble des informations qu'il a jugé nécessaires pour accomplir sa mission, tant de la Société que de l'initiateur ;
- l'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritère en vue de l'évaluation des actions de la Société et ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a donc conclu au caractère équitable du Prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire qui pourrait être mis en œuvre ;
- l'Offre sera suivie d'un Retrait Obligatoire si les conditions requises se trouvent remplies;
- compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et de l'activité de la Société, un maintien de la cotation des actions de la Société aux négociations sur Euronext Growth ne correspond plus au modèle économique et financier de la Société ;
- la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres aux négociations sur Euronext Growth et ainsi de réduire ses coûts de fonctionnement, relativement élevés au regard d'une capitalisation boursière et d'une liquidité sur le titre Millet Innovation particulièrement faibles, de se libérer des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés cotées et ainsi de consacrer toutes ses ressources à son développement ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre.

### Avis

Après avoir effectué toutes ses constatations, le Conseil de surveillance, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant, de l'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre, estime que :

- le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;
- les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la société.

Au vu de ces éléments et notamment du rapport de l'expert indépendant, et après en avoir délibéré, le conseil de surveillance **émet un avis favorable sur l'Offre initiée par Curae Lab, au prix de 20,20 euros par action, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.**

**En conséquence, le Conseil de surveillance recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.**

Ces avis et recommandations ont été pris à l'unanimité des membres du Conseil, étant cependant précisé que le Conseil ne comprend aucun membre indépendant. »

## **5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE**

Il est précisé que les membres du conseil de surveillance ne sont propriétaire d'aucune action de la Société.

Néanmoins, afin de leur permettre de respecter leur obligation statutaire de détenir au moins une action de la Société, il est précisé que l'Initiateur a consenti un prêt de consommation d'une action de la Société à chacun des membres du conseil de surveillance.

Par ailleurs, concernant les actions de la Société détenues par les membres du Directoire, il est précisé qu'aux termes du Contrat d'Acquisition, Mesdames Valérie Chopinet, Solène Grivolat, Pascale Rabeau et Isabelle Lopez (les « Dirigeants ») se sont engagées à ne pas transférer leurs actions pendant une durée de trois ans à compter de la Date de Réalisation (les « Actions Non Transférables des Dirigeants »), étant précisé que lors de la mise en œuvre du retrait obligatoire, leurs actions seront automatiquement transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre et payable en numéraire. Il est précisé que les Dirigeants n'ont pas cédé à l'Initiateur d'actions détenues directement lors de l'Acquisition.

Compte tenu de l'inaccessibilité temporaire de leurs actions, les 7397 actions détenues par les Dirigeants, ne sont pas visées par l'Offre.

## **6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES**

Les 1 411 actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre.

## **7. AVIS DU COMITÉ SOCIAL ET ECONOMIQUE**

Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition, régie par les dispositions des articles L. 2312-45 à L. 2312-51 du Code du travail, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt de l'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

## **8. ACCORDS**

### ***8.1 Accord relatifs à l'Offre***

Néant

### ***8.2 Autres accords***

#### **i) Déclarations des Actionnaires Cédants**

Le Contrat d'Acquisition contient des déclarations relatives notamment aux Actionnaires Cédants et à la Société ainsi que ses filiales.

Certains Actionnaires Cédants, savoir Messieurs Jean-Claude Millet, Damien Millet, Cyril Millet, Séverin Millet, Hervé Millet, Jean-Marie Riffard, Pierre Martin, agissant de façon directe et indirecte et non solidaire entre eux, se sont engagés, expressément et irrévocablement à garantir et à verser à l'Initiateur à titre de réduction du Prix de Cession, l'intégralité du montant de tous préjudices dont la cause résulterait, directement ou indirectement, de l'un et/ou l'autre des événements mentionnés ci-après :

- a) de toute(s) révélation(s) ultérieure(s) de toute augmentation de passif de la Société ou de sa filiale, la société de droit tunisien M.I. Confection (ci-après la « Filiale ») ou de

toute inexistence ou de toute diminution d'actif de la Société ou de sa Filiale par rapport au passif ou à l'actif de référence trouvant son origine avant la Date de Réalisation et se révélant postérieurement ;

- b) de toute réclamation de tiers se rapportant à des faits, événements ou période antérieurs à la date de réalisation de la cession ; et
- c) de tous manquement(s), inexactitude(s), omission(s), erreur(s) et/ou violation(s) de l'une quelconque des déclarations et garanties et/ou des annexes du Contrat d'Acquisition trouvant son origine avant la date de réalisation de la cession et se révélant postérieurement et qui ne donnerait pas droit à réparation au titre des paragraphes précédents,

Le montant global et total des réparations dont les garants pourraient être tenus en application de cette garantie ne pourra en aucun cas excéder le montant maximum et global d'un million cinq cent mille euros, sauf exceptions.

ii) Autres accords spécifiques du Contrat d'Acquisition

Le Contrat d'Acquisition comporte en outre, certains accords spécifiques :

- a) Un engagement d'accompagnement, à titre gracieux, de la part de Monsieur Jean-Claude Millet et de la société Héphaïstos au profit de l'Initiateur, jusqu'au 31 décembre 2020, étant précisé que la société Héphaïstos représente les inventeurs dont elle gère les droits, en particulier Monsieur Jean-Claude Millet ;
- b) Un engagement de la part de Monsieur Jean-Claude Millet et de la société Héphaïstos visant à continuer de permettre à la Société de disposer librement des droits sur les inventions auxquelles il a contribué personnellement et à ne réclamer aucune rémunération ou indemnisation supplémentaire à celle prévue dans les deux conventions relatives à la propriété intellectuelle conclues entre la Société et la société Héphaïstos, à savoir (i) la convention d'assistance sur la gestion de l'innovation et de la propriété intellectuelle conclue en 2003 (ci-après la « **Convention d'Assistance** »), et (ii) le contrat d'innovation conclu en 2006 (ci-après le « **Contrat d'Innovation** »). A la Date de Réalisation, le Contrat d'Innovation a été résilié et la Convention d'Assistance a été modifiée comme suit :
  - L'assistance en matière de dossiers de propriété industrielle est résiliée à effet à la Date de Réalisation ; et
  - Les conditions de règlement des rémunérations relatives aux innovations proposées à la Société par Héphaïstos sont modifiées de sorte qu'à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2020, seules deux innovations, concernant uniquement Monsieur Jean-Claude Millet, feront l'objet de la poursuite des rémunérations avec un versement anticipé de toutes les sommes dues jusqu'à la fin de validité des brevets, sur la base de la rémunération versée au titre de ces deux brevets pour l'année 2019. A titre illustratif, sur la base des rémunérations versées en 2018 sur ces deux brevets, le montant de toutes sommes dues jusqu'à la fin de validité des deux brevets serait de l'ordre de 0,3 million d'euros. Le versement emportera résiliation de la prestation de proposition d'innovation de la Convention d'Assistance. Il est précisé que les conditions de rémunération ne sont pas modifiées, seules les conditions de règlement des rémunérations le sont ; et

- c) Des engagements de non-concurrence, de non-débauchage et de loyauté des Actionnaires Cédants, ceux-ci reconnaissant que le prix de cession de leurs participations au capital de la Société (le Prix de Cession HMM pour HMM ou le Prix d'Offre pour Certains Actionnaires Historiques) intègre la juste contrepartie des engagements de non-concurrence, de non-débauchage et de loyauté.
- d) Un nouveau bail commercial afférent aux locaux principaux exploités par la Société, en renouvellement d'un précédent bail portant sur les mêmes biens et droits immobiliers, a été conclu entre la Société et la société civile immobilière Lunegarde IV, société appartenant indirectement à la famille Millet et dont le gérant est Monsieur Damien Millet (ci-après la « SCI »). Il est précisé que les conditions financières prévalant dans le bail antérieur ont été maintenues, seule la révision de l'indexation prévue en septembre 2019 ayant été réalisée par anticipation en juin 2019.

### iii) Accords avec les Dirigeants

L'Initiateur souhaitant s'assurer du soutien du management au projet de rapprochement, Mesdames Valérie Chopinet, Solène Grivolat, Pascale Rabeau et Isabelle Lopez, se sont engagées, au travers du Contrat d'Acquisition, à (i) continuer à exercer leurs différentes fonctions et mandat(s) social (ux) au sein de la Société et de la Filiale pour une période minimum de trois ans à compter de la Date de Réalisation, et (ii) ne pas transférer leurs actions pendant une durée de trois ans à compter de la Date de Réalisation, étant précisé que lors de la mise en œuvre du retrait obligatoire, leurs actions seront automatiquement transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre et payable en numéraire. Il est précisé que les Dirigeants n'ont pas cédé à l'Initiateur d'actions détenues directement lors de l'Acquisition.

A la date d'établissement du présent document, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun accord autre que ceux susvisés susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

## 9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

### 9.1. *Structure et répartition du capital de la Société*

A la date du présent document et à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
<b>Curae Lab</b>	<b>1 736 245</b>	<b>91,10%</b>
Actions auto-détenues	1 411	0,07%
Actions non transférables des dirigeants	7 397	0,39%
Public	160 727	8,43%
<b>Total</b>	<b>1 905 780</b>	<b>100,00%</b>

A la date d'établissement du présent document, la Société n'a émis aucune valeur mobilière ni titre susceptible de donner accès au capital. Il n'existe aucun capital potentiel

## **9.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions**

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

Les dispositions de l'article L.233-11 prévoyant la notification à l'AMF, de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions cotées sur un marché réglementé, ne sont pas applicables à la Société dont les titres sont admis sur Euronext Growth.

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

A la connaissance de la Société, à la date du présent document, le capital de la Société est réparti comme indiqué au paragraphe 9.1 ci-dessus.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux.

## **9.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote, à l'exception de l'engagement pris par les « Dirigeants », au travers du Contrat d'Acquisition, à ne pas transférer leurs actions pendant une durée de trois ans à compter de la Date de Réalisation, étant précisé que lors de la mise en œuvre du retrait obligatoire, leurs actions seront automatiquement transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre et payable en numéraire.

## **9.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance et du directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société**

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de surveillance et du directoire sont fixées par les statuts de la Société (articles 18 et 21 des statuts).

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

## **9.8. Pouvoirs du Conseil de surveillance et du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions**

Les pouvoirs et attributions du conseil de surveillance et du Directoire sont décrits aux articles 20 et 23 des statuts.

Le Directoire ne dispose à ce jour d'aucune autorisation ou délégation de compétence en matière d'augmentation de capital.

En matière de programme de rachat d'actions, le Directoire dispose d'une autorisation lui permettant de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L.225-209 du Code de commerce, consentie par l'assemblée générale des actionnaires du 28 juin 2019, étant précisé que les caractéristiques du programme sont les suivantes :

- Pourcentage de rachat maximum autorisé : 10 % ;
- Prix d'achat unitaire maximum (hors frais) : 30 euros ;
- Montant maximum global des achats : 150 000 euros ;
- Modalité des rachats : l'acquisition de ces actions pourra être effectuée par tous moyens et notamment en bourse ou de gré à gré, y compris par acquisition ou cession de blocs d'actions ou par l'utilisation d'instruments financiers dérivés ou optionnels et aux époques que le Directoire appréciera
- Finalités des achats :
  - o permettre l'achat d'actions dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie AMAFI en date du 8 mars 2011 reconnue par la décision de l'Autorité des Marchés Financiers en date du 21 mars 2011 ;
  - o mettre en œuvre tout plan d'options d'achat d'actions de la société, dans le cadre des dispositions des articles L.225-177 et suivants du Code de commerce ou toute attribution gratuite d'actions dans le cadre des dispositions des articles L.225-197-1 et suivants du Code de commerce ;
  - o les remettre lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant droit par remboursement, conversion, échange, présentation d'un bon ou d'un titre de créance convertible ou échangeable en actions de la société ou de tout autre manière à l'attribution d'actions de la société ;
  - o les conserver en vue de leur remise ultérieure à titre de paiement ou d'échange dans le cadre d'opérations éventuelles de croissance externe dans le respect des pratiques de marchés admises par l'Autorité des marchés financiers ;
  - o les annuler en vue notamment d'optimiser le résultat par action dans le cadre d'une réduction du capital social;
  - o mettre en œuvre toute pratique de marché qui viendrait à être admise par l'Autorité des marchés financiers et, plus
  - o généralement, de réaliser toute opération conforme à la réglementation en vigueur ;
- Cette autorisation a été consentie pour une durée de dix-huit mois qui expirera le 27 décembre 2020.

A ce jour, la Société détient 1 411 actions auto-détenues (étant précisé que la Société n'apportera pas ces actions auto-détenues à l'Offre).

***9.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts***

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modification d'accords conclus par la Société ou l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

**9.10. Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du conseil de surveillance ou du Directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

**10. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, la Société a procédé le 28 juin 2019 à la désignation du cabinet CROWE HAF (anciennement HAF Audit & Conseil) représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet CROWE HAF a rendu un rapport le 17 septembre 2019 reproduit en Annexe de la présente note en réponse.

La conclusion dudit rapport est reproduite ci-après :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 20,20€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
<b>Méthodes principales :</b>					
Méthode des transactions de référence Cession par HMM (74,61% du capital)		20,06 €		20,06 €	0,7%
Cession par certains actionnaires historiques (12,88% du capital)		20,20 €		20,20 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	13,99 €	15,28 €	16,91 €	15,79 €	28,0%
Méthode des comparables boursiers*	12,56 €	n.a.	15,52 €	15,07 €	34,0%
<b>Méthodes secondaires :</b>					
Référence au cours de bourse**					
Cours moyen pondéré 20 jours		17,07 €		17,07 €	18,3%
Cours moyen pondéré 60 jours		17,19 €		17,19 €	17,5%
Cours moyen pondéré 6 mois		17,23 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 12 mois		18,44 €		n.a.	n.a.
Méthode des transactions comparables***	16,53 €	n.a.	19,82 €	22,47 €	-10,1%

n.a. : non applicable

\*retenue à titre indicatif par l'établissement présentateur

\*\*retenue à titre principal par l'établissement présentateur ; moyenne effectuée au 7 juin 2019 (date de l'annonce de l'opération)

\*\*\*présentée à titre indicatif par l'établissement présentateur

Il est rappelé que le 24 juin 2019, le groupe GTF Conseil, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, a conclu des transactions de gré à gré avec HMM, actionnaire majoritaire de Millet Innovation, et certains actionnaires historiques de la Société, portant sur l'acquisition par Curae Lab de deux blocs hors marché respectivement de 1.421.872 et 245.491 actions Millet Innovation, soit 1.667.363 actions au total (87,49% du capital), à des prix unitaires de 20,06€ et 20,20€, le prix de cession des actions détenues par HMM intégrant un ajustement de prix à la baisse de 0,14€ par action résultant du chiffre d'affaires réalisé par Millet Innovation au cours du premier semestre 2019.

*En rémunération de ces cessions récentes, HMM et les autres actionnaires cédants ont reçu des montants respectifs de 20,06€ et 20,20€ par action Millet Innovation cédée, soit un prix global des transactions de 33.480.733€ (28.521.814€ pour HMM et 4.958.918€ pour les autres actionnaires cédants). Ces transactions constituent des références significatives car elles portent sur une part importante du capital de Millet Innovation, les 1.667.363 titres cédés au total représentant 87,49% du capital.*

*Le prix offert dans le cadre de la présente Offre (20,20€) est légèrement supérieur à celui obtenu par HMM (20,06€), actionnaire détenant avant la transaction 74,61% du capital de Millet Innovation, et est équivalent à celui reçu par les autres actionnaires cédants dans le cadre de cette transaction (20,20€).*

*L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.*

*A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 20,20€ par action, égale au prix d'Offre.*

*Notre analyse fait ressortir des valeurs de :*

- 20,06€ (cession par HMM) et 20,20€ (certains actionnaires historiques) pour la méthode des transactions de référence sur le capital de Millet Innovation ;
- 15,79€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 15,07€ pour la méthode des comparables boursiers ;
  
- 17,07€ (cours moyen 20 jours) à 17,19€ (cours moyen 60 jours) pour la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- 22,47€ par la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

*Le prix offert de 20,20€ par action dans le cadre de la présente Offre :*

- présente une prime de 0,7% (cession par HMM) et ni prime ni décote (certains actionnaires historiques) sur le prix des transactions de référence intervenues récemment sur le capital de Millet Innovation ;
- présente une prime de 28,0% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 34,0% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
  
- présente des primes de 17,5% (cours moyen 60 jours) à 18,3% (cours moyen 20 jours) sur la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- présente une décote de 10,1% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

*L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité et une possibilité de monétiser leur participation dans des conditions de prix similaires à la transaction de référence et sans ajustement de prix à la baisse. Ce prix présente une prime sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation mises en œuvre à titre principal et sur la référence au cours de bourse.*

*Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 20,20€ par action Millet Innovation est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Millet Innovation. »*

**11. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ**

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Millet Innovation 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 publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

**12. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE**

*« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Le 8 octobre 2019

Millet Innovation

Représentée par Monsieur Eric Maillard

Président du Directoire

## ANNEXE



### **Crowe HAF**

85 rue Edouard Vaillant  
92300 Levallois-Perret (Paris)

Tél +33 (0)1 41 05 98 40

Fax +33 (0)1 45 19 72 18

[contact@crowe-haf.fr](mailto:contact@crowe-haf.fr)

[www.crowe-haf.fr](http://www.crowe-haf.fr)

# **RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE MILLET INNOVATION INITIEE PAR LA SOCIETE CURAE LAB**

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles  
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France  
SAS au capital de 200 000 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00060 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2019 Crowe HAF

# SOMMAIRE

<b>1</b>	<b>Présentation de l'opération</b>	<b>23</b>
1.1	Sociétés concernées par l'opération	23
1.1.1	Présentation de la société initiatrice	23
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre	23
1.1.2.1	Activité du groupe Millet Innovation	23
1.1.2.2	Historique de Millet Innovation	24
1.1.2.3	Actionnariat du groupe Millet Innovation	25
1.1.2.4	Comptes annuels historiques de Millet Innovation	25
1.1.2.5	Performance financière historique 2016–2018	26
1.1.2.6	Performance financière semestrielle juin 2017– juin 2019	30
1.1.2.7	Equilibre bilanciel et trésorerie	32
1.1.2.8	Activité et chiffre clés de MI Confection Sarl (Tunisie)	34
1.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre	35
1.2.1	Contexte et motifs de l'Offre	35
1.2.2	Termes de l'Offre	36
<b>2</b>	<b>Présentation de l'expert indépendant</b>	<b>37</b>
2.1	Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	37
2.1.1	Présentation générale	37
2.1.2	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	37
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	38
2.3	Déclaration d'indépendance	38
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	39
2.5	Rémunération	39
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise	39
2.6.1	Programme de travail	39
2.6.2	Calendrier de l'étude	40
2.6.3	Liste des personnes rencontrées	41
2.6.4	Informations utilisées	41
<b>3</b>	<b>Éléments d'appréciation du prix proposé</b>	<b>42</b>
3.1	Données structurant l'évaluation	42

3.1.1	Référentiel comptable _____	42
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions _____	43
3.1.3	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres _	43
3.1.4	Business plan et périmètre _____	45
3.2	Méthodes d'évaluation écartées _____	45
3.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC) _____	45
3.2.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) _____	46
3.2.3	Méthode d'actualisation des dividendes futurs _____	46
3.2.4	Référence aux objectifs de cours des analystes _____	46
3.2.5	Référence au prix de revient des titres Millet Innovation dans les comptes d'HMM _____	46
3.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal _____	47
3.3.1	Transaction récente intervenue sur le capital de la société _____	47
3.3.1.1	Transaction récente intervenue sur le capital de la société _____	47
3.3.1.2	Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre _____	49
3.3.1.3	Conclusion _____	54
3.3.2	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow) _____	54
3.3.2.1	Définition de la méthode _____	54
3.3.2.2	Analyse du business plan de Millet Innovation _____	54
3.3.2.3	Détermination des flux de trésorerie nets disponibles _____	57
3.3.2.4	Détermination du taux d'actualisation _____	57
3.3.2.4.1	<i>Approche court terme</i> _____	57
3.3.2.4.2	<i>Approche long terme</i> _____	58
3.3.2.4.3	<i>Conclusion sur le taux d'actualisation retenu</i> _____	59
3.3.2.5	Calcul de la valeur terminale _____	59
3.3.2.6	Résultats chiffrés _____	59
3.3.2.7	Analyse de sensibilité _____	60
3.3.3	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables 60	60
3.3.3.1	Echantillon des sociétés comparables retenu _____	60
3.3.3.2	Analyse des comparables boursiers _____	62
3.3.3.3	Multiples obtenus et choix des multiples _____	62
3.3.3.4	Application de la méthode _____	63
3.3.3.5	Résultats _____	63
3.4	Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire _____	63
3.4.1	Méthode des transactions comparables _____	63

3.4.1.1	Choix de l'échantillon	64
3.4.1.2	Analyse des transactions	64
3.4.1.3	Multiplés obtenus	65
3.4.1.4	Application de la méthode	65
3.4.1.5	Résultats	65
3.4.2	Méthode du cours de bourse	66
3.4.2.1	Analyse de la liquidité du cours de bourse	66
3.4.2.2	Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	67
4	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur	70
4.1	Éléments d'appréciation du prix d'Offre des actions	70
4.1.1	Méthodes d'évaluation écartées :	70
4.1.2	Méthodes d'évaluation retenues :	70
4.1.2.1	Transactions récentes sur le capital de Millet Innovation	71
4.1.2.2	Méthode des flux de trésorerie actualisés	71
4.1.2.3	Méthode des comparables boursiers	73
4.1.2.4	Méthode du cours de bourse	74
5	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	75

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF (anciennement HAF Audit & Conseil), membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil de Surveillance de la société Millet Innovation le 28 juin 2019 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT  
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE  
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE MILLET INNOVATION  
INITIEE PAR LA SOCIETE CURAE LAB**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « OPAS »), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, portant sur les actions de la société Millet Innovation (ci-après « Millet Innovation » ou la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de Surveillance de cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application des articles 261-1-I 1° et 2° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil de Surveillance de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, l'Initiateur qui détient 87,49% du capital et des droits de vote ayant des représentants au Conseil de Surveillance de la cible et ayant conclu des accords avec les dirigeants de la société visée ; et de l'article 261-1-II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de Millet Innovation dans le cadre de l'Offre s'établit à 20,20€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Millet Innovation, ses conseils et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

# **1 Présentation de l'opération**

## **1.1 Sociétés concernées par l'opération**

### **1.1.1 Présentation de la société initiatrice**

La société Curae Lab (ci-après « l'Initiateur »), qui détient 87,49% du capital et des droits de vote de Millet Innovation, est une société à responsabilité limitée au capital de 10.000 euros dont le siège social est situé 3 rue des 4 Cheminées, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 841.285.083.

Contrôlée directement par le groupe GTF, Curae Lab est une société de droit français qui a pour objectif, d'être une société de produits de santé référente dédiée à la médecine du quotidien et certaines médecines de spécialité. A ce titre, elle détient des participations au capital de sociétés en particulier dans les secteurs des compléments alimentaires et des dispositifs médicaux.

Le groupe GTF opère auprès des industriels et professionnels de santé depuis plus de trente ans dans la commercialisation des produits de santé comprenant présentement deux activités : une offre de conseil et de services via ses filiales GSA Healthcare et GSA Formation, et les activités de Curae Lab.

Le groupe GTF compte près de 400 collaborateurs en France et en Belgique et a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 72,6m€ en 2018.

Suite à la cession de son laboratoire Tonipharm au 31 décembre 2018, le groupe GTF accélère son développement, au travers de sa filiale Curae Lab, par croissance externe en France et à l'international autour de deux axes : les compléments alimentaires et les dispositifs médicaux.

### **1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre**

La société Millet Innovation, est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 952.890 euros dont le siège social est situé dans la zone artisanale de Champgrand, 309 allée des Lavandes, 26270 Loriol-sur-Drôme, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Romans-sur-Isère, sous le numéro 418.397.055, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment offre au public d'Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0010304402.

#### **1.1.2.1 Activité du groupe Millet Innovation**

Millet Innovation est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de produits médicaux et cosmétiques destinés aux soins de la personne.

Elle dispose d'une filiale en Tunisie MI Confection Sarl qui travaille à façon exclusivement pour Millet Innovation, en réalisant les opérations de couture et d'emballage pour retourner des produits finis, prêts à la vente.

La marque phare du groupe, Epitact, est leader dans le domaine de la podologie en pharmacie et propose une large gamme (protections, orthèses légères et cosmétiques) pour le pied. Elle a initialisé une gamme de maintien des articulations (main, genou, poignet...).

Issus de technologies innovantes intégrant notamment des gels de silicones, ces produits ont été développés pour assurer le soin et le confort des pieds et des articulations.

Les solutions et pansements agissent de manière complémentaire afin de prévenir, soulager et traiter les douleurs plantaires, ampoules, cors, durillons plantaires, hallux valgus – « oignon du pied » -, ongles bleus mais aussi soulager les douleurs chroniques sans bloquer le mouvement en cas de rhizarthrose (arthrose du pouce) et d'arthrose du genou.

La marque Epitact, dont l'essentiel du marché concerne les plus de cinquante ans, s'adresse à ces pathologies chroniques avec le concept qu'elle a inventé de produits lavables et réutilisables. Ces marchés historiques sont la base du développement de la marque.

Fort du succès de l'orthèse corrective hallux valgus dédiée au pied, Epitact détenant 75% du marché de cette pathologie, Millet Innovation a développé les orthèses d'activité qui agissent à la fois de manière mécanique en limitant les mouvements involontaires d'une articulation et de manière proprioceptive en agissant sur le confort et la confiance de l'utilisateur dans son articulation. Millet Innovation a tout d'abord développé une orthèse du pouce dédiée à la rhizarthrose (arthrose du pouce) avant de lancer sur le marché en 2018 le Physiostrap Médical dédié au genou et plus particulièrement à l'arthrose du genou, et Carp'Activ, orthèse dédiée au canal carpien.

Les produits sont pour la plupart brevetés et sont tous fabriqués par la Société avec l'intervention de sa filiale en Tunisie dans le cycle de fabrication. Millet Innovation a déposé 25 brevets, parmi lesquels 20 génèrent du chiffre d'affaires, les 5 autres constituant un réservoir de technologies. Près de 63% des ventes concernent ainsi des produits protégés par un brevet international.

La Société a également, à titre accessoire, une activité de négoce de produits cosmétiques, produits de confort, produits chaussant et compléments alimentaires : crème anti-âge, laits hydratants, lotions toniques, savons, compléments nutritionnels, chaussures de la marque Finn Comfort.

Millet Innovation distribue principalement ses produits via les pharmacies et grossistes en pharmacie en France, Epitact étant présent dans plus de 8.000 pharmacies françaises, et dans plusieurs pays européens (Belgique, Italie, Portugal, Allemagne, Espagne, Suisse, Pays-Bas et Royaume-Uni).

Elle commercialise également ses produits via les réseaux de distributions suivants : les distributeurs en podologie en France et à l'export, et le réseau de la vente par correspondance à travers les sites internet marchands [epitactsport.com](http://epitactsport.com) et [epitact.com](http://epitact.com).

#### 1.1.2.2 Historique de Millet Innovation

Millet Innovation, anciennement Epitact MD, a été fondée en 1998 suite à la proposition de l'entrepreneur Jean-Claude Millet à Jean-Luc Martin de refonder son entreprise de sous-traitance en s'appuyant sur ses savoir-faire.

Jean-Luc Martin est le créateur des premiers assemblages de gels silicone qui ont permis de débiter l'activité de Millet Innovation et il est aussi à la base de tous les développements de procédés de fabrication originaux. Jean-Claude Millet est un créateur d'entreprise, fondateur de la société Imaje (parmi les leaders mondiaux de l'imprimante jet d'encre) mais aussi un membre titulaire de l'Académie des technologies de France.

Jean-Claude Millet rejoint Jean-Luc Martin en lui proposant de définir une nouvelle vocation à la Société: les interfaces de confort pour le corps humain.

Depuis, l'équipe de Millet Innovation gravite autour de Damien Millet devenu directeur d'exploitation de Millet Innovation en 2000, directeur de la vente directe en 2002 et enfin Président du Directoire en 2003.

Le 27 mars 2006, Millet Innovation est introduit en bourse sur le marché Alternext (désormais Euronext Growth) de Paris.

Postérieurement à son introduction en bourse, la Société poursuit sa croissance et entame son développement à l'international en s'implantant sur de nouveaux marchés géographiques : la Belgique en 2007, l'Italie en 2008 et l'Espagne en 2011.

En 2012, la Société construit un entrepôt sous couvert d'un bail à construction avec la SCI propriétaire des terrains.

En 2013, Millet Innovation crée la filiale tunisienne MI Confection Sarl qui réalise du travail à façon exclusivement pour Millet Innovation.

En 2017 et 2018, Millet Innovation, qui commercialise déjà ses produits en France et dans quelques pays européens (Belgique, Italie, Portugal, Allemagne, Espagne et Suisse) procède au démarrage de ventes aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

### 1.1.2.3 Actionnariat du groupe Millet Innovation

Préalablement à la cession de son bloc majoritaire, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Société HMM <sup>1</sup>	1 421 872	74,61%
Société Hephaïstos <sup>2</sup>	95 784	5,03%
Monsieur Jean-Claude Millet	1	0,00%
Société MARTIN PARTICIPATIONS <sup>3</sup>	21 838	1,15%
Madame Jocelyne Martin	34 764	1,82%
Monsieur Pierre Martin	30	0,00%
Monsieur Laurent Martin	11 413	0,60%
Madame Sophie Martin	12 182	0,64%
Monsieur Sébastien Martin	5 380	0,28%
Société RIFFARD PARTICIPATIONS <sup>4</sup>	21 036	1,10%
Monsieur Jean-Marie Riffard	30	0,00%
Monsieur Damien Millet	4 060	0,21%
Monsieur Hervé Millet	9 247	0,49%
Société TELL'IM <sup>5</sup>	29 726	1,56%
Certains actionnaires historiques	245 491	12,88%
<b>Total actionnaires cédants</b>	<b>1 667 363</b>	<b>87,49%</b>
Actions auto-détenues	1 411	0,07%
Actions non transférables des Dirigeants	7 397	0,39%
Flottant	229 609	12,05%
<b>Total</b>	<b>1 905 780</b>	<b>100,0%</b>

Source : Projet de note d'information

<sup>1</sup> Holding Managers et Millet SAS, société contrôlée par les membres de la famille Millet à hauteur de 71,6% du capital et des droits de vote, le solde du capital et des droits de vote étant détenu par certains salariés de la Société à hauteur de 18,3%, les membres de la famille Martin et membres de la famille Riffard à hauteur de 5,05% et par des associés tiers à hauteur de 5,04%

<sup>2</sup> Société contrôlée par Monsieur Jean-Claude Millet et a pour objet de représenter les inventeurs Monsieur Jean-Claude Millet et Monsieur Antoine Koyazounda, dont elle gère les droits

<sup>3</sup> Société contrôlée par la famille Martin

<sup>4</sup> Société contrôlée par la famille Riffard

<sup>5</sup> Société contrôlée par Monsieur Hervé Millet

### 1.1.2.4 Comptes annuels historiques de Millet Innovation

Les comptes annuels historiques de Millet Innovation sont des comptes sociaux qui n'intègrent pas l'activité de sa filiale tunisienne MI Confection et intègrent les flux existants avec cette entité dont les dividendes versés par MI Confection à Millet Innovation.

Il est précisé que le groupe constitué par la holding Holding Managers et Millet (qui détenait Millet Innovation à hauteur de 74,61%), Millet Innovation et MI Confection (filiale de Millet Innovation détenue à 99,995% par cette dernière), établit des comptes consolidés au niveau de la société assujettie à l'obligation de production des comptes consolidés, à savoir Holding Managers et Millet sur la base des comptes des trois sociétés. Nous n'avons pas retenu ces comptes consolidés dans le cadre de nos travaux de valorisation, ceux-ci intégrant les flux et opérations de la société holding Holding Managers et Millet.

Les chiffres clés de MI Confection Sarl, filiale non consolidée dans les comptes de Millet Innovation qui sont publiés, sont présentés de manière distincte en 1.1.2.7 du présent rapport.

#### 1.1.2.5 Performance financière historique 2016–2018

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

<b>Millet Innovation - Compte de résultat - 12 mois</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>23 164</b>	<b>21 436</b>	<b>21 902</b>
<i>% de croissance</i>	6,2%	-7,5%	2,2%
Production stockée	641	-578	416
Production immobilisée	383	423	308
Achat de mat. premières et marchandises et var. de stock	-3 105	-2 312	-2 733
<i>En % du CA</i>	-13,4%	-10,8%	-12,5%
Autres achats et charges externes	-12 404	-11 427	-12 870
<i>En % du CA</i>	-53,5%	-53,3%	-58,8%
Impôts, taxes et versements assimilés	-239	-223	-221
Charges de personnel	-3 947	-4 099	-4 455
<i>En % du CA</i>	-17,0%	-19,1%	-20,3%
Autres charges et produits d'exploitation	-141	-225	-183
<b>Résultat brut d'exploitation</b>	<b>4 352</b>	<b>2 996</b>	<b>2 164</b>
<i>Marge brute d'exploitation</i>	18,8%	14,0%	9,9%
Dot. aux amortissements	-807	-856	-822
<i>En % du CA</i>	-3,5%	-4,0%	-3,8%
Dot. aux provisions nets des reprises	237	-122	180
Subventions d'exploitation	9	6	1
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>3 791</b>	<b>2 023</b>	<b>1 523</b>
<i>Marge d'exploitation</i>	16,4%	9,4%	7,0%
<i>Produits financiers</i>	945	1 122	618
<i>dont dividendes de MI Confection Sarl</i>	889	1 068	573
<i>Charges financières</i>	-106	-104	-103
Résultat financier	839	1 018	515
Résultat exceptionnel	-223	67	-154
Participation des salariés aux résultats de l'entreprise	-277	-124	-49
Impôt sur les sociétés	-1 161	-571	-366
Crédit Impôt Recherche	158	129	164
<b>Résultat net</b>	<b>3 127</b>	<b>2 542</b>	<b>1 633</b>

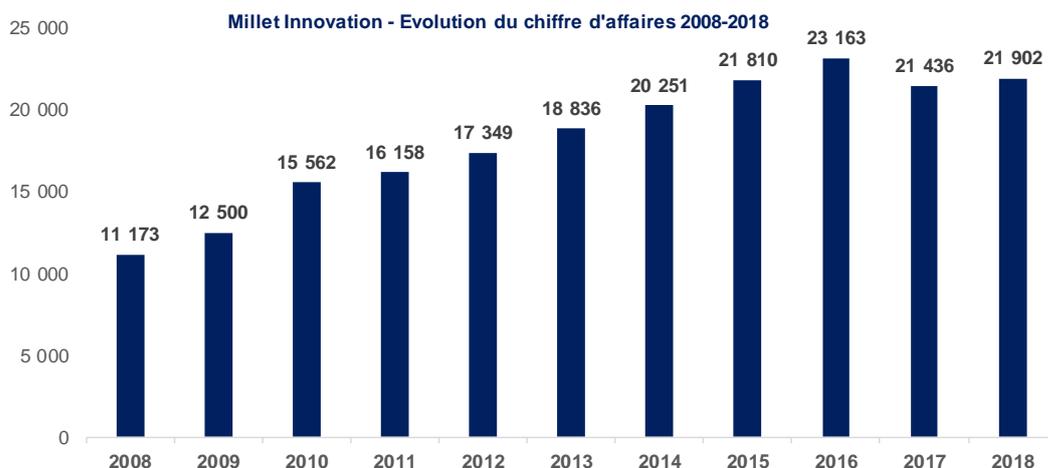
Source : Etats financiers annuels 2016, 2017 et 2018 de Millet Innovation

#### Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires de Millet Innovation est constitué de ventes de produits développés en interne et distribués en majeure partie aux pharmacies et grossistes en pharmacie en France et en Europe (92,4% du chiffre d'affaires 2018) ; et dans une moindre mesure aux distributeurs véricistes et en podologie en France et à l'export, et via les sites internet marchands epitactsport.com et epitact.com (7,0%). Les produits de Millet Innovation sont également commercialisés auprès de magasins de sport (0,5%) et d'autres réseaux (0,1%).

Le chiffre d'affaires est en diminution sur la période 2016-2018 passant de 23.164k€ en 2016 à 21.902k€ en 2018, la Société ayant vu son activité décroître en 2017 (-7,5%) avant de connaître un léger rebond en 2018 (+2,2%).

Auparavant, Millet Innovation avait vu depuis 2008 son chiffre d'affaires croître de 11.173k€ à 23.164k€ en 2016, soit une croissance annuelle moyenne de 9,5% sur la période, portée par la progression constante des ventes des produits historiques de podologie et l'implantation sur de nouveaux marchés géographiques en Europe (Italie, Espagne et Suisse notamment).



L'évolution du chiffre d'affaires depuis 2016 est marquée par l'arrivée à maturité des produits historiques de podologie et l'érosion de leurs ventes suites aux périodes initiales d'implantation, compensée par l'élargissement de la gamme vers les orthèses d'activité (main et genou notamment) et l'orthopédie dite classique.

Cette croissance a pesé sur les marges dans la mesure où la Société s'est diversifié vers des segments moins margés tels que le sport et des marchés géographiques moins margés que la France (pays le mieux margé avec des ventes directes aux points de vente et peu de pression concurrentiel). Par ailleurs, des efforts de communication importants ont été nécessaires pour pénétrer les nouveaux marchés (produit ou géographique).

La décroissance de l'année 2017 (-1,7m€ soit -7,5%) résulte notamment d'un échec dans la nouvelle tentative de distribution en pharmacie en Allemagne conduisant à l'absence de commandes cette même année (-0,7m€ de chiffre d'affaires) et d'un écart négatif sur le marché espagnol, où les lancements de produits en 2017 n'ont pas compensé le passage en phase de réassort de la gamme Epitact Sport suite à son implantation massive en 2016 (-0,9m€ de chiffre d'affaires).

En 2018, l'activité de Millet Innovation connaît une légère croissance (+0,5m€ soit +2,2%) portée par la progression des ventes dans la plupart des marchés à l'exception d'une baisse des ventes conjoncturelle et structurelle en Espagne (-0,9m€), l'exercice étant également marquée par la conquête de deux nouveaux marchés : la Grande-Bretagne (+0,3m€) et les Pays-Bas (+0,8m€). Le chiffre d'affaires en France reste quant à lui stable à 9,0m€.

Le chiffre d'affaires de Millet Innovation est majoritairement réalisé à l'export en Europe (Italie, Belgique, Pays-Bas et Espagne notamment), l'activité en France à travers 8.000 pharmacies notamment, représentant toutefois une part prépondérante de l'activité avec 45,5% du chiffre d'affaires total en 2018 contre 43,5% en 2016 et 47,5% en 2017.

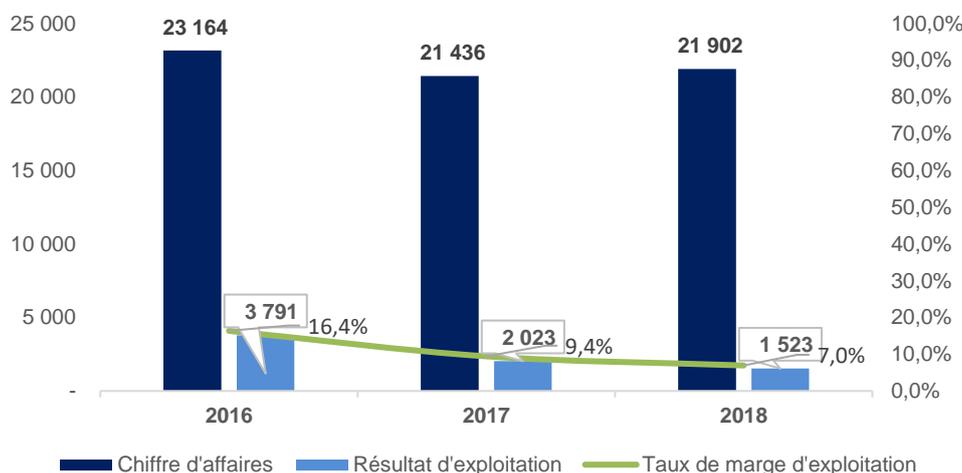
#### Le résultat brut d'exploitation (s'apparente à l'Excédent Brut d'Exploitation)

Les charges d'exploitation de Millet Innovation comprennent principalement les achats de matières premières, les coûts de sous-traitance (qui relèvent essentiellement de la filiale de confection tunisienne), les dépenses de communication et de commercialisation, les frais généraux de fonctionnement (loyer et honoraires principalement), les charges de personnel.

Le résultat brut d'exploitation s'élève à 2.164k€ en 2018 contre 4.352k€ en 2016 et représente 9,9% du chiffre d'affaires contre 18,8% en 2016.

### Le résultat d'exploitation

L'évolution de la marge d'exploitation historique de Millet Innovation sur la période 2016-2018 est présentée ci-dessous :



Le taux de marge d'exploitation historique de Millet Innovation observé sur la période 2016 à 2018 décroît et s'élève respectivement à 16,4%, 9,4% et 7,0% en 2016, 2017 et 2018.

En 2017, le résultat d'exploitation est en recul par rapport à 2016 et s'établit à 2.023k€ soit un taux de marge de 9,4%. Ce recul résulte de la baisse du chiffre d'affaires (-7,5%) sur l'exercice, les charges de personnel restant stables entre 2017 et 2016 en valeur absolue (4.099k€ en 2017) et les dépenses de communication, pour faire connaître les nouveaux produits, étant plus significatives.

Malgré la hausse du chiffre d'affaires en 2018 (+2,2%), le résultat d'exploitation régresse par rapport à 2017 et s'élève à 1.523k€, soit un taux de marge de 7,0%. Cette baisse s'explique principalement par le renforcement en 2018 des investissements en communication (création d'un nouveau film dédié au Physiotrap, création et diffusion d'un film consacré à la nouvelle orthèse de repos du pouce, campagnes de communication aux Pays-Bas et premières campagnes télévisuelles en Grande-Bretagne) et par la hausse des charges de personnel sur l'exercice (20,3% du chiffre d'affaires contre 19,1% en 2017), des recrutements ayant été réalisés pour compléter les équipes R&D, marketing et la force commerciale au cours du second semestre 2017 et comptent en année pleine en 2018.

Ainsi, le ralentissement de l'activité est venu réduire la rentabilité du groupe Millet Innovation sur la période d'analyse, la Société supportant des dépenses de communication importantes pour lancer la commercialisation de nouveaux produits et continuant de renforcer ses effectifs pour construire des équipes adaptées aux perspectives de développement.

Le résultat d'exploitation évolue corrélativement au résultat brut d'exploitation, les amortissements, qui découlent principalement de l'amortissement des frais de développement et des brevets, ne variant pas significativement et restant compris entre 3,5% à 4,0% du chiffre d'affaires selon les années.

### Le résultat financier

Le résultat financier de la Société est structurellement positif eu égard aux dividendes reçus de sa filiale de confection tunisienne. Il s'élève à 515k€ en 2018 contre 839k€ en 2016.

Son évolution découle des dividendes encaissés de MI Confection en fonction des années (573k€ en 2018, 1.068k€ en 2017 et 889k€ en 2016).

Les charges financières comprennent quant à elles principalement les intérêts de la dette auprès des établissements de crédit et restent quasiment stables entre 2016 et 2018 (autour des 100k€).

### Le résultat net

Le résultat net s'élève à 1.633k€ en 2018. Il inclut -154k€ de résultat exceptionnel comprenant essentiellement la provision pour risque comptabilisée en 2018 pour 146k€ au titre du risque de redressement en droits de douane.

La Société étant bénéficiaire, sa charge d'impôt sur les bénéfices hors CIR<sup>7</sup> s'élève à 366k€ en 2018.

Millet Innovation génère structurellement du CIR qui résulte des coûts de recherche et développement engagés par la Société pour développer de nouveaux produits. Le niveau de CIR reste stable sur la période observée (164k€ en 2018).

### EBITDA<sup>8</sup> et EBIT<sup>9</sup>

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé un multiple d'EBITDA et d'EBIT afin de valoriser la Société par la méthode des multiples. Par conséquent, nous avons retraité le compte de résultat historique de certains éléments afin d'extérioriser un EBITDA et un EBIT de Millet Innovation sur les années historiques, retraitements que nous avons également effectué sur les agrégats prévisionnels du plan d'affaires. Ces retraitements nous permettent d'avoir des agrégats qui répondent aux définitions des normes internationales et qui sont plus comparables aux EBITDA et aux EBIT des sociétés comparables retenues dans nos échantillons pour les multiples de comparables boursiers et de transactions comparables.

Ainsi, le tableau suivant présente pour les années 2016 à 2018 le passage du résultat brut d'exploitation présenté dans les états financiers de la Société à l'EBITDA et du résultat d'exploitation à l'EBIT :

<b>Passage du résultat brut d'exploitation et du résultat d'exploitation à l'EBITDA et l'EBIT - 12 mois</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>
<b>Résultat brut d'exploitation</b>	<b>4 352</b>	<b>2 996</b>	<b>2 164</b>
<i>Marge brute d'exploitation</i>	18,8%	14,0%	9,9%
Dot. aux amortissements	-807	-856	-822
Dot. aux provisions nets des reprises	237	-122	180
Subventions d'exploitation	9	6	1
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>3 791</b>	<b>2 023</b>	<b>1 523</b>
<i>Marge d'exploitation</i>	16,4%	9,4%	7,0%
Crédit Impôt Recherche	158	129	164
Participation des salariés aux résultats de l'entreprise	-277	-124	-49
<b>EBIT</b>	<b>3 672</b>	<b>2 028</b>	<b>1 638</b>
<i>Marge d'EBIT</i>	15,9%	9,5%	7,5%
Dot. aux amortissements	807	856	822
<b>EBITDA</b>	<b>4 479</b>	<b>2 885</b>	<b>2 460</b>
<i>Marge d'EBITDA</i>	19,3%	13,5%	11,2%

Le taux de marge d'EBIT s'élève ainsi respectivement à 15,9%, 9,5% et 7,5% en 2016, 2017 et 2018.

<sup>7</sup> Crédit d'Impôt Recherche

<sup>8</sup> Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization

<sup>9</sup> Earnings Before Interest & Tax

Le taux de marge d'EBITDA s'élève ainsi respectivement à 19,3%, 13,5% et 11,2% en 2016, 2017 et 2018.

#### 1.1.2.6 Performance financière semestrielle juin 2017– juin 2019

Le compte de résultat synthétique au 30 juin 2017, 2018 et 2019 se présente comme suit :

Millet Innovation - Compte de résultat semestriel - 6 mois			
En k€	30/06/2017	30/06/2018	30/06/2019
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>12 699</b>	<b>12 815</b>	<b>13 462</b>
<i>% de croissance</i>	-11,9%	0,9%	5,1%
Production stockée	-148	461	-339
Production immobilisée	204	159	155
Achat de mat. premières et marchandises et var. de stock	-1 389	-1 718	-1 432
<i>En % du CA</i>	-10,9%	-13,4%	-10,6%
Autres achats et charges externes	-6 946	-8 209	-7 987
<i>En % du CA</i>	-54,7%	-64,1%	-59,3%
Impôts, taxes et versements assimilés	-131	-113	-115
Charges de personnel	-2 215	-2 499	-2 528
<i>En % du CA</i>	-17,4%	-19,5%	-18,8%
Autres charges et produits d'exploitation	-96	-84	-104
<b>Résultat brut d'exploitation</b>	<b>1 978</b>	<b>812</b>	<b>1 111</b>
<i>Marge brute d'exploitation</i>	15,6%	6,4%	8,8%
Dot. aux amortissements	-414	-428	-404
<i>En % du CA</i>	-3,3%	-3,3%	-3,0%
Dot. aux provisions nets des reprises	-87	20	142
Subventions d'exploitation	5	1	0
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1 482</b>	<b>405</b>	<b>850</b>
<i>Marge d'exploitation</i>	11,7%	3,2%	6,7%
<i>Produits financiers</i>	1 095	601	861
<i>dont dividendes de MI Confection Sarl</i>	1 068	573	842
<i>Charges financières</i>	-51	-48	-37
Résultat financier	1 043	554	823
Résultat exceptionnel	35	14	37
Participation des salariés aux résultats de l'entreprise	-42	0	0
Impôt sur les sociétés	-534	-75	-264
Crédit Impôt Recherche	53	75	128
<b>Résultat net</b>	<b>2 037</b>	<b>972</b>	<b>1 575</b>

Source : Etats financiers semestriels au 30 juin 2019 et 2018 de Millet Innovation

#### Chiffre d'affaires :

Le chiffre d'affaires de Millet Innovation au 30 juin 2019 s'élève à 13.462k€ contre 12.699k€ au 30 juin 2017.

Une saisonnalité du chiffre d'affaires de la Société est observée, le chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> semestre représentant en moyenne 60% du chiffre d'affaires de l'année de 2015 à 2018.

Après avoir vu le chiffre d'affaires se stabiliser au 30 juin 2018 (+0,9%), Millet Innovation voit son chiffre d'affaires croître de 5,1% au 30 juin 2019 suite à la poursuite de la mise en place des gammes de produits dans les nouveaux marchés géographiques de la Société (Royaume-Uni et Irlande).

#### Le résultat brut d'exploitation (s'apparente à l'Excédent Brut d'Exploitation)

Le résultat brut d'exploitation s'élève à 1.111k€ au 30 juin 2019 contre 1.978k€ au 30 juin 2017 et représente 8,8% du chiffre d'affaires contre 15,6% au 30 juin 2017.

### Le résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation de Millet Innovation s'élève à 850k€ au 30 juin 2019 contre 1.482k€ au 30 juin 2017.

Le taux de marge d'exploitation, qui s'établissait à 11,7% au 30 juin 2017, a tout d'abord connu une forte baisse (-850 points de base) au 30 juin 2018 pour atteindre 3,2% en raison de la démarche d'investissements dans la création de nouveaux marchés conduisant la Société à investir près de 900k€ supplémentaires en communication, marketing et création de réseau.

Le taux de marge d'exploitation connaît un rebond au 30 juin 2019 et s'établit à 6,7% ce qui s'explique d'une part par l'amélioration de la marge brute en raison d'un mix produit et pays plus avantageux et de la stabilisation au global de l'effort de communication consenti au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2019.

Le résultat d'exploitation évolue ainsi corrélativement au résultat brut d'exploitation, les amortissements ne variant pas significativement et restant compris entre 3,0% à 3,3% du chiffre d'affaires selon les années.

### Le résultat financier

Le résultat financier de Millet Innovation au 30 juin 2019 s'élève à 823k€ contre 1.043k€ au 30 juin 2017.

Les dividendes étant versés par sa filiale MI Confection au cours du premier semestre, son évolution découle des dividendes encaissés selon les années (842k€ au premier semestre 2019, 573k€ au premier semestre 2018 et 1.068k€ au premier semestre 2017).

### Le résultat net

Le résultat net s'établit à 1.575k€ au 30 juin 2019 et intègre un résultat exceptionnel de 37k€, une charge d'impôt sur les sociétés (hors CIR) de 264k€ et un CIR de 128k€.

### EBITDA et EBIT

Le tableau suivant présente pour les semestres au 30 juin 2017, 30 juin 2018 et 30 juin 2019 le passage du résultat brut d'exploitation présenté dans les états financiers de la Société à l'EBITDA et du résultat d'exploitation à l'EBIT :

Passage du résultat brut d'exploitation et du résultat d'exploitation à l'EBITDA et l'EBIT - 6 mois			
En k€	30/06/2017	30/06/2018	30/06/2019
<b>Résultat brut d'exploitation</b>	<b>1 978</b>	<b>812</b>	<b>1 111</b>
<i>Marge brute d'exploitation</i>	15,6%	6,4%	8,8%
Dot. aux amortissements	-414	-428	-404
Dot. aux provisions nets des reprises	-87	20	142
Subventions d'exploitation	5	1	0
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1 482</b>	<b>405</b>	<b>850</b>
<i>Marge d'exploitation</i>	11,7%	3,2%	6,3%
Crédit Impôt Recherche	53	75	128
Participation des salariés aux résultats de l'entreprise	-42	0	0
<b>EBIT</b>	<b>1 493</b>	<b>480</b>	<b>978</b>
<i>Marge d'EBIT</i>	11,8%	3,7%	7,3%
Dot. aux amortissements	414	428	404
<b>EBITDA</b>	<b>1 907</b>	<b>908</b>	<b>1 382</b>
<i>Marge d'EBITDA</i>	15,0%	7,1%	10,3%

Le taux de marge d'EBIT s'élève ainsi respectivement à 11,8%, 3,7% et 7,3% au 30 juin 2017, 2018 et 2019.

Le taux de marge d'EBITDA s'élève ainsi respectivement à 15,0%, 7,1% et 10,3% au 30 juin 2017, 2018 et 2019.

### 1.1.2.7 Equilibre bilancier et trésorerie

#### Bilan économique

<b>Millet Innovation - Bilan économique</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2017</b>	<b>31/12/2018</b>	<b>30/06/2019</b>
Immobilisations incorporelles	3 241	3 854	4 027
Immobilisations corporelles	1 076	1 018	950
Immobilisations financières	183	184	187
<i>dont titres MI Confection Sarl</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
<b>Actif immobilisé</b>	<b>4 500</b>	<b>5 056</b>	<b>5 164</b>
Actifs courants	11 020	10 734	12 915
Passifs courants	-3 173	-3 115	-5 266
<b>Besoin en fonds de roulement</b>	<b>7 847</b>	<b>7 619</b>	<b>7 649</b>
<b>Capitaux employés</b>	<b>12 348</b>	<b>12 675</b>	<b>12 813</b>
Capital social	953	953	953
Primes d'émission	3 785	3 785	3 785
Réserves et report à nouveau	5 666	6 723	8 355
Résultat net	2 542	1 633	1 575
Subvention d'investissement & provisions réglementées	44	42	41
<b>Capitaux propres</b>	<b>12 990</b>	<b>13 136</b>	<b>14 710</b>
<b>Provisions pour risques et charges</b>	<b>356</b>	<b>496</b>	<b>507</b>
Dettes financières*	2 989	1 750	1 205
Trésorerie	-4 055	-3 502	-4 492
<b>Dettes financières nette (+) / Trésorerie nette (-)</b>	<b>-1 066</b>	<b>-1 752</b>	<b>-3 287</b>
<b>Dettes sur immobilisations</b>	<b>66</b>	<b>796</b>	<b>884</b>
<b>Capitaux investis</b>	<b>12 348</b>	<b>12 675</b>	<b>12 813</b>

Source : Etats financiers annuels 2017 et 2018 et semestriels au 30 juin 2019 de Millet Innovation

\*dont 48k euros d'avances remboursables auprès de la BPI au 30 juin 2019

Au 30 juin 2019, l'actif immobilisé se compose essentiellement d'immobilisations incorporelles qui s'établissent à 4.027k€. Elles incluent notamment la valeur nette des brevets (1.661k€ à fin juin 2019) correspondant aux dépenses de brevets (conception de la rédaction, dépôt, défenses des brevets, frais d'acquisitions et valorisation des licences exclusives accordés par les inventeurs) ; les frais de développement activés (1.078k€ à fin juin 2019) composés d'études techniques, de la valorisation des charges de personnel lié au développement et des travaux menés sur des procédés innovants de fabrication ; et le fonds commercial (1.055k€ à fin juin 2019) apporté lors de la fusion absorption de Epitact SA par Epitact MD (devenu Millet Innovation) en 2000.

Les immobilisations corporelles s'élèvent à 950k€ au 30 juin 2019 et sont constituées principalement de la valeur nette comptable de l'entrepôt construit en 2012 (investissement total de 672k€) pour 401k€ et des outillages industriels pour 330k€ constitués notamment des machines spéciales développées pour industrialiser la production et de moules permettant la fabrication des composants.

Les immobilisations financières s'établissent à 187k€ et correspondent principalement à la valeur nette comptable des titres de la filiale MI Confection (100k€), des cautions et dépôts de garantie (47k€) et la valeur comptable des actions autodétenues (19k€).

Le besoin en fonds de roulement, structurellement positif, est analysé ci-après.

Les capitaux propres de Millet Innovation s'élèvent à 14.710k€ au 30 juin 2019. Leur évolution depuis le 31 décembre 2017 découle des résultats réalisés sur l'exercice 2018 (1.633k€) et au cours du premier semestre 2019 (1.575k€) ainsi que des dividendes versés (1.485k€ en 2018 au titre de l'exercice 2017).

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 507k€ au 30 juin 2019 contre 356k€ au 31 décembre 2017. Elles se composent au 30 juin 2019 des indemnités de départ à la retraite pour 345k€ et de provisions pour risques pour 162k€ dont 146k€ ont été provisionnés courant 2018 pour tenir compte d'un risque de redressement en droits de douane, la Société étant sous contrôle de l'administration douanière au titre des exercices 2014 à 2017.

La trésorerie nette de Millet Innovation s'élève à 3.287k€ au 30 juin 2019. Elle est principalement constituée de trésorerie pour 4.492k€ correspondant à des disponibilités (3.592k€) et des valeurs mobilières de placement (900k€) et d'emprunts auprès des établissements de crédit (1.157k€) correspondant à des crédits construction, crédit de fonds de roulement et un contrat innovation. La trésorerie nette de Millet Innovation est donc excédentaire.

La dette sur immobilisation s'élève à 884k€ au 30 juin 2019. Elle correspond à la valorisation d'un accord de licence pour le montant des redevances futures telles qu'estimées à la date de clôture des comptes, la contrepartie étant à l'actif en actif immobilisé.

La structure financière de la société est en conclusion solide.

#### Besoin en fonds de roulement (BFR)

Millet Innovation - BFR			
En k€	31/12/2017	31/12/2018	30/06/2019
Stocks	5 839	6 368	6 050
<i>en jours de CA</i>	<i>99 jours</i>	<i>106 jours</i>	<i>82 jours</i>
Créances clients	3 844	3 172	5 707
<i>en jours de CA</i>	<i>65 jours</i>	<i>53 jours</i>	<i>77 jours</i>
Autres créances courantes	1 337	1 193	1 158
<i>en jours de CA</i>	<i>23 jours</i>	<i>20 jours</i>	<i>16 jours</i>
<b>Actifs courants</b>	<b>11 020</b>	<b>10 734</b>	<b>12 915</b>
Dettes fournisseurs	-1 862	-2 001	-3 503
<i>en jours de CA</i>	<i>-32 jours</i>	<i>-33 jours</i>	<i>-47 jours</i>
Autres dettes courantes	-1 311	-1 114	-1 763
<i>en jours de CA</i>	<i>-22 jours</i>	<i>-19 jours</i>	<i>-24 jours</i>
<b>Passifs courants</b>	<b>-3 173</b>	<b>-3 115</b>	<b>-5 266</b>
<b>BFR</b>	<b>7 847</b>	<b>7 619</b>	<b>7 649</b>
<b>Chiffre d'affaires*</b>	<b>21 436</b>	<b>21 902</b>	<b>13 462</b>
<b>BFR en jours de CA</b>	<b>134 jours</b>	<b>127 jours</b>	<b>104 jours</b>
<b>BFR en % de CA</b>	<b>36,6%</b>	<b>34,8%</b>	<b>28,4%</b>

\*chiffre d'affaires du 1er semestre 2019 (6 mois) au 30/06/2019

La Société dégage structurellement un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») sur la période observée, Millet Innovation ayant des délais de rotation de stock de plusieurs mois.

Le BFR de Millet Innovation se compose principalement des stocks (produits intermédiaires et finis notamment), des créances clients, des dettes fournisseurs, les autres composantes étant moins significatives.

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement d'autres actifs courants (créance fiscale notamment tel que le CIR et le CICE, charges constatées d'avance) et passifs courants (dettes fiscales et sociales).

Le BFR de Millet Innovation s'établit à 104 jours de chiffre d'affaires au 30 juin 2019. La baisse du BFR entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2019 s'explique principalement par l'évolution en partie saisonnière, compte tenu de la répartition sur l'année de l'activité, du stock, des créances clients et des dettes fournisseurs, les délais fournisseurs étant plus important à fin juin 2019 (47 jours) qu'à fin décembre 2017 (32 jours) et la durée de rotation des stocks plus courte.

Un niveau de BFR proche de 130 jours de chiffre d'affaires a été considéré comme normatif, en concertation avec la direction financière de Millet Innovation correspondant au niveau moyen du BFR observé entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2018.

#### 1.1.2.8 Activité et chiffre clés de MI Confection Sarl (Tunisie)

La filiale tunisienne MI Confection a une activité de travailleur à façon pour Millet Innovation qui est son unique client. Elle réalise, suivant les cahiers des charges fournis par la Société, les seules opérations de confection (au sens d'assemblage par couture des produits, pour certains produits des opérations de découpe), de contrôle qualité et d'emballage (mise en étuis), étant précisé que la Société lui envoie les matières premières, les produits semis finis et fournitures d'emballage et la Société reçoit de la filiale des produits finis.

MI Confection clôture ses comptes annuels chaque année au 31 décembre. Les chiffres clés de la filiale sur les trois derniers exercices se présentent comme suit :

MI Confection - Chiffres clés				
En k€	2016	2017	2018	2019 (6 mois)
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>2 362</b>	<b>1 453</b>	<b>2 017</b>	<b>1 166</b>
% de croissance	n/c	-38,5%	38,8%	n/c
Valeur ajoutée	2 003	1 204	1 919	1 097
En % du CA	84,8%	82,9%	95,2%	94,1%
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1 084</b>	<b>432</b>	<b>856</b>	<b>608</b>
En % du CA	45,9%	29,7%	42,4%	52,2%
<b>Résultat net</b>	<b>1 122</b>	<b>730</b>	<b>1 002</b>	<b>571</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>1 448</b>	<b>762</b>	<b>986</b>	<b>674</b>
Endettement	0	0	0	0
<b>Trésorerie nette</b>	<b>n/c</b>	<b>292</b>	<b>531</b>	<b>128</b>
Effectif annuel moyen	197	208	228	n/c
Dividendes versés à Millet Innovation	889	1 068	574	842

Source : Comptes annuels 2016, 2017 et 2018

n/c : non communiqué

Le chiffre d'affaires de la filiale tunisienne MI Confection s'élève à 2.017k€ en 2018. Il a évolué significativement (+38,8%) en 2018 suite à la mise en production de la gamme d'orthopédie, permettant la constitution des stocks initiaux et les ventes, et à la hausse des volumes de ventes du Physiostrap.

Le résultat d'exploitation de MI Confection est de 856k€, soit un taux de marge d'EBIT de 42,4%. Les charges d'exploitation comprennent essentiellement des frais afférents à l'outil productif et aux charges de personnel, les effectifs ayant par ailleurs progressé entre 2016 (197) et 2018 (228).

La filiale MI Confection, dont les capitaux propres s'élèvent à 674k€ au 30 juin 2019, n'est pas endettée et dispose d'une trésorerie nette de 128k€. MI Confection distribue régulièrement un dividende à Millet Innovation.

## 1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

### 1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

A travers un communiqué en date du 7 juin 2019, la société Holding Managers et Millet (ci-après « HMM »), société contrôlée par les membres de la famille Millet à hauteur de 71,61% du capital et des droits de vote<sup>10</sup> et détenant une participation de 74,61% du capital et des droits de vote de la Société, et certains actionnaires historiques<sup>11</sup> de Millet Innovation détenant une participation de 13,47% du capital et des droits de vote de la Société, ont annoncé leur entrée en négociations exclusives avec le Groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, en vue de lui céder leur participation majoritaire au sein du capital de Millet Innovation.

Le 24 juin 2019, HMM et certains actionnaires historiques ont annoncé la finalisation ce même jour de la cession au Groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, du bloc majoritaire portant sur 87,49% du capital et des droits de vote de Millet Innovation et qui représente l'intégralité des titres détenus par HMM (74,61% du capital et des droits de vote), et la majeure partie des titres détenus par certains actionnaires historiques (12,88% du capital et des droits de vote).

Le transfert de ce bloc majoritaire s'est fait en numéraire au prix de 20,20€ par action Millet Innovation, ce prix ayant fait pour HMM exclusivement, l'objet d'un ajustement à la baisse d'un montant de l'ordre de 0,14€ par action (soit un prix de 20,06€ par action), en fonction du chiffre d'affaires hors taxes réalisé par Millet Innovation sur la période du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2019. En outre, certains des cédants ont consenti à Curae Lab une garantie d'actif et de passif, laquelle serait, pour les intéressés, susceptible également d'impacter à la baisse le prix de cession de leurs titres.

A l'issue de cette opération, le groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, a porté sa participation au capital de Millet Innovation à 87,49% du capital et des droits de vote.

Conformément à la réglementation applicable et aux dispositions des articles 234-2 et suivants et 233-1 2<sup>o</sup> et suivants du règlement général de l'AMF, Curae Lab dépose une offre publique d'achat simplifiée sur le solde du capital de Millet Innovation à un prix identique de 20,20€ par action Millet Innovation.

Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions Millet Innovation non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues), étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions Millet Innovation du marché Euronext Growth.

---

<sup>10</sup> Le solde du capital et des droits de vote étant détenue par différents salariés de Millet Innovation à hauteur de 18,3%, les membres de la famille Martin à hauteur de 5,05% et par des associés tiers à hauteur de 5,04%

<sup>11</sup> La société Héphaïstos (holding familial de Mr. Jean-Claude Millet), Mr. Jean-Claude Millet, Mr. Damien Millet, Mr. Hervé Millet, la société Tell'Im (holding familial de Mr. Hervé Millet), la société Martin Participations (holding de la famille Martin), Mme Jocelyne Martin, Mr. Pierre Martin, Mr. Laurent Martin, Mme Sophie Martin, Mr. Sébastien Martin, la société Riffard Participations (holding de la famille Riffard), Mr. Jean-Marie Riffard

L'Offre permettra par ailleurs aux actionnaires minoritaires de disposer de l'opportunité de céder leurs actions Millet Innovation dans le cadre de l'Offre et d'obtenir ainsi une liquidité immédiate.

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier les principales orientations stratégiques et de développement mises en place par son management.

A ce jour, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative sur les coûts ou les revenus susceptible de bénéficier à la Société ou à l'Initiateur, et pouvant être identifiée ou calculée à la date du présent rapport. Par ailleurs, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion de Millet Innovation avec l'Initiateur ou d'autres sociétés du groupe GTF.

### 1.2.2 Termes de l'Offre

Conformément aux articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur. Elle est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A la date de dépôt du présent rapport, l'Initiateur détient 87,49% du capital et droits de vote de la Société sur la base d'un capital de Millet Innovation composé de 1.905.780 actions et droits de vote de la Société.

A notre connaissance, le capital social de la Société est réparti comme suit à la date du présent rapport :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Curae Lab*	1 667 363	87,49%
Actions auto-détenues	1 411	0,07%
Actions non transférables des Dirigeants	7 397	0,39%
Flottant	229 609	12,05%
<b>Total</b>	<b>1 905 780</b>	<b>100,0%</b>

Source : *Projet de note d'information*

*\*filiale du groupe GTF*

L'Offre vise la totalité des actions Millet Innovation non détenues par l'Initiateur, à l'exception des 1.411 actions auto-détenues par la Société et des 7.397 actions détenues par les Dirigeants<sup>12</sup>.

L'Offre vise ainsi 229.609 actions Millet Innovation représentant 12,05% du capital et des droits de vote moyennant le versement de 20,20 euros par action.

En cas de procédure de Retrait Obligatoire mise en œuvre, les actions Millet Innovation non détenues par Curae Lab seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, soit 20,20 euros par action.

<sup>12</sup> Certains membres du Directoire de Millet Innovation, à savoir Mesdames Valérie Chopinet, Solène Grivolat, Pascale Rabeau et Isabelle Lopez

## **2 Présentation de l'expert indépendant**

### **2.1 Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global**

#### **2.1.1 Présentation générale**

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8<sup>ème</sup> rang avec 35.300 associés et collaborateurs dans plus de 130 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF (anciennement HAF Audit & Conseil) a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Au sein de Crowe France, Crowe HAF intervient essentiellement sur des missions d'audit, d'évaluation et d'assistance aux transactions.

#### **2.1.2 Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »**

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertise indépendante et dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim et Yohan Bonnet, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet Crowe HAF.

## **2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois**

Cinq missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Quotium Technologies initiée par la société Technologies SAS (Avril 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société TxCell initiée par la société Sangamo Therapeutics (Octobre 2018, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Compagnie Foncière Internationale initiée par la société Financière Apsys (Juin 2018, Etablissement présentateur : BNP Paribas) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société IGE+XAO initiée par la société Schneider Electric Industries (Novembre 2017, Etablissement présentateur : BNP Paribas) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Thermocompact initiée par la société Thermo Technologies (Octobre 2017, Etablissement présentateur : Kepler Cheuvreux).

## **2.3 Déclaration d'indépendance**

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Millet Innovation au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

## **2.4 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l’Autorité des Marchés Financiers**

Le cabinet Crowe HAF est membre de l’association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l’AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs Vice-Président de cette association.

## **2.5 Rémunération**

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s’élève à 36.000€, hors taxes et hors frais.

## **2.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l’expertise**

### **2.6.1 Programme de travail**

#### ***I Prise de connaissance et analyse du contexte***

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l’opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

#### ***II Préparation de l’évaluation***

##### *Analyse du contexte*

- analyse de l’environnement ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

##### *Analyse des données historiques*

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l’évaluation.

##### *Analyse des éléments prévisionnels*

- discussion avec la direction de Millet Innovation et l’établissement présentateur ;
- analyse du plan de Millet Innovation ;
- revue des projections d’activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

##### *Analyse et choix des méthodes d’évaluation à retenir*

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

#### ***III Eléments d’appréciation du prix offert***

Description des méthodes retenues et écartées :

##### *Transactions récentes intervenues sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)*

- analyse du contrat de cession signé le 24 juin 2019 entre Curae Lab d’une part et HMM et certains actionnaires historiques de Millet Innovation d’autre part ;
- analyse de l’acte, daté du 25 juillet 2019, de régularisation de la convention de séquestre du 24 juin 2019 conclu entre HMM (l’actionnaire majoritaire cédant) et Curae Lab .

##### *Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)*

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Millet Innovation ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

*Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)*

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Millet Innovation ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Millet Innovation par analogie en fonction des multiples obtenus.

*Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire)*

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

*Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire)*

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Millet Innovation ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables.

*Méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué (méthodes écartées)*

*Méthode des dividendes (méthode écartée)*

*Référence au prix de revient des titres chez HMM (méthode écartée)*

**IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé**

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Millet Innovation ;
- Appréciation du prix d'Offre.

**V Analyse des accords connexes à l'Offre**

**VI Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur**

**VII Rédaction du rapport d'évaluation**

**VIII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation**

**IX Revue indépendante**

**X Présentation des conclusions au Conseil de Surveillance de Millet Innovation**

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de Millet Innovation a désigné Crowe HAF (anciennement HAF Audit & Conseil), représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 28 juin 2019.

Notre mission s'est déroulée du 28 juin 2019 au 17 septembre 2019. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 28 juin au 8 juillet 2019 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société Millet Innovation et ses conseils.
- du 9 juillet au 16 juillet 2019 : Préparation de l'évaluation. Réunion avec la direction de Millet Innovation.
- du 17 juillet au 3 septembre 2019 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de transactions comparables, analyse des transactions récentes intervenues sur le titre, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation, analyse des opérations connexes à l'Offre.  
Réunions avec la direction de Millet Innovation et l'établissement présentateur.  
Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- du 4 au 17 septembre 2019 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil de Surveillance de Millet Innovation.

### 2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

#### **Millet Innovation (Société objet de l'Offre)**

- Mme. Valérie Chopinet, Directrice Financière et membre du Directoire

#### **GTF Conseil (groupe initiateur de l'Offre via sa filiale Curae Lab)**

- M. Eric Maillard, membre du Directoire
- M. Bertrand Catel, Directeur Général
- Mme. Leslie Hanoun, Directrice Financière

#### **Portzamparc (Etablissement présentateur)**

- M. Cyrille Gonthier, Director, Head of Corporate finance
- M. Stanislas Jannet, Director - Corporate Finance
- M. Yann De Peyrelongue, Analyste Financier

#### **D'hoir Beaufre et associés (Avocats)**

- Me. Philippe D'Hoir, Avocat Associé
- Me. Amélie Meyronin, Avocat Associé

#### **Cygler & Avocats (Avocats)**

- Me. Steve Cygler, Avocat Associé

### 2.6.4 Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- l'étude sur le secteur des équipements et appareils médico-chirurgicaux réalisée par Xerfi en avril 2019,
- les informations publiques sur la société Millet Innovation, notamment sur son site internet,
- les états financiers historiques annuels de Millet Innovation et les rapports financiers annuels au 31 décembre 2016, 2017 et 2018,
- les états financiers semestriels de Millet Innovation au 30 juin 2017, 2018 et 2019,

- les rapports du commissaire aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2018, 2017 et au 30 juin 2019,
- les comptes annuels de MI Confection Sarl (filiale Tunisienne) au 31 décembre 2018 et 31 décembre 2017 et l'arrêté comptable au 30 juin 2019,
- les comptes annuels au 31 décembre 2018 de HMM (société holding détenant 74,61% du capital et des droits de vote de Millet Innovation),
- les informations fournies par la société et notamment le business plan 2019-2022 de la Société établi par la direction financière de Millet Innovation,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ et Euronext*: cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Millet Innovation,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de Portzamparc intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,
- les communiqués de presse des 7 et 24 juin 2019 relatifs aux annonces de HMM et certains actionnaires historiques de Millet Innovation concernant respectivement leur entrée en négociations exclusives puis la finalisation de la cession avec le Groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, en vue de lui céder leur participation majoritaire,
- le contrat de cession et d'acquisition d'actions de la société Millet Innovation signé le 24 juin 2019 entre Curae Lab d'une part et HMM et certains actionnaires historiques de Millet Innovation d'autre part et ses annexes ;
- l'acte de régularisation de la convention du séquestre du 24 juin 2019 conclu entre HMM et Curae Lab le 25 juillet 2019.

### **3 Eléments d'appréciation du prix proposé**

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

#### **3.1 Données structurant l'évaluation**

##### **3.1.1 Référentiel comptable**

La Société, qui ne publie pas de comptes consolidés, applique les normes comptables françaises (ANC n°2018-07<sup>13</sup> du 10 décembre 2018) pour l'établissement de ses comptes annuels, qui ont

---

<sup>13</sup> Modifiant le règlement ANC n°2014-03 relatif au plan comptable général

été certifiés sans réserve par le commissaire aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2018.

Les comptes semestriels de la Société au 30 juin 2019 ont fait l'objet d'un examen limité par le commissaire aux comptes qui n'a pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes avec les normes en vigueur.

Les comptes de la filiale tunisienne MI Confection sont établis selon les normes comptables locales.

### 3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 1.906 milliers.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Millet Innovation correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation diminué de l'auto-détention (1.411 actions auto-détenues par la Société).

Sur la base de ce retraitement, le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève à 1.904 milliers :

	<b>Nb d'actions</b>
Nombre total d'actions au capital	1 905 780
- Autodétention	-1 411
<b>Nombre d'actions en circulation</b>	<b>1 904 369</b>

Source : Rapport financier annuel 2018

### 3.1.3 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La trésorerie de Millet Innovation se compose au 30 juin 2019 de disponibilités pour 3.592k€ et de valeurs mobilières de placement pour 900k€, et s'élève ainsi à 4.492k€.

La trésorerie nette de Millet Innovation, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, est constituée de la trésorerie de Millet Innovation de la Société au 30 juin 2019, qui s'élève à 4.492k€, diminuée du solde des emprunts et dettes auprès des établissements de crédit au 30 juin 2019, d'un montant de 1.157k€.

La dette financière comptable est également composée d'avances remboursables auprès de BPI France pour un montant de 48k€ au 30 juin 2019. Au regard du caractère incertain du remboursement de cette avance conditionnée à la commercialisation de produits sur un marché géographique, nous avons décidé de ne pas retenir ce montant dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ayant pour effet de maximiser la valeur obtenue.

Nous avons considéré les provisions pour pensions et retraites et provisions pour risques<sup>14</sup> comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la trésorerie nette. Au 30 juin 2019, ces engagements s'élevaient respectivement à 345k€ et 158k€.

La trésorerie nette n'a pas été retraitée des intérêts minoritaires, ni des instruments dilutifs ceux-ci étant inexistant au sein du groupe Millet Innovation.

La trésorerie nette ajustée de Millet Innovation s'élève ainsi à 2.833k€ 30 juin 2019 et se présente comme suit :

---

<sup>14</sup> Provision pour risques de redressement en droits de douane pour 146k€ et pour retour produits pour 12k€

<b>En k€</b>	
Disponibilités	3 592
Valeurs mobilières de placement	900
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	-1 157
<b>Trésorerie nette (+) / Endettement financier net (-)</b>	<b>3 335</b>
Provisions pour pensions et retraites	-345
Provisions pour risques	-158
Autres participations	1
<b>Trésorerie (+) / Dette nette ajustée (-)</b>	<b>2 833</b>
Valeur de la quote-part des fonds propres de MI Confection* (DCF)	5 604
<b>Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</b>	<b>8 437</b>

Source : Etats financiers Millet Innovation & MI Confection Sarl au 30/06/2019

\*entité non consolidée dans les comptes de Millet Innovation mais détenue à 99,995% par cette dernière

Enfin, les comptes de Millet Innovation n'étant pas consolidés et n'intégrant pas les comptes de MI Confection mais uniquement les dividendes versés par cette dernière, nous avons également intégré la valeur de la quote-part (99,995%) des fonds propres de la filiale tunisienne MI Confection pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. Cette valeur a été déterminée selon la méthode des flux de trésorerie actualisés.

Pour ce faire, nous avons utilisé le plan d'affaires 2019-2022 de MI Confection établi par le management de la Société qui repose sur les hypothèses suivantes :

- un chiffre d'affaires de MI Confection avec un niveau de croissance identique à celui de la Société (décrit ci-après en 3.3.2.2) ;
- une marge d'EBIT de 40% ;
- des dotations aux amortissements de 50k€ par an.

Concernant les hypothèses d'investissement, nous avons retenu des investissements d'un niveau identique aux amortissements indiqués dans le plan d'affaires. Le niveau de BFR retenu sur la durée du plan d'affaires correspond au niveau moyen observé historiquement en 2018 et 2017, soit 58 jours de chiffre d'affaires.

Le flux normatif retenu pour le calcul de la valeur terminale repose quant à lui sur les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à l'infini de 2% en phase avec le taux de croissance retenu pour la Société ;
- une marge d'EBIT de 40%, à un niveau identique à la marge observée de 2019 à 2022 ;
- des dotations aux amortissements équivalentes au niveau d'investissement représentant environ 2% du chiffre d'affaires ;
- une variation de BFR qui résulte du niveau de BFR normatif (58 jours de chiffre d'affaires).

Pour l'actualisation des flux de trésorerie, le coût moyen pondéré du capital (CPMC ou WACC) retenu correspond au CMPC de la Société (détaillé ci-après en 3.3.2.4 du présent rapport), auquel il a été ajouté, sur le coût des fonds propres, une prime de risque pays de la Tunisie de 5,6%<sup>15</sup>, soit un CMPC de la MI Confection de 15,3%.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la filiale intègre également la trésorerie nette de la filiale qui s'établit à 128k€ au 30 juin 2019.

L'évaluation de la quote-part des fonds propres de la filiale MI Confection ressort sur la base de ces hypothèses à 5.604k€. A titre purement informatif, la valeur comptable des titres de la filiale dans les comptes de Millet Innovation s'élève à 100k€.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres un montant de 8.437k€.

<sup>15</sup> Source : Damodaran

### 3.1.4 Business plan et périmètre

Le business plan de Millet Innovation, qui n'intègre pas le plan d'affaires de la filiale MI Confection qui a été valorisée séparément, a été élaboré par le management de Millet Innovation sur une durée de 4 ans (exercices clos du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2022).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) basé sur la prépondérance des achats de matières premières, des coûts de sous-traitance, des dépenses de communication et de commercialisation, des frais de fonctionnement généraux et des frais de personnel,
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le business plan n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles.

Les prévisions du management se limitant à l'horizon 2022, nous avons sur la base d'échanges que nous avons eu avec le management, extrapolé les prévisions du plan d'affaires jusqu'en 2025, année que nous avons considéré comme normative.

Il est précisé que les prévisions 2019 et 2020 apparaissant dans le plan d'affaires qui a été établi et communiqué récemment (juillet-août 2019) ont été revues à la baisse par rapport à celles du budget 2018-2020 établi en novembre 2018 et communiqué à l'acquéreur du bloc de contrôle de la Société (groupe GTF Conseil) dans le cadre du rachat. Le plan d'affaires utilisé dans le cadre de nos travaux de valorisation intègre pour l'atterrissage 2019 et le budget 2020 les dernières données financières connues et notamment les comptes au 30 juin 2019.

Les écarts observés entre le budget initial et les prévisions 2019 et 2020 du business plan s'expliquent essentiellement par :

- la sous-performance du marché italien sur le premier semestre 2019 répercutés en 2019 et 2020,
- le décalage du lancement des produits prévu en septembre 2019 et des lancements à l'export sous-jacents prévus en 2020,
- l'allongement des délais de développement des innovations prévues en commercialisation en 2020 : les lancements commerciaux ont été décalés en 2021 au plus tôt.

## 3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

### 3.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Millet Innovation. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable au 30 juin 2019 s'élève à 14,7m€, soit une valeur de 7,71€ par action (retraité des actions auto-détenues). Le prix d'Offre proposé offre une prime de 162% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

### 3.2.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Millet Innovation dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

### 3.2.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Il a été versé au titre des cinq derniers exercices des dividendes par action de 0,91€ (en 2015 au titre de l'exercice 2014), 0,90€ (en 2016 au titre de l'exercice 2015), 1,58€ (en 2017 au titre de l'exercice 2016), 0,78€ (en 2018 au titre de l'exercice 2017) représentant de 53% à 96% du résultat net par action selon les exercices. Il a en revanche été décidé au cours de l'assemblée générale du 28 juin 2019 de ne pas verser de dividendes au titre de l'exercice 2018.

Compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résulte, nous n'avons pas mis en œuvre l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

Cette méthode nous semble par ailleurs redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

### 3.2.4 Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur Millet Innovation ne faisant pas l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers.

### 3.2.5 Référence au prix de revient des titres Millet Innovation dans les comptes d'HMM

La référence au prix de revient des titres consiste à valoriser une société par référence à la valeur d'inventaire des titres détenus par sa société mère, soit HMM dans le cas présent.

La valeur brute reflète la valeur des fonds propres de la société à la date d'acquisition des titres, la valeur nette reflétant sa valeur d'acquisition historique diminuée de dépréciations éventuelles permettant de constater la perte de valeur de la société depuis l'acquisition.

Les titres Millet Innovation étaient détenus à hauteur de 74,61% par HMM avant la cession par cette dernière de l'intégralité de sa participation dans Millet Innovation le 24 juin 2019. La holding HMM détenant les titres Millet Innovation depuis plusieurs années, cette référence n'est pas pertinente dans le cas présent car elle ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Millet Innovation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre indicatif, la valeur nette des titres Millet Innovation chez HMM, qui détenait, avant la cession de l'intégralité de sa participation, 74,61% de Millet Innovation, s'élève à 8.760k€, soit un prix de revient unitaire de l'action de 6,16€ (soit une prime de 228% induite par le prix d'Offre).

### **3.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal**

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes de valorisation suivantes :

- transaction récente intervenue sur le capital de la société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

#### **3.3.1 Transaction récente intervenue sur le capital de la société**

##### **3.3.1.1 Transaction récente intervenue sur le capital de la société**

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes sur le capital de Millet Innovation.

Le groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, est entré le 7 juin 2019 en négociations exclusives avec HMM, société contrôlée par les membres de la famille Millet à hauteur de 71,61% du capital et des droits de vote et détenant une participation de 74,61% du capital et des droits de vote de la Société, et certains actionnaires historiques de Millet Innovation détenant une participation de 13,47% du capital et des droits de vote de la Société en vue d'acquiescer auprès de ces derniers leur participation majoritaire au sein du capital de Millet Innovation.

Le 24 juin 2019, HMM et certains actionnaires historiques (ensemble les « Actionnaires Cédants ») ont conclu avec le groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, la cession du bloc majoritaire portant sur 1.667.363 titres, soit 87,49% du capital et des droits de vote de Millet Innovation et qui représente l'intégralité des titres détenus par HMM (74,61% du capital et des droits de vote), et la majeure partie des titres détenus par certains actionnaires historiques (12,88% du capital et des droits de vote).

Les Actionnaires Cédants<sup>16</sup> et Curae Lab ont signé le 24 juin 2019 un contrat de cession de titres prévoyant la cession de 1.667.363 actions Millet Innovation par les Actionnaires Cédants.

Les différentes actions cédées par les Actionnaires Cédants sont détaillées dans le tableau suivant :

---

<sup>16</sup> Les Actionnaires Cédants sont la société HMM, la société HEPHAISTOS, Monsieur Jean-Claude Millet, la société MARTIN PARTICIPATIONS, Madame Jocelyne Martin, Monsieur Pierre Martin, Monsieur Laurent Martin, Madame Sophie Martin, Monsieur Sébastien Martin, la société RIFFARD PARTICIPATIONS, Monsieur Jean-Pierre Riffard, Monsieur Damien Millet, Monsieur Hervé Millet, la société TELL'IM

Cédants	Titres cédés	% du nb de titres cédés	% du nb total d'actions Millet Innovation
Société HMM*	1 421 872	85,28%	74,61%
Société HEPHAISTOS	95 784	5,74%	5,03%
Monsieur Jean-Claude Millet	1	0,00%	0,00%
Société MARTIN PARTICIPATIONS	21 838	1,31%	1,15%
Madame Jocelyne Martin	34 764	2,08%	1,82%
Monsieur Pierre Martin	30	0,00%	0,00%
Monsieur Laurent Martin	11 413	0,68%	0,60%
Madame Sophie Martin	12 182	0,73%	0,64%
Monsieur Sébastien Martin	5 380	0,32%	0,28%
Société RIFFARD PARTICIPATIONS	21 036	1,26%	1,10%
Monsieur Jean-Marie Riffard	30	0,00%	0,00%
Monsieur Damien Millet	4 060	0,24%	0,21%
Monsieur Hervé Millet	9 247	0,55%	0,49%
Société TELL'IM	29 726	1,78%	1,56%
<b>Total des titres cédés</b>	<b>1 667 363</b>	<b>100%</b>	<b>87,49%</b>
<b>Total du nombre d'actions de la Société</b>	<b>1 905 780</b>		<b>100%</b>

\*Holding Managers et Millet SAS, holding de transmission familiale et managériale détenue majoritairement par la famille Millet

Conformément au contrat de cession et d'acquisition d'actions de la Société, le prix de cession des 1.667.363 actions cédées s'élève à 20,20€ par action Millet Innovation, soit 33.680.732,60 euros de prix de cession global et initial pour l'intégralité des actions cédées. Les parties ont ainsi décidé de valoriser la Société (pour 100% des actions) à un montant de 38.496.756 euros.

Le prix de cession à percevoir par la société HMM pouvait faire, pour HMM exclusivement et jusqu'au 25 juillet 2019, l'objet d'un ajustement à la baisse maximum d'un montant de l'ordre de 0,70€ par action, soit 1.000.000 d'euros au total<sup>17</sup>, en fonction du chiffre d'affaires hors taxes dégagé par Millet Innovation sur la période du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2019. Sur la base du chiffre d'affaires du premier semestre 2019 qui s'établit à 13.462.488 euros, soit 98,9% de l'objectif de chiffre d'affaires, l'ajustement de prix de cession initial pour les titres cédés par la société HMM s'élève à 200.000 euros, soit 0,14€ par action.

En outre, certains des cédants ont consenti à Curae Lab une garantie d'actif et de passif, laquelle serait, pour les intéressés, susceptible également d'impacter à la baisse le prix de cession de leurs titres.

Le mécanisme d'ajustement de prix initial pour les titres cédés par la société HMM et la garantie d'actif et de passif consentie par certains des Actionnaires Cédants à Curae Lab sont analysés ci-après.

A l'issue de cette opération, le groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, a porté sa participation au capital de Millet Innovation à 87,49% du capital et des droits de vote, le capital de la société Millet Innovation étant réparti de la façon suivante :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Curae Lab*	1 667 363	87,49%
Actions auto-détenues	1 411	0,07%
Actions non transférables des Dirigeants	7 397	0,39%
Flottant	229 609	12,05%
<b>Total</b>	<b>1 905 780</b>	<b>100,0%</b>

Source : Projet de note d'information

\*filiale du groupe GTF

<sup>17</sup> Somme mise sous séquestre

Cette cession est donc réalisée, pour tous les Actionnaires Cédants à l'exception d'HMM, au même prix que le prix d'Offre. Le prix d'Offre de 20,20€ offre une prime de 0,7% sur le prix unitaire de cession des actions détenues par HMM (20,06€).

### 3.3.1.2 Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Nous avons analysé :

- le mécanisme d'ajustement de prix de cession initial pour les titres cédés par la société HMM inclus dans le contrat de cession et d'acquisition de la société Millet Innovation en date du 24 juin 2019 et l'acte de régularisation de convention de séquestre daté du 25 juillet 2019 ;
- la garantie d'actif et de passif consentie par certains des Actionnaires Cédants à Curae Lab incluse dans le contrat de cession et d'acquisition de la société Millet Innovation en date du 24 juin 2019 ;
- le nouveau bail commercial conclu par la SCI<sup>18</sup> Lunegarde IV, dont le gérant est Damien Millet, avec la société Millet Innovation, dont une copie est annexée au contrat de cession et d'acquisition de la société Millet Innovation en date du 24 juin 2019 ;
- la Convention d'Assistance (sur la gestion de l'innovation et de la propriété intellectuelle) conclue par la Société avec la société HEPHAISTOS en date du 10 juin 2003 et le « Contrat d'innovation » conclu par la Société avec la société HEPHAISTOS en date du 27 janvier 2006 ; et leur avenant daté du 5 juin 2019 incluant les conditions de résiliation de la convention d'assistance et du contrat d'innovation. Les copies de l'ensemble de ces documents sont annexées au contrat de cession et d'acquisition de la société Millet Innovation en date du 24 juin 2019 ;
- les engagements de la société HEPHAISTOS et Monsieur Jean-Claude Millet ;
- les engagements de non-concurrence, de non débauchage et de loyauté des Actionnaires Cédants ;
- les engagements des dirigeants de la Société et sa filiale.

#### 3.3.1.2.1 Analyse du mécanisme d'ajustement de prix de cession initial pour les titres cédés par la société HMM

Le contrat de cession et d'acquisition d'actions de Millet Innovation en date du 24 juin 2019 intègre une clause d'ajustement de prix de cession à la baisse exclusivement pour les titres cédés par la société HMM, qui était l'actionnaire majoritaire de Millet Innovation (74,61% du capital et des droits de vote de Millet Innovation).

Le prix de cession initial à percevoir par la société HMM était ajustable à la baisse en cas de non-réalisation par la Société d'un objectif de chiffre d'affaires hors taxes de 13.615.569 euros entre le 1<sup>er</sup> janvier 2019 au 30 juin 2019 (l'« Objectif de Chiffre d'Affaires »).

Cet ajustement intégrait un ajustement d'un montant fixe, forfaitaire et définitif de 200.000 euros en cas de non-réalisation de l'Objectif de Chiffre d'Affaires, tout en se limitant à ce montant si le chiffre d'affaires réalisé au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2019 était au moins égal à 97% de l'Objectif de Chiffre d'Affaires. Cet ajustement induisait une diminution du prix de cession unitaire des actions cédées par HMM de 0,14€ par action, soit un prix de cession de 20,06€.

Si le chiffre d'affaires réalisé par la Société au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2019 était inférieur à 97% de l'Objectif de Chiffre d'Affaires mais supérieur ou égal à 90% de l'Objectif de Chiffre d'Affaires, chaque 1% donnait droit à un ajustement de 100.000 euros auquel s'ajoutait l'ajustement forfaitaire de 200.000 euros.

L'ajustement était d'un montant maximum de 1.000.000 euros si le chiffre d'affaires réalisé par la Société au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2019 était inférieur à 90% de l'Objectif de Chiffre d'affaires. Cet

---

<sup>18</sup> Société Civile Immobilière

ajustement induisait une diminution du prix de cession unitaire des actions cédées par HMM de 0,70€ par action, soit un prix de cession de 19,50€.

Dans le cadre du contrat de cession et d'acquisition d'actions du 24 juin 2019, HMM et Curae Lab avaient convenu que le prix versé comptant par Curae Lab le jour de la cession à HMM est égal au prix de cession pour les 1.421.872 titres cédés par HMM, soit 28.721.814,40 euros, diminué du montant maximum de l'ajustement, soit 1.000.000 euros. Cette somme a par ailleurs été mise sous séquestre, les parties concluant le même jour une convention de séquestre afin de définir les modalités de la mise sous séquestre et de la libération entre HMM et Curae Lab des sommes séquestrées.

Le 25 juillet 2019, selon les modalités prévues au contrat de cession et d'acquisition d'actions de Millet Innovation, la société HMM et Curae Lab ont conclu un acte de régularisation de la convention du séquestre du 24 juin 2019 dans lequel les parties ont constaté la non-réalisation de l'Objectif de Chiffre d'Affaires.

Le chiffre d'affaires réalisé par la Société au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2019 étant de 13.462.488€, soit 98,9% de l'Objectif de Chiffre d'Affaires, l'ajustement à la baisse du prix de cession initial des actions cédées par HMM s'élève à 200.000 euros, soit 0,14€ par action, par application de la clause incluse dans le contrat de cession et d'acquisition d'actions Millet Innovation du 24 juin 2019. Le prix de cession unitaire définitif des 1.421.872 actions cédées par HMM s'élève ainsi 20,06€ par action, soit un prix de cession global de 28.521.814€ payé pour 27.721.814,40 euros comptant le 24 juin 2019 et à travers la libération du séquestre pour le solde de 800.000<sup>19</sup> euros.

En conclusion, cet ajustement de prix, qui concerne uniquement la société HMM, représente une diminution du prix de cession pour cet actionnaire cédant. Il ne remet pas en cause l'équité du prix d'Offre qui offre une prime de 0,7% sur le prix de cession unitaire des actions cédées par HMM (20,06€).

### 3.3.1.2.2 *Analyse de la garantie d'actif et de passif consentie par certains des Actionnaires Cédants à Curae Lab*

Le contrat de cession et d'acquisition d'actions de la société Millet Innovation inclut une clause de garantie d'actif et de passif au profit de l'acquéreur du bloc de contrôle Curae Lab.

En effet, les garants<sup>20</sup> s'obligent, de manière non solidaire entre eux, expressément et irrévocablement, suite à toute réclamation, à garantir et à verser à l'acquéreur (et le cas échéant la Société ou sa filiale, au choix de l'acquéreur), à titre de réduction du prix de cession, l'intégralité du montant de tous préjudices dont la cause résulterait, directement ou indirectement, de l'un et/ou l'autre des événements mentionnés ci-après :

- de toute révélation ultérieure de toute augmentation de passif de la Société ou de sa filiale par rapport au passif tel que figurant dans les comptes, connu ou inconnu à la date des comptes au 31 décembre 2018, et trouvant son origine ou sa cause dans un événement, un fait ou une opération antérieure à la date du contrat de cession, soit le 24 juin 2019, et qui se révélerait postérieurement à la date des comptes au 31 décembre 2018 et notamment qui n'avait fait l'objet d'aucune comptabilisation ou provision dans les comptes, ou de la fraction d'un tel passif excédent le montant comptabilisé ou provisionné dans les comptes ; et
- de toute révélation ultérieure de toute inexistence ou de toute diminution d'actif de la Société ou de sa filiale par rapport à l'actif tel que figurant dans les comptes, connu ou inconnu à la date des comptes au 31 décembre 2018, et trouvant son origine ou sa cause dans un événement, un fait ou une opération antérieure à la date du contrat

<sup>19</sup> 1.000.000€ (somme séquestrée) - 200.000€ (ajustement de prix final)

<sup>20</sup> Désigne collectivement ou individuellement les personnes suivantes (identifiée en-tête des présentes), lesquelles agissent de façon sans solidarité entre elles : Monsieur Jean-Claude Millet, Monsieur Damien Millet, Monsieur Cyril Millet, Monsieur Séverin Millet, Monsieur Hervé Millet, Monsieur Jean-Marie Riffard, Monsieur Pierre Martin, étant précisé que ces derniers prennent les engagements prévus dans le contrat de cession et d'acquisition d'actions de Millet Innovation en leur qualité d'associé directement ou indirectement de la Société

de cession, soit le 24 juin 2019, et qui se révélerait postérieurement à la date des comptes au 31 décembre 2018 et notamment qui n'avait fait l'objet d'aucune comptabilisation, amortissement ou provision dans les comptes, ou de la fraction d'une telle diminution d'actif excédent le montant net (après amortissement ou provision) de cet actif dans les comptes ; et

- de toute réclamation de tiers se rapportant à des faits, évènements ou période antérieurs à la date du contrat de cession, soit le 24 juin 2019 ;
- de tous manquement, inexactitude, omission, erreur et/ou violation de l'une quelconque des déclarations et garanties et/ou des annexes, qui trouve son origine ou sa cause dans un évènement, un fait ou une opération antérieur à la date du contrat de cession, soit le 24 juin 2019, et qui se révélerait postérieurement à ladite date et qui ne donnerait pas droit à réparation au titre des trois paragraphes précédents.

Il est précisé que le montant total du préjudice dont les garants pourraient être tenus en application de la garantie ne pourra en aucun cas excéder 1.500.000 euros.

La lecture de ces engagements ne fait pas apparaître d'avantages particuliers qui seraient accordés à ces actionnaires cédants. Les clauses de garantie d'actif et de passif sont usuelles dans ce type d'opération. L'examen de ces engagements ne fait donc pas apparaître d'éléments qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

#### *3.3.1.2.3 Analyse du nouveau bail commercial conclu par la SCI Lunegarde IV avec Millet Innovation*

Dans le cadre de la cession par la société HMM de l'intégralité de sa participation dans Millet Innovation au groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, la SCI Lunegarde IV<sup>21</sup> et Millet Innovation, en accord exprès avec HMM, ont décidé de résilier le contrat de bail de sous-location et de conclure un nouveau contrat de bail commercial afférent aux locaux principaux exploités par la société Millet Innovation, étant rappelé que la SCI Lunegarde IV et Millet Innovation ont déjà des liens contractuels dans le cadre d'un bail à construction en date du 21 février 2012 dans le même lotissement portant sur des constructions dûment édifiées.

En effet, par le biais d'un contrat de sous-location en date du 1<sup>er</sup> octobre 2006, la société EIDOS (dissolue depuis), à qui la SCI Lunegarde IV avait transféré ce même jour le bail commercial initial et son avenant conclu initialement le 8 juin 2001 avec Epitact MD SA (devenue Millet Innovation) et portant sur un bâtiment à usage industriel de 1.296 m<sup>2</sup> et une extension de locaux à usage industriel et de bureaux de 1.330 m<sup>2</sup>, avait donné à bail à la société Millet Innovation ce bâtiment à usage industriel et de bureaux. La SCI Lunegarde IV avait alors dûment autorisé ladite sous-location.

Par avenant en date du 1<sup>er</sup> octobre 2016 au contrat de sous-location en date du 1<sup>er</sup> octobre 2006, la société HMM, qui était devenue le 1<sup>er</sup> janvier 2011 suite à la dissolution de EIDOS preneur du bail conclu avec la SCI Lunegarde IV afférent au bâtiment à usage industriel et de bureaux d'une surface de 2.360 m<sup>2</sup> et à une extension d'une partie des locaux à l'étage du bâtiment d'une surface de 225 m<sup>2</sup>, avait donné à bail à la société Millet Innovation ce bâtiment à usage industriel et de bureaux.

Le nouveau contrat de bail commercial, conclu le 24 juin 2019 entre la société SCI Lunegarde IV et Millet Innovation, porte sur les mêmes biens et droits immobiliers constituant un immeuble indépendant et comprenant un bâtiment indépendant à usage industriel et de bureau d'une surface totale de 2.345,65 m<sup>2</sup>, et un local à usage de bureau d'une surface totale de 142,96 m<sup>2</sup> sis à l'étage du bâtiment principal.

---

<sup>21</sup> dont Monsieur Jean-Claude Millet est cogérant et indirectement l'associé majoritaire et Monsieur Damien Millet cogérant

Le contrat est conclu avec Millet Innovation sur une durée de 9 ans à compter du 24 juin 2019, aux mêmes conditions que celles préalables à la cession du bloc majoritaire de la Société, le loyer ayant été révisé pour être indexé sur le dernier indice publié au jour de la signature du contrat de bail, soit celui du 4<sup>ème</sup> trimestre 2018<sup>22</sup>. Il intègre par ailleurs un droit de préférence au profit du locataire (Millet Innovation) pour acquérir les locaux en cas de vente par le propriétaire au cours du bail.

La lecture de cet accord ne fait pas apparaître d'avantages particuliers qui seraient accordés aux actionnaires cédants ayant un lien avec la SCI Lunegarde IV.

#### *3.3.1.2.4 Analyse de l'avenant à la convention d'assistance et au contrat d'innovation conclue par Millet Innovation avec la société HEPHAISTOS*

Le 5 juin 2019, la société HEPHAISTOS, holding familiale de Jean-Claude Millet, a rédigé une lettre ayant pour objet les conditions de la résiliation d'une part, de la convention d'assistance en gestion de l'innovation et de la propriété intellectuelle conclue entre Millet Innovation et HEPHAISTOS<sup>23</sup> le 10 juin 2003 modifiée par un premier avenant signé le 17 mars 2009 puis par un deuxième avenant le 1<sup>er</sup> avril 2015, et d'autre part du contrat d'innovation conclu le 27 janvier 2006 entre Millet Innovation et HEPHAISTOS, dans le cadre de la signature du contrat de cession et d'acquisition d'actions Millet Innovation conclu entre les Actionnaires Cédants et le groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab.

HEPHAISTOS agit en tant qu'intermédiaire des inventeurs qui ont confié à HEPHAISTOS la gestion de leurs droits de propriété intellectuelle. La société intervient pour la gestion des droits des inventeurs suivants : Monsieur Jean-Claude Millet et Monsieur Antoine Koyazounda.

La convention prévoit le versement de rémunérations relatives aux innovations proposées à Millet Innovation par HEPHAISTOS pour lesquelles ce dernier représente les inventeurs dont elle gère les droits.

Les conditions de règlement de ces rémunérations sont modifiées comme suit à la date du contrat de cession et d'acquisition d'actions Millet Innovation, soit le 24 juin 2019.

Jusqu'au 31 décembre 2019, les rémunérations versées à HEPHAISTOS sont versées dans les conditions prévues par la convention historique.

A compter du 1<sup>er</sup> janvier 2020, seules deux innovations feront l'objet de la poursuite d'une rémunération. Pour ces deux brevets, la collecte par HEPHAISTOS et le versement de la rémunération concerne exclusivement Jean-Claude Millet. Il n'y a pas d'autre bénéficiaire de cette rémunération complémentaire.

Pour l'année 2020 et toutes années suivantes, la rémunération sera versée dans les conditions suivantes :

- un bilan sera fait des rémunérations versées au titre de ces deux brevets pour l'année 2019 ;
- ce montant constituera la base annuelle fixe et forfaitaire de rémunération au titre de chacun de ces brevets pour 2020 et les années suivantes. En contrepartie de cette forfaitisation, la rémunération fera l'objet d'un versement anticipé de toutes les sommes dues jusqu'à la fin de la validité des brevets. Par conséquent, les sommes perçues en 2019 ramenées à une moyenne mensuelle seront multipliées par le nombre de mois restant à courir jusqu'au terme de la validité du brevet ;
- ce versement anticipé et forfaitaire de la rémunération sera effectué en deux fois : 200.000 euros avant le 31 décembre 2019 et le solde à fin janvier 2020 après disponibilité du chiffre d'affaires réalisé au dernier trimestre 2019 permettant de calculer le montant mensuel sur l'année 2019 définitif.

<sup>22</sup> Valeur : 114,06 (parution au Journal Officiel le 23 mars 2019)

<sup>23</sup> Conclue en réalité par CERCE Sarl dont la société HEPHAISTOS a repris le fonds de commerce le 30 décembre 2009 tous les contrats à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2010

Le versement de cette rémunération interviendra pour solde de toutes sommes dues par Millet Innovation au titre de la convention d'assistance, et emporte résiliation de la prestation « proposition d'innovation » de la convention d'assistance.

Pour rappel, les montants facturés par HEPHAISTOS au cours de l'exercice 2018 et pris en charge par Millet Innovation s'élevaient à 6.188€ d'honoraires et 31.366€ de commissions. Le montant immobilisé avec les brevets s'élevait quant à lui à 5.707€.

A titre illustratif, sur la base des rémunérations versées en 2018 au titre de ces deux brevets, le montant de toutes sommes dues jusqu'à la fin de validité des deux brevets s'élèverait à environ 0,3m€.

L'avenant à la convention prévoit également pour le contrat d'innovation relatif à un produit à visée antiseptique et ses mises en forme :

- la renonciation par les inventeurs aux droits de rétrocession du brevet et de l'innovation en l'absence d'usage et/ou en cas de cession par Millet Innovation ;
- les dispositions relatives aux redevances sont échues (durée de 10 ans depuis 2006 échue) ;
- un droit d'usage à titre gratuit, et sans limitation de durée dudit produit aux deux inventeurs, pour des domaines d'application autres que la croissance des ongles et le kit crevasses, et sous réserve d'un droit de préférence en cas d'intention de mise sur le marché au profit de toute société du groupe GTF.

La lecture de cet avenant à la convention d'assistance et au contrat d'innovation ne fait pas apparaître d'avantages particuliers qui seraient accordés à l'actionnaire cédant HEPHAISTOS, ce dernier ayant droit à un niveau de rémunération similaire à ce qu'il aurait perçu si les termes et conditions initiales de la convention d'assistance s'étaient poursuivis suite à la cession du bloc majoritaire de Millet Innovation.

#### *3.3.1.2.5 Analyse des engagements de la société HEPHAISTOS et Monsieur Jean-Claude Millet*

Le contrat de cession et d'acquisition comporte en outre un engagement d'accompagnement, à titre gracieux, de la part de Monsieur Jean-Claude Millet et de la société Héphaïstos au profit de l'Initiateur, jusqu'au 31 décembre 2020, étant précisé que la société Héphaïstos représente les inventeurs dont elle gère les droits, en particulier Monsieur Jean-Claude Millet.

La lecture de ces engagements à titre gracieux ne fait pas apparaître d'éléments qui constitueraient un avantage pour ces Actionnaires Cédants.

#### *3.3.1.2.6 Analyse des engagements de non-concurrence, de non-débauchage et de loyauté des Actionnaires Cédants*

Le contrat de cession et d'acquisition comporte également des engagements de non-concurrence, de non-débauchage et de loyauté des Actionnaires Cédants, ceux-ci reconnaissant que le prix de cession de leurs participations au capital de la Société (le prix de cession HMM pour HMM ou le prix d'offre pour certains actionnaires historiques) intègre la juste contrepartie des engagements de non-concurrence, de non-débauchage et de loyauté.

La lecture de ces engagements ne fait pas apparaître d'éléments qui constitueraient un avantage pour ces Actionnaires Cédants.

#### *3.3.1.2.7 Analyse des engagements des dirigeants de Millet Innovation et de sa filiale*

L'Initiateur souhaitant s'assurer de l'engagement de certains dirigeants au projet de rapprochement sur une période de minimum trois ans, certains membres du Directoire, à savoir

Mesdames Valérie Chopinet, Solène Grivolat, Pascale Rabeau et Isabelle Lopez (les « Dirigeants »), se sont engagés individuellement, à travers le contrat de cession et d'acquisition, à :

- continuer à exercer leurs différentes fonctions et mandats sociaux au sein de la Société et de la filiale pour une période minimum de trois ans à compter de la date de réalisation (24 juin 2019), et ;
- ne pas transférer leurs actions pendant une durée de trois ans à compter de la date de réalisation, étant précisé qu'en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire, leurs actions seront automatiquement transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au prix d'Offre et payable en numéraire.

Il est précisé que les Dirigeants n'ont pas cédé à l'Initiateur d'actions détenues directement lors de l'acquisition du bloc majoritaire de Millet Innovation.

### 3.3.1.3 Conclusion

La transaction récente identifiée sur le capital de Millet Innovation consiste en l'acquisition par le groupe GTF, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, d'un bloc majoritaire portant sur 87,49% du capital et des droits de vote de Millet Innovation.

Les cessions sont concomitantes au lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et intègrent donc le même niveau d'information sur la société Millet Innovation.

Les prix de cession retenus pour les actions cédées sont égaux au prix d'Offre (20,20€), à l'exception du prix de cession des actions cédées par HMM sur lequel le prix d'Offre offre une prime de 0,7% (0,14€).

Les opérations analysées ci-dessus n'impactent pas à la hausse les prix de cession des actions de Millet Innovation cédées. L'analyse de l'ensemble des accords présentés dans cette section ne fait pas non plus apparaître de clause de complément de prix.

En conclusion, l'analyse du contrat de cession et d'acquisition d'actions de Millet Innovation et de ses annexes, qui incluent un certain nombre d'accords connexes à l'Offre, ne fait pas apparaître d'éléments qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

## 3.3.2 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

### 3.3.2.1 Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés d'après le business plan construit par la direction de la Société en juillet/août 2019.

### 3.3.2.2 Analyse du business plan de Millet Innovation

#### Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires résulte de données établies par la société Millet Innovation.

Les prévisions de chiffre d'affaires sont basées sur deux hypothèses principales :

- d'une part, le lancement et la montée en puissance de nouveaux produits dans les domaines de la podologie et de l'orthopédie d'activité. Ainsi, le chiffre d'affaires généré par les nouveaux produits mis en commercialisation à partir de 2019 devrait s'établir à 8,1m€ en 2021 et 10,7m€ en 2022 ;
- d'autre part, le développement de l'activité en Europe sur des pays où la commercialisation a été lancée récemment comme le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'ouverture des pays scandinaves (Suède, Danemark, Norvège).

De ce fait, le chiffre d'affaires de Millet Innovation devrait connaître un taux de croissance annuel moyen d'environ 11% de 2019 à 2022. Ces prévisions sur le business plan intègrent les coûts inhérents de commercialisation et l'intensification des dépenses de communication. L'évolution du chiffre d'affaires sur l'horizon retenu semble cohérente avec la situation actuelle du groupe.

Cette croissance moyenne reste toutefois nettement supérieure à celle observée en moyenne de 2015 à 2018 (+0,1%) et correspond plus au niveau de croissance moyen observée historiquement de 2008 à 2016 (+9,5%).

Sur la période d'extrapolation 2023-2025, les prévisions de croissance intègrent un léger ralentissement de la croissance pour tendre vers 6,0% en 2025 à l'horizon finale. Ces prévisions de croissance n'incluent pas d'opérations de croissance externe et sont bâties sur une croissance organique de l'entreprise.

#### Analyse de la marge d'EBITDA

L'EBITDA prévisionnel de Millet Innovation correspond à son EBIT augmenté du montant des amortissements.

La marge d'EBITDA devrait connaître une baisse passant sur la période de 11,1% du CA en 2019 à 9,6% à l'horizon 2022.

Cette baisse s'explique notamment par la marge brute qui devrait se dégrader légèrement en raison de la diversification géographique (mix pays moins favorable avec le développement des ventes à l'export) et du mix produits, les produits relatifs à l'orthopédie d'activité ayant une marge brute moins importante que les produits matures de podologie.

Sur la période du business plan (2019-2022), la Société entend concentrer son effort sur le développement des ventes de nouveaux produits par un accroissement des dépenses de communication et marketing (TV et publicité internet notamment), celles-ci représentant en moyenne 26% du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires.

Cette augmentation des dépenses de reconnaissance des produits de la marque Epitact est partiellement compensée par la baisse relative des achats externes et charges de personnel (hors considération des VRP) ayant un caractère de frais fixes, ces derniers représentant environ respectivement 4% et 12% du chiffre d'affaires en 2019 contre 3% et 10% en 2022.

Sur la période extrapolée, le taux de marge d'EBITDA devrait augmenter pour atteindre 12,6% à l'horizon 2025, porté par la croissance du chiffre d'affaires et la baisse des coûts de structure en proportion de ce dernier.

#### Analyse de la marge d'EBIT

L'EBIT prévisionnel de Millet Innovation correspond à son résultat d'exploitation augmenté du CIR et de la participation des salariés aux résultats de l'entreprise.

La marge d'EBIT devrait connaître une très légère baisse sur la période pour s'établir à 6,5% à l'horizon 2022, les amortissements représentant 3,2% du chiffre d'affaires en 2022 contre 4,3% en 2019.

A compter de 2023 et sur la période d'extrapolation, le taux de marge d'EBIT devrait évoluer corrélativement à l'EBITDA et progresser pour atteindre 9,6% à l'horizon 2025, les amortissements représentant 3,0% du chiffre d'affaires de 2023 à 2025. Le taux de marge d'EBIT de Millet Innovation reviendrait au niveau de celui observé en 2017 (9,5%).

#### Impôt normatif

Sur la base des éléments communiqués par le management, des taux d'impôt respectifs de 29,9% (2019), 28,0% (2020), 26,5% (2021) et 25% (2022) selon les années ont été appliqués sur l'EBIT (hors CIR) sur la période du plan d'affaires.

Ces taux sont cohérents avec les taux d'imposition qui devraient être observés en France conformément au projet de loi de finances 2018.

Sur la période d'extrapolation du business plan (2023-2025), nous avons retenu un taux d'imposition de 25%, taux d'impôt qui devrait être observé à compter de 2022 en France conformément au projet de loi de finances 2018.

#### Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus permettront l'accompagnement de la mise sur le marché des nouveaux produits et la consolidation des nouveaux marchés géographiques.

Ils intègrent également les frais de développement qui seront capitalisés sur la durée du plan d'affaires.

Ainsi, le montant de ces investissements devrait représenter entre 3,0% et 3,9% sur la durée du plan d'affaires (2019-2022) puis 3,0% sur l'horizon extrapolé soit des niveaux proches du niveau d'investissement observé depuis 2014.

#### Analyse de la rentabilité des capitaux employés

La rentabilité des capitaux employés progresse de 8% (2019) à 10% (2022) sur la durée du plan d'affaires, soit le niveau de rentabilité observé en 2018.

Sur la période extrapolée, la rentabilité des capitaux employés continue de s'accroître pour atteindre 15% à l'horizon 2025, niveau supérieur à la rentabilité observée en 2017 (12%).

#### Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée dans la première partie de notre rapport.

Les prévisions de BFR du management de la Société reposent sur un niveau de BFR représentant de 138 à 133 jours de chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires.

Sur la période extrapolée, il a été retenu un niveau normatif de BFR proche de 130 jours en concertation avec la direction financière de Millet Innovation correspondant au niveau moyen du BFR observé entre le 31 décembre 2017 et le 31 décembre 2018.

#### Conclusion

Au vu de la performance historique observée, les hypothèses du plan d'affaires semblent assez volontaristes en termes de croissance de l'activité à l'horizon du business plan et de sa période d'extrapolation. En effet, ces hypothèses se basent sur une croissance du chiffre d'affaires soutenue et continue qui reste supérieure aux niveaux observés sur un historique récent (depuis 2016).

Les hypothèses de marge d'EBIT restent quant à elles prudentes par rapport aux niveaux de marge observés avant 2018 sur la durée du plan d'affaires (2019-2022) mais intègrent des efforts conséquents de communication pour faire la publicité des nouveaux produits commercialisés et une dégradation de la marge liée à la diversification géographique (mix produits moins favorable), les hypothèses retenues sur la période d'extrapolation reflétant une progression de cette marge permettant de revenir à un niveau proche de la marge observée encore récemment en 2017.

Les hypothèses du business plan, au regard des perspectives de la Société et de la réalisation du 1<sup>er</sup> semestre 2019 en ligne avec les prévisions 2019 du plan d'affaires, peuvent être considérées comme cohérentes et vraisemblables.

### 3.3.2.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan du groupe sur la période 2019 – 2022 et de l'extrapolation effectuée sur la période 2023-2025, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBIT
- Variation du BFR
+ Amortissements
- Investissements
- Impôt normatif
= Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1<sup>er</sup> septembre 2019.

### 3.3.2.4 Détermination du taux d'actualisation

#### 3.3.2.4.1 Approche court terme

Calcul du CMPC		
Taux sans risque	(1)	-0,07%
Prime de risque du marché	(2)	8,31%
Bêta désendetté	(3)	0,97
D/E	(4)	15%
Bêta rendetté	(5)	1,08
Prime de taille	(6)	3,7%
<b>Coût des fonds propres</b>	<b>(7)</b>	<b>12,6%</b>
Coût de la dette avant impôt	(8)	1,85%
Taux d'impôt		25,0%
<b>Coût de la dette après impôt</b>		<b>1,39%</b>
D/(D+E)	(9)	13%
E/(D+E)	(9)	87%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>		<b>11,1%</b>

(1) Taux des obligations d'état 10 ans - moyenne 1 mois au 31 juillet 2019 (6) Ibbotson 2017 - S&P Yearbook

(2) Prime de risque marché actions France - consensus à fin juillet 2019 (7) Formule du MEDAF

(3) Bêta sectoriel Damodaran - Healthcare Products - 4 ans (8) Coût de la dette de la Société

(4) Gearing sectoriel Damodaran - Healthcare Products (9) Calcul d'après gearing  $1 - D/(D+E) = E/(D+E)$

(5) Formule de Hamada

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 11,1%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois au 31 juillet 2019 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit -0,07% ;
- une prime de risque du marché actions France de 8,31%. Celle-ci correspond à la moyenne de la prime calculée par Fairness Finance et Oddo à fin juin 2019 ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,97 retenu a été calculé d'après le bêta sectoriel calculé par Damodaran sur le secteur des produits de santé (Healthcare Products) sur la base d'une moyenne 4 ans. L'échantillon composant ce secteur regroupe 707 sociétés cotées ;
- le gearing de 15% correspondant au gearing observé sur le secteur des produits de santé (Healthcare Products) au niveau mondial ;
- la prime de taille retenue (3,67%) est basée sur une étude internationale de Roger Ibbotson qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations boursières ;
- le coût de la dette après impôt de 1,39% sur la base d'un coût de la dette de la Société avant impôt de 1,85% correspondant au taux moyen des taux supportés actuellement par l'entreprise compte tenu de ses différentes formes d'endettement.

#### 3.3.2.4.2 Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact de la politique monétaire actuelle de « quantitative easing » sur la prime de risque et le coût du capital :

Calcul du CMPC			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	-0,07%	(1)	1,75%
Prime de risque du marché	8,31%	(2)	5,85%
Bêta désendetté	0,97	(3)	0,97
D/E	15%	(4)	15%
Bêta réendetté	1,08	(5)	1,08
Prime de taille	3,7%	(6)	3,7%
<b>Coût des fonds propres</b>	<b>12,6%</b>	<b>(7)</b>	<b>11,7%</b>
Coût de la dette avant impôt	1,85%	(8)	1,85%
Taux d'impôt	25,0%		25,0%
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>1,39%</b>		<b>1,39%</b>
D/(D+E)	13%	(9)	13%
E/(D+E)	87%	(9)	87%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>11,1%</b>		<b>10,4%</b>

(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans (6) Ibbotson 2017 - SBBI Yearbook  
(2) Prime de risque historique (7) Formule du MEDAF  
(3) Bêta sectoriel Damodaran - Healthcare Products - 4 ans (8) Coût de la dette de la Société  
(4) Gearing sectoriel Damodaran - Healthcare Products (9) Calcul d'après gearing  $1 - D/(D+E) = E/(D+E)$   
(5) Formule de Hamada

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans de l'OAT 10 ans (1,78%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

Etudes	Taux	Période
Etude Ibbotson - moyenne arithmétique	6,7%	1970-2006
Etude Dimson- Marsch- Stauntton - moyenne géométrique	4,0%	1905-2005
Etude Dimson- Marsch- Stauntton - moyenne arithmétique	6,1%	1905-2005
<b>Moyenne étude Dimson- Marsch- Stauntton</b>	<b>5,0%</b>	
<b>Moyenne des approches</b>	<b>5,85%</b>	

- Le bêta retenu est de 0,97 et correspond à la médiane de l'échantillon observé sur le secteur sur 4 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longues périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données).

#### 3.3.2.4.3 Conclusion sur le taux d'actualisation retenu

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (10,4%) est inférieur à celui calculé sur une durée plus courte (11,1%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 10,4% résultant de l'approche « long terme » afin de maximiser la valeur obtenue par cette méthode.

#### 3.3.2.5 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon extrapolé du business plan (2025) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme,
- Des niveaux de marge d'EBITDA et d'EBIT respectivement de 13,0% et 10,0% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge proche de celui retenu sur la dernière année du business plan extrapolé (2025),
- Un taux d'impôt normatif de 25% équivalent à celui retenu à l'horizon de la période extrapolée (2025),
- Un niveau des investissements égal à celui des amortissements à l'infini,
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini.

#### 3.3.2.6 Résultats chiffrés

<b>Synthèse de la valorisation par la méthode des DCF</b>	
Flux de trésorerie actualisés cumulés (m€)	3,6
Valeur terminale actualisée (m€)	18,1
<b>Valeur d'entreprise (m€)</b>	<b>21,6</b>
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (m€)	8,4
<b>Valeur des fonds propres (m€)</b>	<b>30,1</b>
Nombre d'actions en circulation (en milliers)	1 904
<b>Valeur de l'action Millet Innovation (€/action)</b>	<b>15,79 €</b>

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 30,1m€ dont 8,4m€ de valeur issue du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30 juin 2019, soit 28% de la valeur des fonds propres, ce montant comprenant notamment 5,6m€ de valeur liée à la quote-part des fonds propres de la filiale MI Confection.

La valeur unitaire de l'action Millet Innovation s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 15,79€.

Le prix d'Offre de 20,20€ induit une prime de 28,0% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

### 3.3.2.7 Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

<b>Tableau de sensibilité</b>						
<b>CMPC</b>						
	9,4%	9,9%	<b>10,4%</b>	10,9%	11,4%	
<b>Taux de croissance à l'infini</b>	2,5%	18,38 €	17,21 €	16,19 €	15,29 €	14,51 €
	<b>2,0%</b>	17,80 €	16,72 €	<b>15,79 €</b>	14,96 €	14,23 €
	1,5%	17,29 €	16,30 €	15,43 €	14,66 €	13,97 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 14,96€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 10,9%) et 16,72€ (taux de croissance à l'infini de 2,0% et taux d'actualisation de 9,9%). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 15,79€.

### 3.3.3 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Millet Innovation les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

#### 3.3.3.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche de Millet Innovation. Sur le marché des produits pour les pieds (orthèses correctives, écarteurs et protections hallux valgus, coussinets plantaires, etc.), nous avons identifié les sociétés HRA Pharma (Compeed), Scholl et Urgo comme concurrents directs ainsi que Thuasne sur le marché des produits pour les articulations (poignet, main, genou, cheville). Ces entreprises n'étant pas cotées, elles ne peuvent cependant pas figurer dans notre échantillon de sociétés comparables.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés européennes et américaines présentes dans le secteur de la fabrication d'équipements orthopédiques (implants, prothèses, etc.).

Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2018 (en m€)
Össur hf.	IS	2 600	535
Amplitude Surgical SA	FR	66	100
Elos Medtech AB (publ)	SE	74	63
Hanger, Inc.	US	633	916
Convatec Group Plc	UK	3 876	1 600
Smith & Nephew plc	UK	18 254	4 283
<b>Médiane</b>		<b>1 617</b>	<b>726</b>

Source : Capital IQ

\*moyenne 30 jours de cours de bourse, données au 04/09/2019

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Millet Innovation compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues.

Nous avons toutefois retenu six sociétés comparables à Millet Innovation :

- Össur hf. (Islande) est une société spécialisée dans la production et vente de produits orthopédiques (prothèses et orthèses). La société est cotée au Nasdaq Copenhague et compte plus de 3.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Össur s'est élevé à 535 millions d'euros en 2018.
- Amplitude Surgical SA (France) est une société qui développe et commercialise des produits haut de gamme destinés à la chirurgie orthopédique couvrant les principales pathologies affectant la hanche, le genou et les extrémités, notamment pour les chirurgies du pied et de la cheville. La société est cotée à Euronext Paris et compte environ 455 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Amplitude Surgical s'est élevé à 100 millions d'euros en 2018.
- Elos MedTech AB (Suède) est une société qui développe et fabrique des dispositifs médicaux et des composants pour le secteur du MedTech. Elle exerce ses activités notamment dans le secteur de l'orthopédie. La société est cotée à la bourse de Stockholm et emploie environ 580 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Elos MedTech s'est élevé à 63 millions d'euros en 2018.
- Hanger, Inc. (Etats-Unis) est une société spécialisée dans la vente de prothèses et orthèses destinées aux personnes ayant subi la perte d'un membre (supérieur ou inférieur). La société est cotée au New York Stock Exchange (NYSE) et emploie environ 4.600 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Hanger s'est élevé à 916 millions d'euros en 2018.
- ConvaTec Group Plc (Royaume-Uni) est une société spécialisée dans la production et vente de produits médicaux dans les domaines suivants : la stomathérapie, la cicatrisation, l'incontinence et réanimation. La société est cotée au London Stock Exchange et emploie environ 9.400 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de ConvaTec s'est élevé à 1.600 millions d'euros en 2018.
- Smith & Nephew plc (Royaume-Uni) est une société qui fabrique et vend des dispositifs médicaux et présente dans plus de 100 pays. Elle est spécialisée en médecine du sport, en reconstruction orthopédique, en traumatologie et extrémités et dans le traitement avancé des plaies. La société est cotée au London Stock Exchange et emploie environ 16.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Smith & Nephew s'est élevé à 4.283 millions d'euros en 2018.

### 3.3.3.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires, de marge d'EBITDA et d'EBIT en 2019, 2020 et 2021 des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

	Taux de croissance CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2018/2019	2019/2020	2020/2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Össur hf.	18,3%	7,1%	5,6%	22,4%	23,6%	24,4%	16,1%	17,2%	17,9%
Amplitude Surgical SA	18,6%	14,3%	n/a	18,1%	19,6%	n/a	6,6%	10,3%	n/a
Elos Medtech AB (publ)	6,9%	8,5%	8,7%	17,6%	18,1%	19,0%	9,6%	10,5%	11,5%
Hanger, Inc.	8,7%	2,9%	n/a	11,3%	12,0%	n/a	6,2%	7,6%	n/a
Convatec Group Plc	4,1%	2,5%	2,8%	22,5%	21,8%	23,7%	19,9%	19,3%	20,7%
Smith & Nephew plc	8,7%	4,5%	4,1%	29,5%	30,4%	30,7%	22,5%	23,0%	23,5%
<b>Médiane</b>	<b>8,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,9%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,7%</b>	<b>24,0%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,8%</b>	<b>19,3%</b>

Source : Capital IQ en date du 04/09/2019

n/a : non applicable en l'absence de prévisions d'analystes pour cette année

Nous constatons que le taux de croissance médian de l'échantillon de sociétés comparables est supérieur à celui de Millet Innovation sur l'année 2019 puis inférieur sur la période 2020-2021 durant laquelle la Société devrait connaître une croissance plus soutenue.

Les taux de marges opérationnelles (EBITDA et EBIT) générés par Millet Innovation sont en revanche inférieurs aux taux de marge médians de l'échantillon que nous avons retenu sur la période 2019-2021.

### 3.3.3.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière et l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Comparables boursiers	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Össur hf.	20,1x	17,8x	16,4x	27,9x	24,5x	22,2x
Amplitude Surgical SA	8,0x	6,5x	n/a	22,1x	12,3x	n/a
Elos Medtech AB (publ)	8,7x	7,8x	6,9x	16,1x	13,6x	11,4x
Hanger, Inc.	10,3x	9,4x	n/a	18,6x	14,8x	n/a
Convatec Group Plc	13,4x	13,5x	12,1x	15,2x	15,2x	13,8x
Smith & Nephew plc	14,6x	13,6x	12,9x	19,1x	17,9x	16,9x
<b>Médiane</b>	<b>11,8x</b>	<b>11,4x</b>	<b>12,5x</b>	<b>18,9x</b>	<b>15,0x</b>	<b>15,3x</b>

Source: Capital IQ le 04/09/2019

n/a : non applicable

Nous avons retenu les multiples :

- d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements ;
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Nous avons exclu les multiples :

- VE/CA car le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux différents de ceux de Millet Innovation.
- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

### 3.3.3.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 2019, 2020 et 2021, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

La capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle de la Société, une décote de taille a été appliquée afin d'obtenir une valorisation plus pertinente par la méthode des multiples. Cette décote s'observe aussi par ailleurs sur notre échantillon.

Cette décote a été estimée à 25% sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment :

- d'une étude réalisée par la CCEF en janvier 2019 qui a comparé les écarts de multiples d'EBIT des sociétés cotées suivant leur niveau d'EBIT par secteur d'activité. Ainsi, cette étude montre que les sociétés évoluant dans le secteur de la santé et ayant un niveau d'EBIT de 5m€ extériorisent un multiple en moyenne inférieur d'environ 25% à celui des sociétés du même secteur avec un niveau d'EBIT de 50m€, ce dernier niveau étant proche du niveau médian de nos comparables boursiers qui s'élève à 67m€ sur la période 2016-2021 ;
- d'une étude empirique réalisée par Eric-Eugène Grena qui démontre la nécessité d'appliquer une décote en fonction de la taille de nos sociétés comparables. Il compare ainsi le rapport entre la capitalisation de la société à évaluer et la capitalisation moyenne de l'ensemble des sociétés comparables. Cette étude nous conduit à appliquer une décote de l'ordre de 25% pour le rapport de capitalisation entre Millet Innovation et ses comparables boursiers.

### 3.3.3.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Millet Innovation obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valeur de l'action Millet Innovation			
	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (m€)	30,5	26,9	
Nombre d'actions (en milliers)	1 904	1 904	
<b>Valeur de l'action Millet Innovation</b>	<b>16,04 €</b>	<b>14,10 €</b>	<b>15,07 €</b>

Nous obtenons, en synthèse, une valeur implicite de Millet Innovation par la méthode des comparables boursiers comprise entre 14,10€ (multiple d'EBIT) et 16,04€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 15,07€ qui correspond donc à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 20,20€ fait ressortir une prime de 34,0% sur cette valeur centrale.

## 3.4 Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

### 3.4.1 Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Millet Innovation la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions les plus comparables.

### 3.4.1.1 Choix de l'échantillon

Dans notre approche, nous avons retenu des transactions intervenues récemment (depuis 2017) dans le secteur dans lequel opère Millet Innovation, les transactions intervenues à plus long terme ayant pour risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Sur la base de notre analyse de transactions comparables, nous avons retenu trois transactions intervenues depuis 2017 dans le secteur de la fabrication d'équipements orthopédiques.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent certaines caractéristiques comparables à la présente Offre. Elles concernent en effet des sociétés qui évoluent dans des secteurs proches de ceux de Millet Innovation et interviennent dans un contexte macro-économique et financier proche de l'Offre.

Nous retenons cette méthode à titre secondaire au regard de la taille restreinte de notre échantillon (trois transactions dont seulement deux pour lesquelles les données financières ont été rendues publiques) et de la taille des sociétés cibles.

### 3.4.1.2 Analyse des transactions

Les transactions retenues dans notre échantillon sont présentées ci-après :

Date du closing	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (en m€)	EBITDA (m€)	EBIT (m€)
juin-18	Groupe d'investisseurs dont Thuasne	Tynor Orthotics	Inde	n/a	n/a	n/a	n/a
mai-18	Precision Engineered Products	Paragon Medical	Etats-Unis	306	125	21	n/a
avr.-17	Svenska Cellulosa AB	BSN medical GmbH	Allemagne	2 740	850	210	n/a

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des trois transactions suivantes :

- Tynor Orthotics a annoncé le 18 juin 2018 qu'elle avait reçu 1.430 millions INR (environ 18m€) au titre d'une série de financements dirigée par un nouvel investisseur, Lighthouse Advisors India Private Limited. La transaction incluait également la participation de l'investisseur existant Thuasne S.A, fabricant orthopédique. Tynor Orthotics est l'un des plus grands fabricants et exportateurs d'appareils orthopédiques en Inde.
- Precision Engineered Products a annoncé en avril 2018 l'acquisition de 100% des parts de l'entreprise Paragon Medical. Paragon Medical développe et distribue des produits orthopédiques chirurgicaux : implants et fixations pour colonne vertébrale, pieds, mains et articulations. Le chiffre d'affaires de Paragon Medical s'élevait en 2017 à environ 125m€.
- Svenska Cellulosa (SCA) a finalisé l'acquisition de BSN medical en avril 2017. BSN medical développe, fabrique, commercialise et vend des produits dans les domaines du traitement des plaies, de la thérapie de compression et de l'orthopédie. Le prix d'achat des actions s'élève à 1.400m€. Le chiffre d'affaires de BSN medical s'élevait en 2016 à environ 850m€.

L'échantillon final retenu se compose en conséquence de ces deux transactions dont les multiples sont extériorisés ci-après. Il est à noter que les deux sociétés cibles objet des transactions

retenues présentent des caractéristiques qui restent différentes de Millet Innovation dans la mesure où :

- la transaction concernant Paragon Medical vise une société se situant dans le domaine de l'orthopédie chirurgicale dont les marges et la croissance sont supérieures à celles observées dans le secteur des équipements orthopédiques non implantables ;
- la transaction concernant BSN medical porte sur une société dont la taille est beaucoup plus importante que celle de Millet Innovation.

#### 3.4.1.3 Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple :

- d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements.

Nous avons exclu les multiples :

- VE/CA car le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBIT de notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux différents de Millet Innovation.

- d'EBIT, cet agrégat n'ayant pas été documenté dans les transactions identifiées.

- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Date du closing	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (en m€)	EBITDA (m€)	VE/EBITDA
mai-18	Precision Engineered Products	Paragon Medical	Etats-Unis	306	125	21	14,4x
avr.-17	Svenska Cellulosa AB	BSN medical GmbH	Allemagne	2 740	850	210	13,0x
<b>Médiane</b>							<b>13,7x</b>

#### 3.4.1.4 Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBITDA que nous avons appliqué à l'agrégat de Millet Innovation pour les années 2018 et 2019, les transactions retenues ayant été réalisées en cours d'année 2017 et 2018 et les multiples étant calculés sur la base du dernier agrégat publié.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en ajoutant à la valeur d'entreprise extériorisée la trésorerie nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la partie 3.1.3 de ce rapport.

#### 3.4.1.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Millet Innovation obtenue par la méthode des transactions comparables :

Valeur de l'action Millet Innovation	
	VE/EBITDA
Valeur moyenne des capitaux propres (m€)	42,8
Nombre d'actions (en milliers)	1 904
<b>Valeur de l'action Millet Innovation</b>	<b>22,47 €</b>

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Millet Innovation par la méthode des transactions comparables qui s'établit à 22,47€. Nous retiendrons en synthèse la valeur extériorisée par cette méthode à titre secondaire au regard des limites afférentes à l'échantillon retenu évoquées ci-avant.

Le prix d'Offre de 20,20€ fait ressortir une décote de 10,1% sur cette valeur.

### 3.4.2 Méthode du cours de bourse

Les actions Millet Innovation sont cotées sur Euronext Growth Paris au double fixing sous le code ISIN FR0010304402.

A notre connaissance, Millet Innovation ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers et il n'existe pas de consensus de valeur.

#### 3.4.2.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et préalablement à la cession de blocs d'actions au groupe GTF par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, l'actionnariat se répartissait comme suit :

Actionnaires	Nb d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Société HMM <sup>1</sup>	1 421 872	74,61%
Société Hephaïstos <sup>2</sup>	95 784	5,03%
Monsieur Jean-Claude Millet	1	0,00%
Société MARTIN PARTICIPATIONS <sup>3</sup>	21 838	1,15%
Madame Jocelyne Martin	34 764	1,82%
Monsieur Pierre Martin	30	0,00%
Monsieur Laurent Martin	11 413	0,60%
Madame Sophie Martin	12 182	0,64%
Monsieur Sébastien Martin	5 380	0,28%
Société RIFFARD PARTICIPATIONS <sup>4</sup>	21 036	1,10%
Monsieur Jean-Marie Riffard	30	0,00%
Monsieur Damien Millet	4 060	0,21%
Monsieur Hervé Millet	9 247	0,49%
Société TELL'IM <sup>5</sup>	29 726	1,56%
Certains actionnaires historiques	245 491	12,88%
<b>Total actionnaires cédants</b>	<b>1 667 363</b>	<b>87,49%</b>
Actions auto-détenues	1 411	0,07%
Actions non transférables des Dirigeants	7 397	0,39%
Flottant	229 609	12,05%
<b>Total</b>	<b>1 905 780</b>	<b>100,0%</b>

Source : Projet de note d'information

<sup>1</sup> Holding Managers et Millet SAS, société contrôlée par les membres de la famille Millet à hauteur de 71,6% du capital et des droits de vote, le solde du capital et des droits de vote étant détenu par certains salariés de la Société à hauteur de 18,3%, les membres de la famille Martin et membres de la famille Riffard à hauteur de 5,05% et par des associés tiers à hauteur de 5,04%

<sup>2</sup> Société contrôlée par Monsieur Jean-Claude Millet et a pour objet de représenter les inventeurs Monsieur Jean-Claude Millet et Monsieur Antoine Koyazounda, dont elle gère les droits

<sup>3</sup> Société contrôlée par la famille Martin

<sup>4</sup> Société contrôlée par la famille Riffard

<sup>5</sup> Société contrôlée par Monsieur Hervé Millet

Le capital flottant représentait, préalablement à la cession de blocs d'actions au groupe GTF, 12,05% du capital, soit 229.609 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

<b>Analyse de la liquidité de l'action Millet Innovation</b>				
	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total <sup>1</sup>	Volume cumulé % flottant <sup>2</sup>
Moyenne 1 mois	102	407	0,02%	0,2%
Moyenne 3 mois	88	1 323	0,1%	0,6%
Moyenne 6 mois	154	6 632	0,3%	2,9%
Moyenne 9 mois	238	18 586	1,0%	8,1%
Moyenne 1 an	393	42 073	2,2%	18,3%

Source : Euronext, Capital IQ, 07/06/2019

<sup>1</sup> Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

<sup>2</sup> Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 88 titres (moyenne 3 mois) et 393 titres (moyenne 1 an).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 42.073, soit 2,2% du nombre total de titres et 18,3% du flottant.

Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération, le nombre total de titres échangés représente 0,02% du nombre total de titres et 0,2% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Millet Innovation, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, ne présente pas une liquidité suffisante. D'autre part, la société Millet Innovation ne fait pas l'objet de suivi par des analystes financiers indépendants et il n'existe pas de processus informatif entre la société et la communauté financière.

Malgré l'illiquidité du titre et la taille réduite du capital flottant (12,05% du total du capital de la Société), nous retiendrons toutefois cette méthode à titre secondaire, cette valeur demeurant une référence observable pour un actionnaire minoritaire.

#### 3.4.2.2 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

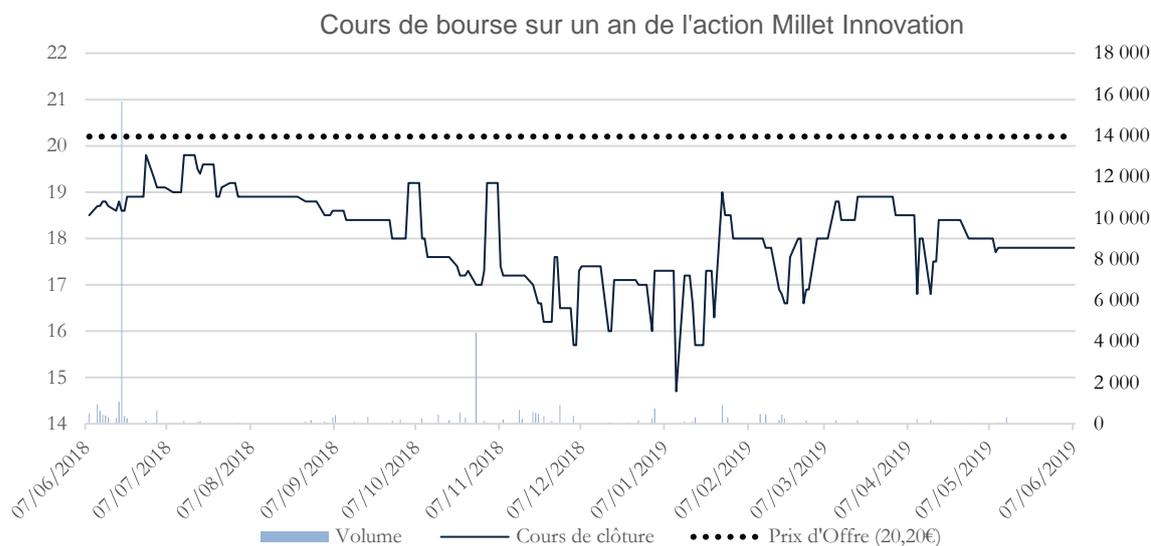
L'évolution du cours de bourse de Millet Innovation sur les trois dernières années est présentée ci-dessus :



Après avoir connu une tendance haussière depuis fin juin 2016 en phase avec la croissance de la Société en passant la barre des 28€ le 6 septembre 2017, soit son maximum sur les trois dernières années, le cours a connu une baisse significative à compter de cette date dans un contexte de publication des résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2017 (chiffre d'affaires en décroissance de 11,9% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2016 et taux de marge d'exploitation de 11,7% contre 16,4% au 1<sup>er</sup> semestre 2016) et de la baisse des ventes anticipée sur l'année 2017 (chiffre d'affaires 2017 projeté de 21,4m€ contre 23,2m€ en 2016) pour se rapprocher des 21€ mi-novembre 2017.

Cette tendance baissière s'est poursuivie avec la confirmation fin avril 2018 de résultats 2017 en forte baisse (décroissance du chiffre d'affaires de 7,5% et baisse de la marge d'exploitation de 16,4% à 9,4%), le cours atteignant 18,50€ début juin 2018.

Au cours de la dernière année, le cours de bourse de Millet Innovation a évolué comme suit.



Millet Innovation a vu tout d'abord son cours osciller entre 19€ et 20€ de fin juin à fin août 2018, avant de connaître une légère baisse pour atteindre 18€ fin septembre alors que les volumes échangés restaient limités (3.227 titres échangés au total de fin juin à fin septembre 2018).

Après avoir connu une légère hausse au-dessus des 19€, le cours a décroché pour s'établir à 17€ le 29 octobre 2018 au terme d'une journée d'échange portant sur 4.430 titres.

Le cours de bourse de Millet Innovation a par la suite connu un rebond à 19,20€ début novembre 2018 avant d'entamer une nouvelle baisse passant progressivement sous la barre des 18€ et des 17€ le 20 novembre 2018.

Par la suite, le cours de la société Millet Innovation a fluctué entre 15,7€ et 17,6€ avant de connaître une forte baisse et d'atteindre 14,7€ le 11 janvier 2019, soit son minimum au cours de la dernière année. Suite à cette baisse, le cours est rapidement remonté, le cours progressant fortement à 19€ à fin janvier 2019.

Depuis fin janvier 2019 et malgré des volumes échangés limités, le cours a fluctué entre 17€ et 19€ en connaissant des évolutions rapides à la hausse comme à la baisse tout en se stabilisant autour des 18€ depuis fin avril 2019.

Le dernier cours de clôture au 7 juin 2019, soit la dernière journée d'échanges avant l'annonce au marché de l'ouverture de négociations exclusives avec le groupe GTF au prix de 20,20€, s'élève à 17,80€.

Les niveaux de cours de bourse historique à court terme (moins d'un an) et actuel ne semblent pas corrélés, au regard de nos recherches, aux perspectives financières de la Société et aux annonces récentes.

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 07/06/2019, dernier cours précédant l'annonce au marché de l'ouverture de négociations exclusives avec le groupe GTF au prix de 20,20€.

	€/action	Prime (+)/Décote (-) offerte <sup>1</sup>
Cours de clôture (le 7 juin 2019)	17,80	13,5%
VWAP* 20 jours	17,07	18,3%
VWAP* 60 jours	17,19	17,5%
VWAP* 6 mois	17,23	17,2%
VWAP* 9 mois	17,10	18,1%
VWAP* 1 an	18,44	9,5%

<sup>1</sup> prime calculée par rapport au prix d'Offre de 20,20€

\*Volume-weighted average price (cours moyen pondéré par les volumes)

Source : Euronext, Capital IQ, 07/06/2019

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 17,07€ (moyenne 20 jours) et 18,44€ (moyenne 1 an).

Le prix proposé de 20,20€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 9,5% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 1 an) et 18,3% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours). Il offre une prime de 13,5% sur le cours de clôture au 7 juin 2019.

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes intégrant les dernières informations financières, dont notamment la publication début mai 2019 des états financiers 2018 de Millet Innovation, et quelques transactions sur le titre.

Pour les raisons évoquées préalablement et à l'illiquidité de la valeur, nous retenons à titre secondaire la référence aux différentes moyennes de cours de bourse pour apprécier le prix d'Offre.

## **4 Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur**

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

### **4.1 Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions**

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions Millet Innovation :

#### **4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :**

- Méthode de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué
- Méthode des dividendes futurs
- Référence aux objectifs de cours des analystes

Nous avons également écarté ces approches.

#### **4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :**

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société
- Méthode des flux de trésorerie actualisés
- Référence au cours de bourse
- Méthode des comparables boursiers (retenue à titre indicatif)
- Méthode des transactions comparables (présentée à titre indicatif)

L'établissement présentateur n'a pas retenu cette dernière méthode mais l'a présenté à titre indicatif, sa recherche de transactions dans le secteur ne lui ayant pas permis d'identifier un nombre de transactions récentes comparables suffisamment documentées pour en calculer les multiples induits. Nous avons pour notre part retenu cette méthode à titre secondaire au regard de la taille restreinte de notre échantillon (deux transactions pour lesquelles les données financières de la transaction ont été rendues publiques), cette méthode restant une méthode analogique de référence.

L'établissement présentateur a retenu la méthode des comparables boursiers à titre indicatif, l'établissement présentateur jugeant que les sociétés retenues dans son échantillon ne sont pas parfaitement comparables. Nous avons pour notre part retenu cette méthode à titre principal, estimant que les sociétés retenues dans notre échantillon étaient suffisamment comparables pour permettre l'application de multiples aux agrégats de la Société.

Notre approche est décrite dans les parties 3.2, 3.3 et 3.4 de notre rapport.

Nous avons de notre côté retenu la référence au cours de bourse à titre secondaire au regard de la taille réduite du flottant et de la faible liquidité du titre, cette méthode constituant toutefois une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire malgré l'illiquidité du titre.

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant une méthode analogique (comparables boursiers) et une méthode intrinsèque (flux de trésorerie actualisés) et s'est référé aux transactions intervenues sur le capital de la Société (cessions de titres Millet Innovation par HMM et certains actionnaires historiques le 24 juin 2019) et au cours de bourse de la Société.

Ces méthodes sont identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues, la méthode des transactions comparables ayant été retenue à titre secondaire dans notre approche.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

#### 4.1.2.1 Transactions récentes sur le capital de Millet Innovation

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu en synthèse les transactions portant sur l'acquisition par le groupe GTF Conseil, actionnaire principal de Millet Innovation, de :

- 1.421.872 actions le 24 juin 2019 représentant 74,61% du capital de Millet Innovation, au prix de 20,06 euros (après ajustement de prix de 0,14€ par action sur la base du chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> semestre 2019), auprès de la société HMM, actionnaire majoritaire de la Société,
- 245.491 actions le 24 juin 2019 représentant 12,88% du capital, au prix de 20,20 euros, auprès de certains actionnaires historiques de la Société.

Nous avons pour notre part également retenu ces transactions du 24 juin 2019 comme référence d'appréciation du prix de l'action Millet Innovation pour les raisons évoqués précédemment.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur de l'action Millet Innovation retenue par référence aux transactions du 24 juin 2019.

#### 4.1.2.2 Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2022 ;
- extrapolé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société selon ses propres hypothèses pour les exercices allant du 31 décembre 2023 au 31 décembre 2028 ;
- calculé une valeur terminale intégrant une marge d'EBITDA de 13,0% auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 10,02%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (0,31%), une prime de risque (9,09%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de (0,83), une prime de taille (3,58%), un coût de la dette avant impôt (1,67%) et un gearing cible (15,95%) ;
- rajouté à la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (trésorerie nette ajustée notamment de la valeur de la quote-part des fonds propres de MI Confection) au 30 juin 2019 (8,44m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Millet Innovation de 15,28€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 13,99€ (taux d'actualisation de 10,52% et taux de croissance à l'infini de 0,5%) et 16,91€ (taux d'actualisation de 9,52% et taux de croissance à l'infini de 1,5%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2022.

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- l'extrapolation du business plan jusqu'au 31 décembre 2028. Nous avons extrapolé le business plan sur une durée plus courte (jusqu'au 31 décembre 2025),
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul du taux d'actualisation.

#### 4.1.2.2.1 Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a retenu comme année normative l'exercice 2028 (horizon au 31 décembre 2028), sa période d'extrapolation intégrant un ralentissement progressif de la croissance pour atteindre 1,0% à l'infini.

Nous avons, pour notre part, retenu l'année 2025 comme horizon explicite du business plan considérant cette période de prévisions (7 ans) suffisamment longue en intégrant un ralentissement de la croissance progressif et une hausse progressive de la marge. Par ailleurs, nous avons retenu une valeur terminale basée sur un taux de croissance à l'infini de 2,0%.

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux avant actualisation au regard de l'horizon retenu pour le calcul de la valeur terminale.

#### 4.1.2.2.2 Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC				
	Etablissement présentateur		Expert indépendant	
			Court terme	Long terme
Taux sans risque	0,31%	(1)	-0,07%	1,75%
Prime de risque du marché	9,09%	(2)	8,31%	5,85%
Bêta désendetté	0,74	(3)	0,97	0,97
D/E	15,95%	(4)	15%	15%
Bêta réendetté	0,83	(5)	1,08	1,08
Prime de taille	3,58%	(6)	3,7%	3,7%
<b>Coût des fonds propres</b>	<b>11,42%</b>	<b>(7)</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,7%</b>
Coût de la dette avant impôt	1,67%	(8)	1,85%	1,85%
Taux d'impôt	25,0%		25,0%	25,0%
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>1,25%</b>		<b>1,39%</b>	<b>1,39%</b>
D/(D+E)	14%	(9)	13%	13%
E/(D+E)	86%	(9)	87%	87%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>10,02%</b>		<b>11,1%</b>	<b>10,4%</b>

(1) Taux des obligations d'état 10 ans - moyenne 3 mois

(2) Prime de risque Bloomberg - moyenne 3 mois

(3) Bêta sectoriel Damodaran - Households products - Europe

(4) Gearing sectoriel Damodaran

(5) Formule de Hamada

(6) Duff & Phelps - 2016 Valuation Handbook

(7) Formule du MEDAF

(8) Coût de la dette 2018 de la Société

(9) Calcul d'après gearing  $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.2.4 du présent rapport

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau notamment concernant la prime de risque du marché actions et le coefficient bêta.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (10,02%) est légèrement inférieur à celui que nous avons retenu (10,4%) et reste cohérent.

#### *4.1.2.2.3 Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres*

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 8,44m€ au 30 juin 2019 intégrant la trésorerie nette au 30 juin 2019 (3,33m€) ajustée des provisions pour retraites (0,34m€), des provisions pour risques (0,16m€), des autres immobilisations financières (0,07m€) et de l'évaluation de la quote-part des fonds propres de la filiale MI Confection (5,54m€).

Nous avons également retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 8,44m€ au 30 juin 2019 sur la base du calcul détaillé dans la partie 3 du présent rapport.

#### *4.1.2.2.4 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés*

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 15,28€ et se situe en deçà de notre valeur bien qu'à un niveau proche. Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment de la divergence du traitement que nous avons retenu concernant la période de prévisions d'exploitation et le calcul de la valeur terminale ainsi que le taux d'actualisation.

#### *4.1.2.3 Méthode des comparables boursiers*

##### *4.1.2.3.1 Choix de l'échantillon*

L'établissement présentateur a retenu deux échantillons distincts pour évaluer la Société. Le premier est composé de trois sociétés internationales (Smith & Nephew, Convatec et Össur) qui sont positionnées sur un marché proche de celui de Millet Innovation, de par leurs produits et les marchés visés. Le deuxième est composé de cinq sociétés internationales (Zimmer Biomet Holding, Stryker, Boston Scientific, Medtronic et Amplitude Surgical) présentes sur le marché des prothèses, en comparaison des orthèses produites par la Société.

Nous avons, pour notre part, retenu un seul échantillon composé de six sociétés : Össur, Amplitude Surgical, Elos Medtech, Hanger, Convatec et Smith & Nephew, quatre d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas retenu les sociétés Zimmer Biomet Holding, Stryker, Boston Scientific, Medtronic qui nous paraissaient moins comparables à Millet Innovation en termes d'activité.

##### *4.1.2.3.2 Choix des multiples et méthodologie*

Les ratios médians retenus par l'établissement présentateur sont :

- la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA,
- la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont pertinents.

Les ratios médians retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués aux agrégats financiers de Millet Innovation prévisionnels au 31/12/2019 et 31/12/2020.

Nous avons appliqué pour notre part la médiane des multiples résultant de notre échantillon aux agrégats financiers prévisionnels de Millet Innovation au 31/12/2019, 31/12/2020 et 31/12/2021 considérant que nous avons suffisamment de prévisions d'analystes au 31/12/2021 pour retenir cette année.

L'établissement présentateur a retenu pour ses deux échantillons un niveau de décote de taille de 34% alors que nous avons pour notre part retenu une décote de taille de 25%.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 8,44m€ au 30/06/2019, ce montant étant identique au passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres que nous avons-nous-même retenu (8,44m€).

#### 4.1.2.3.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Millet Innovation obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 12,56€ et 15,52€, soit 14,04€ en moyenne.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Millet Innovation par la méthode des comparables boursiers de 15,07€ correspondant à la valeur moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBITDA et des multiples d'EBIT.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons légèrement différents et de l'application par l'établissement présentateur d'une décote de taille plus importante.

#### 4.1.2.4 Méthode du cours de bourse

La banque présentatrice a retenu le critère du cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières, ainsi que les 6 et 12 derniers mois avant l'annonce de l'opération au 7 juin 2019.

Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 dernières séances et sur les 60 dernières séances boursières.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués. Nous considérons par ailleurs que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre secondaire comme expliqué en partie 3.4, compte tenu de l'illiquidité du titre et de l'absence de cotation régulière.

## 5 Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 20,20€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
<b>Méthodes principales :</b>					
Méthode des transactions de référence					
Cession par HMM (74,61% du capital)		20,06 €		20,06 €	0,7%
Cession par certains actionnaires historiques (12,88% du capital)		20,20 €		20,20 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	13,99 €	15,28 €	16,91 €	15,79 €	28,0%
Méthode des comparables boursiers*	12,56 €	n.a.	15,52 €	15,07 €	34,0%
<b>Méthodes secondaires :</b>					
Référence au cours de bourse**					
Cours moyen pondéré 20 jours		17,07 €		17,07 €	18,3%
Cours moyen pondéré 60 jours		17,19 €		17,19 €	17,5%
Cours moyen pondéré 6 mois		17,23 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 12 mois		18,44 €		n.a.	n.a.
Méthode des transactions comparables***	16,53 €	n.a.	19,82 €	22,47 €	-10,1%

n.a. : non applicable

\*retenue à titre indicatif par l'établissement présentateur

\*\*retenue à titre principal par l'établissement présentateur ; moyenne effectuée au 7 juin 2019 (date de l'annonce de l'opération)

\*\*\*présentée à titre indicatif par l'établissement présentateur

Il est rappelé que le 24 juin 2019, le groupe GTF Conseil, par l'intermédiaire de sa filiale Curae Lab, a conclu des transactions de gré à gré avec HMM, actionnaire majoritaire de Millet Innovation, et certains actionnaires historiques de la Société, portant sur l'acquisition par Curae Lab de deux blocs hors marché respectivement de 1.421.872 et 245.491 actions Millet Innovation, soit 1.667.363 actions au total (87,49% du capital), à des prix unitaires de 20,06€ et 20,20€, le prix de cession des actions détenues par HMM intégrant un ajustement de prix à la baisse de 0,14€ par action résultant du chiffre d'affaires réalisé par Millet Innovation au cours du premier semestre 2019.

En rémunération de ces cessions récentes, HMM et les autres actionnaires cédants ont reçu des montants respectifs de 20,06€ et 20,20€ par action Millet Innovation cédée, soit un prix global des transactions de 33.480.733€ (28.521.814€ pour HMM et 4.958.918€ pour les autres actionnaires cédants). Ces transactions constituent des références significatives car elles portent sur une part importante du capital de Millet Innovation, les 1.667.363 titres cédés au total représentant 87,49% du capital.

Le prix offert dans le cadre de la présente Offre (20,20€) est légèrement supérieur à celui obtenu par HMM (20,06€), actionnaire détenant avant la transaction 74,61% du capital de Millet Innovation, et est équivalent à celui reçu par les autres actionnaires cédants dans le cadre de cette transaction (20,20€).

L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 20,20€ par action, égale au prix d'Offre.

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 20,06€ (cession par HMM) et 20,20€ (certains actionnaires historiques) pour la méthode des transactions de référence sur le capital de Millet Innovation ;
- 15,79€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 15,07€ pour la méthode des comparables boursiers ;
  
- 17,07€ (cours moyen 20 jours) à 17,19€ (cours moyen 60 jours) pour la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- 22,47€ par la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 20,20€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime de 0,7% (cession par HMM) et ni prime ni décote (certains actionnaires historiques) sur le prix des transactions de référence intervenues récemment sur le capital de Millet Innovation ;
- présente une prime de 28,0% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 34,0% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
  
- présente des primes de 17,5% (cours moyen 60 jours) à 18,3% (cours moyen 20 jours) sur la référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire) ;
- présente une décote de 10,1% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité et une possibilité de monétiser leur participation dans des conditions de prix similaires à la transaction de référence et sans ajustement de prix à la baisse. Ce prix présente une prime sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation mises en œuvre à titre principal et sur la référence au cours de bourse.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 20,20€ par action Millet Innovation est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Millet Innovation.

Fait à Paris, le 17 septembre 2019

L'expert indépendant

Crowe HAF  
Membre de Crowe Global

**Olivier Grivillers**