

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

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

INITIEE PAR

APTARGROUP HOLDING SAS



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 10 septembre 2021, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).

**Le projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'« Offre »), le projet de Note d'information et le
Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF**

AVIS IMPORTANT

En application de l'article 231-19 et 261-1 et articles suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport de la société ORFIS, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Des exemplaires du présent Projet de Note en Réponse sont disponibles sur les sites Internet de la société Voluntis (www.voluntis.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société Voluntis sis 58, avenue de Wagram, 75017 Paris.

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

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	3
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	9
3.	AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE VOLUNTIS	12
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VOLUNTIS	12
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VOLUNTIS	19
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	19
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	20
8.	ELEMENTS CONCERNANT VOLUNTIS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	21
9.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	29
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPOSE.....	29
11.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	29

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

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Règlement Général de l'AMF** »), Aptargroup Holding SAS, société par actions simplifiée au capital de 256.910.056 euros, dont le siège social est situé 36-38 rue de la Princesse, 78430 Louveciennes, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 666 450 010 (l' « **Initiateur** » ou « **Aptar** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de VOLUNTIS, société anonyme à conseil d'administration au capital de 909.051,30 euros divisé en 9.090.513 actions ordinaires de 0,10 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées, dont le siège social est situé 58, avenue de Wagram, 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 439 685 850 (« **Voluntis** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Growth Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0004183960 (mnémonique : ALVTX) (les « **Actions** ») d'acquérir la totalité de leurs Actions au Prix d'Offre par Action tel que défini au paragraphe 2.3 du présent Projet de Note en Réponse, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée, dont les conditions sont décrites ci-après (l' « **Offre** »).

L'Initiateur est ultimement contrôlé par AptarGroup, Inc., une société du Delaware, dont le principal établissement est situé au 265, Exchange Drive, Suite 100, Crystal Lake, IL 60014 (l' « **AptarGroup, Inc.** »).

L'Offre est présentée par Société Générale (la « **Banque Présentatrice** ») qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 2 septembre 2021, au prix de 8,70 euros par action Voluntis, de 5.844.481 Actions représentant 64,56 % du capital social (sur une base non diluée) et 63,57 % des droits de vote théoriques de la Société¹ (le « **Bloc d'Actions** »), auprès des actionnaires suivants (ensemble les « **Cédants** ») :

- 1.890.974 actions représentant 20,89% du capital et des droits de vote de la Société, auprès de Bpifrance Participations,
- 1.010.932 actions représentant 11,17% du capital et des droits de vote de la Société, auprès de Sham Innovation Santé,
- 885.778 actions représentant 9,78% du capital et des droits de vote de la Société, auprès de Debiopharm Innovation Fund SA,
- 681.267 actions représentant 7,53% du capital et des droits de vote de la Société, auprès de FCPI Services Innovants Santé et Autonomie (représenté par sa société de gestion LBO France Gestion),
- 615.710 actions représentant 6,80% du capital et des droits de vote de la Société, auprès de Vesalius Biocapital II S.A. SICAR,
- 375.734 actions représentant 4,15% du capital et des droits de vote de la Société, auprès de Indigo, et

¹ Sur la base d'un nombre total de 9.052.829 Actions représentant 9.194.271 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF (source : Voluntis), avant augmentation de capital en date du 2 septembre 2021 tel que décrit plus amplement à la Section 2.4.

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

- 384.086 actions représentant 4,24% du capital et des droits de vote de la Société, auprès de MM Pierre Leurent, Romain Marmot et Etienne Vial, co-fondateurs et membres de l'équipe de direction de Voluntis.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date des présentes (soit, à la connaissance de la Société, 3.209.383 Actions représentant 35,30% du capital et 36,30% des droits de vote² à la date du Projet de Note en Réponse). L'Offre ne s'applique pas :

- (i) aux 36.649 Actions auto-détenues par la Société ;
- (ii) aux 70.000 bons de souscription d'actions détenus par Kreos Capital V (Expert Fund) L.P., étant précisé que ces 70.000 bons de souscription d'actions (les « **BSA Kreos** ») ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, ne sont pas cessibles (sauf à un affilié de Kreos Capital V (Expert Fund) L.P.), et ont un prix d'exercice supérieur au Prix d'Offre. Kreos Capital V (Expert Fund) L.P. s'est engagé à ne pas exercer ou céder ces 70.000 BSA Kreos à compter de la réalisation de la cession du Bloc d'Actions jusqu'à l'expiration de la période d'Offre et de la procédure de retrait obligatoire (le cas échéant) (et a confirmé ne jamais avoir cédé de BSA Kreos à un de ses affiliés), étant précisé que les BSA Kreos deviendront caducs lors du retrait obligatoire (si celui-ci a lieu) conformément à leurs termes et conditions.

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date du Projet de Note en Réponse, aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote de la Société, immédiatement ou à terme, autre que les Actions et les BSA Kreos.

L'Offre sera ouverte pendant 10 jours de négociation et sera réalisée conformément à la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

La Société rappelle que l'Offre présente un caractère amical.

En application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire en raison du franchissement par l'Initiateur du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société³ à la suite de la cession du Bloc d'Actions.

Si, à l'issue de l'Offre, 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 sont réunies, il est précisé qu'Aptar a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dès la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire portant sur la totalité des Actions non apportées à l'Offre, qui lui seront alors transférées (le « **Retrait Obligatoire** »).

En cas de Retrait Obligatoire, les Actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et (ii) les actions auto-détenues par la Société) seraient transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 8,70 euros par Action), nette de tous frais. Les BSA Kreos seraient exclus du Retrait Obligatoire (le cas échéant).

² Sur la base d'un nombre total de 9.090.513 Actions représentant 9.231.955 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF (source : Voluntis), après augmentation de capital en date du 2 septembre 2021 tel que décrit plus amplement à la Section 2.4

³ Bien que Voluntis soit aujourd'hui cotée sur Euronext Growth (où le seuil déclenchant l'obligation de déposer une offre publique de rachat obligatoire est de 50% du capital ou des droits de vote), elle était cotée sur Euronext Paris jusqu'au 17 février 2021 et, par conséquent, le seuil de 30% prévu par l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF continue de s'appliquer conformément à l'article 231-1 4° du Règlement Général de l'AMF.

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

1.1 Motifs et contexte de l'opération

1.1.1 Motifs de l'Offre

Le 21 juin 2021, l'Initiateur a consenti une promesse d'achat aux Cédants relative au Bloc d'Actions sous réserve de la réalisation de la procédure d'information et de consultation du comité social et économique de la Société.

Le 22 juillet 2021, à la suite de la réception de l'avis du comité social et économique de la Société, l'Initiateur et les Cédants ont signé un contrat d'acquisition (le « **Contrat d'Acquisition** ») relatif au Bloc d'Actions, dont les stipulations sont décrites plus en détails au paragraphe 7.1 du présent Projet de Note en Réponse.

La réalisation de la cession du Bloc d'Actions est intervenue, hors marché, le 2 septembre 2021, suite à l'obtention de l'autorisation du Ministère français de l'Economie et des Finances le 31 août 2021 (l'« **Autorisation du MINEFI** »), dans les conditions prévues au Contrat d'Acquisition.

La stratégie commerciale et industrielle ainsi que l'intérêt de l'Offre pour l'Initiateur et Voluntis sont décrits de manière plus détaillée au sein du Projet de Note d'Information.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de la cession du Bloc d'Actions franchi les seuils de détention de 30% des titres de capital et des droits de vote de la Société⁴, l'Offre revêt un caractère obligatoire, conformément à l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et à l'article 234- 2 du Règlement Général de l'AMF.

L'Initiateur rappelle que l'Offre présente un caractère amical.

A la suite de la réception du rapport du cabinet Orfis, en sa qualité d'Expert Indépendant, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire, le Conseil d'administration de la Société a décidé le 9 septembre 2021 (i) que l'Offre était dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et (ii) de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre.

L'Offre, qui sera suivie du Retrait Obligatoire (si les conditions réglementaires sont remplies), a pour objectif de mettre fin à la cotation des Actions sur Euronext Growth, simplifiant ainsi le fonctionnement opérationnel de la Société et par conséquent mettant fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché. En outre, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échange sur les Actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié.

1.1.2 Contexte de l'Offre

(i) Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français. A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur est ultimement détenu par AptarGroup, Inc..

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon des modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

(ii) Acquisition par l'Initiateur de plus de 30% du capital et des droits de vote de la Société et préparation de l'Offre

⁴ Bien que Voluntis soit aujourd'hui cotée sur Euronext Growth (où le seuil déclenchant l'obligation de déposer une offre publique de rachat obligatoire est de 50% du capital ou des droits de vote), elle était cotée sur Euronext Paris jusqu'au 17 février 2021 et, par conséquent, le seuil de 30% prévu par l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF continue de s'appliquer conformément à l'article 231-1 4° du Règlement Général de l'AMF.

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

(a) Signature d'une promesse d'achat d'actions

Le 21 juin 2021, l'Initiateur a consenti aux Cédants une promesse d'achat d'actions portant sur 5.844.481 Actions auxquelles étaient attachés autant de droits de vote, représentant 64,56% du capital social de la Société et 63,57 % de ses droits de vote théoriques.

(b) Signature d'un Accord sur l'Offre

Le 21 juin 2021, l'Initiateur et la Société ont conclu un accord portant sur l'Offre (*Tender Offer Agreement*) (l'« **Accord sur l'Offre** ») afin de préparer le lancement par l'Initiateur de l'Offre tel que plus amplement détaillé au paragraphe 7.3 ci-dessous.

(c) Approbation par le Conseil d'administration du principe de l'Opération

Le Conseil d'administration de Voluntis, réuni le 21 juin 2021, a :

- accueilli favorablement le principe de l'Opération ;
- mis en place un comité *ad hoc* conformément à l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF à l'effet de déterminer l'étendue de la mission de l'Expert Indépendant et assurer le suivi de ses travaux dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés figurant dans la Section 4 ci-dessous,

La décision du Conseil d'administration concernant l'accueil favorable du principe de l'Opération a été annoncée dans un communiqué de presse le 21 juin 2021.

(d) Désignation de l'Expert Indépendant

Le 1^{er} juillet 2021, sur recommandation du comité *ad hoc*, le Conseil d'administration a désigné le cabinet Orfis, représenté par M. Christophe Velut, en qualité d'expert indépendant, chargé d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel (l'« **Expert Indépendant** »).

La décision du Conseil d'administration de désigner le cabinet Orfis en qualité d'Expert Indépendant a été annoncée dans un communiqué de presse publié le 5 juillet 2021.

(e) Signature du Contrat d'Acquisition

À la suite de l'avis du comité social et économique de Voluntis relatif à la cession du Bloc d'Actions, le représentant des Cédants (agissant pour le compte de tous les Cédants) a exercé la promesse d'achat le 21 juillet 2021.

Le 22 juillet 2021, l'Initiateur et les Cédants ont conclu le Contrat d'Acquisition qui prévoit le transfert par les Cédants à l'Initiateur de 5.844.481 Actions (les « **Actions Cédées** »). Les Actions Cédées représentent un total de 5.844.481 Actions auxquelles sont attachés autant de droits de vote, soit 64,56 % du capital social de la Société (sur une base non diluée) et 63,57 % des droits de vote théoriques⁵.

Les stipulations du Contrat d'Acquisition sont plus amplement décrites au paragraphe 7.1 du Projet de Note en Réponse.

(f) Satisfaction des conditions suspensives relatives au Contrat d'Acquisition et à la cession du Bloc d'Actions

⁵ Sur la base d'un nombre total de 9.052.829 Actions représentant 9.194.271 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF, avant augmentation de capital en date du 2 septembre 2021 tel que décrit plus amplement à la Section 2.4.

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

Le 2 septembre 2021 (la « **Date de Cession du Bloc d'Actions** »), à la suite de la levée des conditions suspensives et notamment de l'obtention de l'Autorisation du MINEFI, l'Initiateur a acquis des Cédants 5.844.481 Actions Cédées au prix de 8,70 euros par Action.

La réalisation de la cession du Bloc d'Actions a été annoncée dans les communiqués de presse publiés par Voluntis et AptarGroup Inc. le 2 septembre 2021. A la suite de la cession du Bloc d'Actions, l'Initiateur détenait directement 64,56 % du capital et 63,57 %⁶ des droits de vote⁷ de la Société.

A la suite de la réception du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre, le Conseil d'administration de la Société a décidé, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés ayant pris part aux votes, le 9 septembre 2021 (i) que l'Offre était dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et (ii) de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre.

(g) Engagement d'apporter des Actions à l'Offre

Il n'existe pas d'engagement d'apporter des Actions à l'Offre.

(h) Déclarations de franchissements de seuils

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré :

- par lettre adressée à l'AMF en date du 7 septembre 2021⁸, le franchissement à la hausse, le 2 septembre 2021, des seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur détenant à cette date 5.844.481 Actions représentant 64,29% du capital et 63,31% des droits de vote de la Société⁹ ; et
- par lettre adressée à la Société en date du 7 septembre 2021, le franchissement à la hausse des seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital social et des droits de vote de la Société.

Par ces lettres, l'Initiateur a déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément aux dispositions de l'article L. 233-7, VII du Code de commerce.

(i) Changement de gouvernance

Afin de tenir compte de la nouvelle structure de l'actionnariat de Voluntis à la suite de la réalisation de la cession du Bloc d'Actions, la composition du Conseil d'administration a été modifiée lors de la réunion du Conseil d'administration de la Société le 2 septembre 2021, pour nommer MM. Gaël Touya et Patrick Jeukenne, deux représentants d'Aptar. Le Conseil d'administration est aujourd'hui composé comme suit :

- M. Eric Elliott, Administrateur et Président du Conseil d'Administration ;
- M. Gaël Touya, Administrateur¹⁰ ;

⁶ Sur la base d'un nombre total de 9.052 829 Actions représentant 9.194.271 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF (source : Voluntis), avant augmentation de capital en date du 2 septembre 2021 tel que décrit plus amplement à la Section 2.4.

⁷ A l'exception des Actions Cédées, l'Initiateur n'a acquis aucune Action au cours des douze derniers mois.

⁸ D&I 221C2322 du 7 septembre 2021.

⁹ Les pourcentages du capital et des droits de vote (source : Voluntis) reflètent l'augmentation de capital qui a eu lieu le 2 septembre 2021, à la suite de l'exercice des instruments dilutifs et de l'attribution définitive des actions gratuites faisant suite au changement de contrôle de Voluntis tel que décrit plus amplement à la Section 2.4.

¹⁰ En remplacement de BPI France démissionnaire et représentée par son représentant permanent Monsieur Laurent Higuieret.

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

- M. Patrick Jeukenne, Administrateur¹¹ ;
- M. Pierre Leurent, Administrateur ;
- Mme. Jan Berger, Administrateur indépendant ; et
- Mme. Viviane Monges, Administrateur indépendant .

M. Eric Elliott (Président du Conseil d'administration), Mme Viviane Monges (membre indépendant) et Mme Jan Berger (membre indépendant) sont restés au sein du Conseil d'administration à la suite de la cession du Bloc d'Actions. Ils ont formé le comité ad hoc du Conseil d'administration et ont assisté l'Expert Indépendant au cours de sa mission.

En outre, M. Sai Shankar, salarié du groupe Aptar, a été nommé Directeur Général Délégué.

Le Conseil d'administration de Voluntis, lors de sa séance du 2 septembre 2021, a par ailleurs modifié la composition de ses comités comme suit :

Comité d'audit, les nouveaux membres suivants ont été nommés :

- M. Gaël Touya ; et
- M. Patrick Jeukenne.

A titre de clarification, il est précisé que Mme Viviane Monges est restée membre indépendant et Présidente du Comité d'audit.

Comité des rémunérations et des nominations, les nouveaux membres suivants ont été nommés :

- M. Gaël Touya ; et
- M. Patrick Jeukenne.

A titre de clarification, il est précisé que M. Eric Elliott est resté membre et Président du Comité.

Comité stratégique, les nouveaux membres suivants ont été nommés :

- M. Gaël Touya ; et
- M. Patrick Jeukenne.

A titre de clarification, il est précisé que Eric Elliott, Jan Berger et Viviane Monges sont restés membres du Comité stratégique, et que celui-ci reste présidé par Jan Berger.

De plus amples informations concernant la gouvernance sont fournies dans la Section 1.2.5 du Projet de Note d'Information.

1.1.3 Répartition du capital et des droits de vote de la Société

Les détails de la répartition du capital social et des droits de vote à la date du Projet de Note en Réponse, après la réalisation de la cession du Bloc d'Actions, l'exercice des instruments dilutifs et l'attribution des actions gratuites (tel que décrit dans la Section 2.4 ci-dessous), sont fournis ci-dessous à la Section 8.1.

Ni l'Initiateur, ni aucune des sociétés sous son contrôle ou le contrôlant au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, ne détenaient, directement ou indirectement, des Actions de la Société avant la réalisation de la cession du Bloc d'Actions.

1.2 Intentions concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

¹¹ En remplacement de LBO France démissionnaire et représentée par son représentant permanent Monsieur Franck Noiret.

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

Dans l'hypothèse où 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 seraient réunies à l'issue de l'Offre, Aptar a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exception des Actions auto-détenues par la Société et des BSA Kreos). Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et (ii) les Actions auto-détenues par la Société) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (à savoir 8,70 euros par Action) nette de tous frais. Il est précisé que cette procédure serait suivie de la radiation des Actions d'Euronext Growth.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Société Générale, agissant au nom de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 10 septembre 2021, le Projet d'Offre.

Société Générale, en qualité de Banque Présentatrice et garante, garantit le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF.

Dans le cadre de cette Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant une période de 10 jours de négociation, à acquérir auprès des actionnaires de Voluntis, la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix d'Offre par Action.

Le prix d'offre par Action sera de 8,70 euros par Action apportée (le « **Prix d'Offre par Action** »). Le Prix d'Offre par Action a été fixé incluant tout versement de dividendes éventuels. Par conséquent, le Prix d'Offre par Action sera réduit du montant de tout dividende ou distribution payé avant la date de règlement pour chaque acquisition dans le cadre de l'Offre.

En outre, le Prix d'Offre représente une prime de 110% par rapport au cours de clôture de l'action Voluntis le 18 juin 2021.

2.2 Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-16 du Règlement Général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse a été déposé auprès de l'AMF le 10 septembre 2021. Un avis de dépôt relatif à l'Offre sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il a également été publié sur le site Internet de la Société (www.voluntis.com) et est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de la Banque Présentatrice.

Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information a été publié par l'Initiateur et la Société et est en ligne sur le site Internet de la Société.

Cette Offre et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet une décision de conformité de l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du Règlement général de l'AMF, la déclaration de conformité emportera visa du Projet de Note en Réponse. Le Projet de Note en Réponse ainsi visée par l'AMF ainsi que les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de

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

la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, déposées auprès de l'AMF et tenues gratuitement à la disposition du public au siège de l'Etablissement Présentateur au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.voluntis.com).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis relatif à l'ouverture et au calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant le contenu de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant 10 jours de négociation en France.

Le projet d'Offre et tous les contrats ou documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant au présent projet d'Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

L'Initiateur se réserve le droit, à compter du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, telle que décrite dans le Projet de Note d'Information, de procéder à toute acquisition d'Actions sur le marché ou hors marché, conformément aux dispositions de l'article 231-38 du Règlement Général de l'AMF (acquisition dans la limite de 30% des Actions existantes faisant l'objet de l'Offre).

2.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du Projet de Note en réponse, l'Initiateur détient directement 5.844.481 Actions, représentant 64,29% du capital social et 63,31% des droits de vote de la Société¹².

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte, à la connaissance de la Société, sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement à cette date par l'Initiateur, étant précisé que l'Offre ne porte pas sur les 36.649 Actions auto-détenues par la Société (tel que s'est engagée Voluntis dans le cadre de l'Accord sur l'Offre et que son Conseil d'administration l'a confirmé le 9 septembre 2021) ni sur les BSA Kreos soit à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, un maximum de 3.209.383 Actions représentant 35,30% du capital et 36,30% des droits de vote¹³.

A l'exception des Actions ordinaires et des BSA Kreos, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier émis par Voluntis donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de Voluntis.

Les instruments dilutifs (autres que les BSA Kreos) émis par la Société et décrits dans le paragraphe 2.4 ci-dessous, ont été exercés à la Date de Cession du Bloc d'Actions ou sont devenus caducs conformément à leurs termes et conditions.

2.4 Actions gratuites et instruments dilutifs

a) Actions gratuites

¹² Sur la base d'un nombre total de 9.090.513 Actions représentant 9.231.955 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF, après augmentation de capital en date du 2 septembre 2021 tel que décrit plus amplement à la Section 2.4.

¹³ Sur la base d'un nombre total de 9.090.513 Actions représentant 9.231.955 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF (source : Voluntis), après augmentation de capital en date du 2 septembre 2021 tel que décrit plus amplement à la Section 2.4.

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

L'assemblée générale extraordinaire de Voluntis en date du 11 avril 2018 a autorisé le Conseil d'administration de la Société à attribuer des Actions gratuites. À la même date, le Conseil d'administration a approuvé un plan d'attribution d'actions gratuites au profit des employés et des mandataires sociaux de la Société (le « **Plan d'Attribution d'Actions Gratuites** »).

À la suite du Plan d'Attribution d'Actions Gratuites :

- 6.600 Actions gratuites ont été acquises le 23 mai 2020 ;
- 5.200 Actions gratuites ont été acquises le 23 mai 2021 ; et
- 5.200 Actions gratuites ont été acquises à la Date de Cession du Bloc d'Actions (les termes et conditions du Plan d'Attribution d'Actions Gratuites prévoyant une accélération de la période d'acquisition des Actions gratuites en cas de changement de contrôle).

Les Actions gratuites attribuées ci-dessus prévoyaient une période de conservation jusqu'au 23 mai 2022.

Le 2 septembre 2021, les conditions du Plan d'Attribution d'Actions Gratuites ont été modifiées par une décision du Conseil d'administration conformément aux termes du Plan d'Attribution d'Actions Gratuites et à la loi applicable afin de lever par anticipation la période de conservation applicable.

Toutes les Actions gratuites émises par la Société font partie du capital social de la Société et ne sont plus soumises à une période de conservation. Elles peuvent donc être apportées à l'Offre par leurs détenteurs.

Les Actions gratuites non apportées à l'Offre seront visées par le Retrait Obligatoire (le cas échéant).

b) Instruments dilutifs (autres que les BSA Kreos)

La Société a émis au profit des mandataires sociaux, des employés et des membres du Conseil d'administration :

- (i) 378.080 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise ;
- (ii) 146.717 bons de souscription d'actions ; et
- (iii) 37.470 options de souscription d'actions.

Conformément aux termes et conditions des instruments dilutifs décrits ci-dessus, ces instruments devenaient exerçables en cas de changement de contrôle, et en l'absence d'exercice à cette occasion, devenaient caducs.

À la Date de Cession du Bloc d'Actions, à la suite de l'exercice de 32.484 instruments dilutifs (consistant en 28.284 bons de souscription d'actions, 3.000 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise, et 1.200 options de souscription d'actions) tels que décrits ci-dessus, la Société a émis 37.684 nouvelles actions (étant précisé que cette augmentation de capital comprend également 5.200 actions émises en conséquence de l'acquisition définitive des actions gratuites). Les autres 529.783 instruments dilutifs (consistant en 375.080 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise, 118.433 bons de souscription d'actions et 36.270 stock-options) non exercés à la Date de Cession du Bloc d'Actions sont devenus caducs en conséquence de la cession du Bloc d'Actions.

Par conséquent, à l'exception des BSA Kreos, il n'y a pas d'instruments dilutifs en circulation émis par la Société.

2.5 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.9 (Calendrier indicatif de l'Offre) du Projet de Note d'Information.

2.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la Section 2.12 (Restrictions concernant l'Offre à l'étranger) du Projet de Note d'Information et s'appliquent à la présente Note en réponse.

3. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE VOLUNTIS

Conformément à l'article 2312-52 du Code du travail, l'Initiateur détenant plus de 50% du capital ou des droits de vote de la Société, l'avis du Comité social et économique de Voluntis n'est pas requis. Le comité social et économique de Voluntis sera toutefois informé de l'Offre, conformément aux articles L. 2312-42 à L. 2312-44 du Code du travail, et si celle-ci a été sollicitée ou non.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VOLUNTIS

Les détails de la composition du Conseil d'administration sont fournis ci-dessus au paragraphe 1.1.2(i). Lors de sa séance du 21 juin 2021, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration a décidé de constituer un comité ad hoc composé de Madame Viviane Monges, administratrice, Madame Jan Berger, administratrice, et de Monsieur Eric Elliott, administrateur, soit constitué d'une majorité de d'administrateurs indépendants, afin (i) de proposer la nomination d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de cet expert et d'échanger régulièrement avec lui dans le cours de l'accomplissement de ses travaux et (iii) de préparer les termes de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention du Conseil d'administration.

Sur proposition du comité ad hoc, le Conseil d'administration, lors de sa séance du 1er juillet 2021, sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, a désigné la société Advolis Orfis, représentée par Monsieur Christophe Velut, en qualité d'Expert Indépendant chargé d'examiner les conditions financières de l'Offre. La nomination de l'Expert Indépendant a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société le 5 juillet 2021.

Le rapport de l'Expert Indépendant ainsi que l'avis motivé du Conseil d'administration sont reproduits en intégralité dans le Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 10 septembre 2021 contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix d'Offre.

En application des dispositions de l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF, les membres du comité ad hoc se sont réunis le 9 Septembre 2021, afin d'examiner l'Offre et d'élaborer un projet d'avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, soumis au Conseil d'administration.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 9 Septembre 2021 sur convocation de son président faite conformément aux statuts de la Société afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents par des moyens de télécommunication ou représentés.

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

Le Conseil d'administration de la Société a ainsi rendu le 9 septembre l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents ou représentés ayant pris part aux votes, en ce compris les membres qui participent aux travaux du comité *ad hoc*, les autres membres du Conseil d'administration de la Société adhérant à l'avis du comité *ad hoc*, étant précisé que Messieurs Gaël Touya, Patrick Jeukenne et Pierre Leurent, en tant qu'administrateurs en conflit d'intérêts, n'ont pas pris part au vote :

« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration que la société AptarGroup Holding SAS (l'« **Initiateur** » ou « **Aptar** »), société par actions simplifiée, dont le siège social est situé 36-38 rue de la Princesse, 78430 Louveciennes, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles sous le numéro 666 450 010, filiale à 100% de la société AptarGroup Inc., envisage de réaliser une offre publique d'achat simplifiée portant sur l'ensemble des actions de la Société au prix unitaire de 8,70 euros (l'« **Offre** »), conformément à la réglementation applicable et aux dispositions du contrat d'offre publique en langue anglaise intitulé Tender Offer Agreement conclu entre la Société et Aptar le 21 juin 2021, et en conséquence de la réalisation, à la date du 2 septembre 2021, de l'acquisition par l'initiateur d'un bloc de contrôle portant sur 5.844.481 actions de la Société représentant à la date de la présente décision environ 64,29% du capital et 63,31% des droits de vote de la Société (sur une base non-diluée) (le « **Bloc d'Actions** »).

Le Président précise que l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur (soit 5.844.481 actions), représentant un nombre total maximum de 3.209.383 actions (sur un total de 9.053.864 actions, hors actions auto-détenues).

Ainsi, l'Offre ne porte pas sur :

- (i) 36.649 actions auto-détenues par la Société ;
- (ii) 70.000 bons de souscription d'actions détenus par Kreos Capital V (Expert Fund) L.P., étant précisé que ces 70.000 bons de souscription d'actions (les « **BSA Kreos** ») ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, ne sont pas cessibles (sauf à un affilié de Kreos Capital V (Expert Fund) L.P.), et ont un prix d'exercice supérieur au prix de l'Offre. Kreos Capital V (Expert Fund) L.P. s'est engagé à ne pas exercer ou céder ces 70.000 BSA Kreos à compter de la réalisation de la cession du bloc de contrôle jusqu'à l'expiration de la période d'Offre et de la procédure de retrait obligatoire (le cas échéant) (et a confirmé ne jamais avoir cédé de BSA Kreos à un de ses affiliées), étant précisé les BSA Kreos deviendront caducs lors du retrait obligatoire (si celui-ci a lieu) conformément à leurs termes et conditions.

Le Président indique que, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du RG AMF, le Conseil d'administration est réuni à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre déposée par l'Initiateur visant les actions de la Société et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés sur la base de l'avis motivé proposé par le comité *ad hoc*, conformément à l'article 261-1, III du RG AMF.

Il est ensuite rappelé que lors de sa séance du 21 juin 2021, conformément à l'article 261-1 III du RG AMF et à l'instruction de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le Conseil d'administration a décidé de constituer un comité *ad hoc* composé de Madame Viviane Monges, administratrice, Madame Jan Berger, administratrice, et de Monsieur Eric Elliott, administrateur, afin (i) de proposer la nomination d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de cet expert et d'échanger régulièrement avec lui dans le cours de l'accomplissement de ses travaux et (iii) de préparer les termes de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention du Conseil d'administration.

Il est également précisé qu'à ce stade, aucune observation écrite d'actionnaires n'a été reçue.

Le Conseil d'administration précise par ailleurs que, préalablement au dépôt de l'Offre, 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 » conformément aux recommandations de l'AMF. Le Conseil d'administration prend acte du fait que cette data room ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique.

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

Madame Viviane Monges, en sa qualité de présidente du comité ad hoc rend compte de la mission du comité et résume ci-après les activités menées dans le cadre de cette mission. Elle rappelle que :

- La première réunion du comité ad hoc s'est tenue le 1^{er} juillet 2021 en vue de sélectionner le candidat qui devrait être proposé au Conseil d'administration en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »). Lors de cette séance, le comité ad hoc a sélectionné la société Orfis, compte tenu notamment des compétences, de l'expérience, de la réputation professionnelle et de l'absence de conflits d'intérêts de cette société. Sur proposition du comité ad hoc, le Conseil d'administration, lors de sa séance du 1^{er} juillet 2021, sur le fondement de l'article 261-1 I et II du RG l'AMF, a désigné la société Orfis, représentée par Monsieur Christophe Velut, en qualité d'Expert Indépendant chargé d'examiner les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel.
- Le comité ad hoc s'est notamment assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.
- Le comité ad hoc n'a pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.
- Dans le cadre de sa mission, l'Expert Indépendant a effectué des réunions de travail avec le comité ad hoc le 7 juillet 2021, le 12 juillet 2021, le 4 août 2021, le 6 septembre 2021, le 8 septembre 2021 et le 9 septembre 2021, et a pris connaissance des documents suivants :
 - (i) Le Tender Offer Agreement signé le 21 juin 2021 entre la Société et l'Initiateur ;
 - (ii) Le Put Option Agreement signé le 21 juin 2021 entre l'Initiateur et certains actionnaires de la Société, relatif à l'acquisition du bloc de contrôle ;
 - (iii) Le Share Purchase Agreement en date du 22 juillet 2021 entre l'Initiateur et certains actionnaires de la Société, relatif à l'acquisition du bloc de contrôle ;
 - (iv) Le procès-verbal de réunion du Conseil d'administration en date du 1^{er} septembre 2021 relatif à l'adoption du business plan mis à jour et ce dernier ;
 - (v) Le Projet de Note d'information devant être déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF ;
 - (vi) Le Projet de Note en réponse devant être déposé par la Société auprès de l'AMF ;
 - (vii) Le procès-verbal de réunion du Conseil d'administration en date du 2 septembre 2021 relatif notamment à la constatation de la réalisation de la cession ; et
 - (viii) Le procès-verbal de réunion du Comité des nominations et des rémunérations en date du 8 septembre 2021 relatif notamment au Management Incentive Program concernant Monsieur Pierre Leurent, Monsieur Romain Marmot, Madame Geneviève d'Orsay et Monsieur Etienne Vial et les termes de ces derniers.

Madame Viviane Monges rappelle ensuite que le comité ad hoc a **pris acte** que :

- l'acquisition du bloc de contrôle ayant fait franchir à l'Initiateur les seuils de détention de 30% des titres de capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur dépose la présente Offre portant sur le capital social restant en circulation, conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du RG AMF ;
- l'Initiateur permettra aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs Actions à un prix identique à celui de l'acquisition du Bloc d'Actions, à savoir un prix de 8,70 euros par Action, représentant une prime de 110% par rapport au dernier cours de clôture de l'action le 18 juin 2021 avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives le 22 juin 2021, et de 91% par rapport au cours de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des trois derniers mois précédant cette annonce ;

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

- *le prix de l'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par Société Générale, banque présentatrice de l'Offre, et figurant à la section 3 du Projet de note d'information ;*
Le comité ad hoc a également pris note par ailleurs que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le Projet de note d'information, sont les suivantes :
- *en matière de politique industrielle, l'Initiateur a l'intention d'intégrer la Société au sein de son pôle Aptar Pharma. Il entend ainsi compléter l'offre actuelle de la Société avec des appareils connectés d'administration de médicaments et de la diversifier au-delà de l'oncologie et du diabète vers d'autres domaines thérapeutiques. Les relations commerciales existantes de la Société devraient être maintenues et l'Initiateur entend développer des relations similaires avec d'autres clients dans l'industrie pharmaceutique avec lesquels il entretient déjà une relation commerciale ;*
- *en matière de composition des organes sociaux et de direction de la Société, il est rappelé, qu'afin de tenir compte de la nouvelle structure de l'actionnariat de la Société à la suite de la réalisation de la cession du bloc de contrôle, la composition du Conseil d'administration a été modifiée par la réunion du Conseil d'administration de la Société en date du 2 septembre 2021. L'Initiateur a l'intention de demander la nomination de membres supplémentaires afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat ;*
- *l'Initiateur entend continuer à s'appuyer sur les compétences des équipes dirigeantes de la Société et il est envisagé de conserver le senior management actuel de la Société ;*
- *en matière d'emploi, l'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, elle ne devrait donc pas avoir d'impact significatif sur la politique poursuivie par la Société en matière sociale telle qu'elle est actuellement menée par la Société. Elle continuera à être déterminée en collaboration avec la direction actuelle de la Société, qui restera en place. La Société continuera à opérer à travers ses bureaux de Paris et de Boston ;*
- *l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société ni de procéder à toute autre réorganisation légale de la Société ; il est toutefois précisé que, dans la mesure où l'Initiateur a l'intention d'intégrer la Société au sein de son pôle Aptar Pharma et dans l'hypothèse où l'Initiateur acquerrait 100% des actions de la Société, l'Initiateur se réserve la possibilité, de fusionner ou de transférer la Société et/ou ses actifs à des sociétés du groupe Aptar ou inversement. Les conditions de ces éventuelles opérations de fusion ou de transfert seraient soumises à la réglementation en vigueur, notamment en matière d'information et de consultation des instances représentatives du personnel concernées ;*
- *en matière de cotation, dans l'hypothèse où les conditions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RG AMF seraient réunies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre, la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par la Société). Dans cette hypothèse, les actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et (ii) les actions auto-détenues par la Société) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (à savoir 8,70 euros par action) nette de tous frais. Il est précisé que cette procédure serait suivie de la radiation des actions de la Société d'Euronext Growth. L'Offre, qui sera suivie d'un retrait obligatoire (si les conditions réglementaires sont remplies), a pour objectif de mettre fin à la cotation des actions sur Euronext Growth, simplifiant ainsi le fonctionnement opérationnel de la Société et par conséquent mettant fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé. En outre, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échange sur les actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des actions n'est plus justifié ;*
- *en matière de dividendes, l'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses*

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

besoins de financement.

L'Expert Indépendant présente ensuite ses conclusions au Conseil d'administration dont il ressort que :

« En ce qui concerne le prix de l'Offre

Le prix de l'Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions à un prix identique à celui de l'acquisition d'un bloc d'actions représentatif d'un contrôle. Les actionnaires minoritaires ont ainsi accès à un prix de l'offre intégrant cette prime de contrôle. Le choix de l'initiateur résulte d'un process détaillé de mise en concurrence pour sélectionner un acquéreur engagé sur le 1^{er} trimestre 2021 par la société Voluntis ayant conduit à ne recevoir qu'une seule offre engageante de la société Aptar. Les autres offres reçues (non engageantes) présentaient des conditions financières moins intéressantes. Le prix d'acquisition est dans ce contexte nécessairement une référence pertinente pour l'appréciation du prix de l'offre.

Le prix de l'offre intègre une prime stratégique pour la plupart des méthodes utilisées, très significative dans le cas des méthodes du cours de bourse, des prix d'émissions récentes, et du DCF-BP alternatif. La prime reste positive dans le cas de la méthode des DCF – BP management, qui repose sur des hypothèses volontaristes.

La seule méthode qui extériorise une décote est liée à la recommandation d'un des analystes, mise à jour en mai 2021 (soit 11€), après l'annonce de la signature d'un contrat et une meilleure visibilité estimée. La recommandation s'élevait à 8,3€ avant la mise à jour. L'analyste n'a pas modifié sa recommandation suite à l'annonce de la prise de contrôle par Aptar, ni fait de commentaires sur le prix de l'offre, tout en soulignant l'intérêt du rapprochement stratégique. Les recommandations s'inscrivent dans un contexte de complexité d'établissement des prévisions, au regard notamment du référentiel IFRS, et d'une sensibilité forte aux annonces telles que signatures de contrats, sans que la société n'ait de recul à ce jour sur les impacts du business model "royalties".

Le prix de l'Offre de 8,7€ par action, qui valorise la société (valeur d'entreprise) à 8,6x le CA facturé 2021 nous semble équitable, au regard de l'Offre Publique, et le cas échéant de la procédure de retrait obligatoire envisagée.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords connexes pouvant exercer une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, telle que présentés dans le projet de note d'information, n'a pas fait apparaître de dispositions financières de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable du prix de l'Offre, d'un point de vue financier.

Le projet de Management Incentive Program (MIP) finalisé le 08/09/2021 établi entre l'initiateur et 4 managers (dont 2 mandataires et 3 qui ont signé le contrat de cession le 2 septembre) répond au souhait de l'initiateur d'homogénéiser les règles de rémunération des dirigeants au regard des pratiques du groupe, et a vocation à se substituer, après accord par le Conseil d'administration du 9 septembre, aux règles appliquées chez Voluntis, dont le cadre général est proche. Ce projet a fait l'objet d'un avis favorable du Comité des rémunérations, et nous avons noté des échanges avec le comité ad hoc que celui-ci devrait également donner un avis favorable sur ce plan le 9 septembre. Ce plan comporte une composante de plans en actions (qui seront attribuées par Aptar et non Voluntis), dont les enjeux sont à apprécier au regard du caractère aléatoire lié aux conditions d'acquisition des droits (conditions de présence sur des périodes de 3 ou 5 ans et/ou de performances liées à plan de développement significatif au regard de la situation actuelle). Les plans qui étaient mis en place par Voluntis ne comportaient pas systématiquement des conditions de performance.

L'analyse des dispositions prévues dans le projet qui nous a été transmis et les échanges avec l'initiateur et le CEO de Voluntis nous ont conduit à considérer que la contrepartie de ce plan était distincte de l'offre, et ne modifiait pas les conditions financières de l'Offre, et notamment le prix de l'Offre.

En conclusion, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre publique d'achat obligatoire simplifiée suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, soit 8,7 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Voluntis. »

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

Au vu de ce qui précède, Madame Viviane Monges indique qu'au terme de sa mission, le comité ad hoc, lors de sa réunion en date du 9 septembre 2021, après avoir pris connaissance de l'ensemble des éléments essentiels soumis au Conseil d'administration énoncés ci-dessus, a recommandé, à l'unanimité de ses membres, au Conseil d'administration, l'adoption d'un avis motivé selon les termes suivants :

« Sur la base des diligences effectuées par l'Expert Indépendant et des diligences effectuées par le comité ad hoc dans les conditions exposées ci-dessus, notamment sur la base des documents communiqués, les membres du comité ad hoc déclarent adhérer unanimement et sans réserve aux conclusions de l'Expert Indépendant telles qu'elles apparaissent dans le rapport qui lui a été remis ce jour.

Par ailleurs, les membres du comité ad hoc après avoir pris connaissance des commentaires de l'Expert Indépendant formulés dans son rapport et compte tenu de l'analyse communiquée, partagent à l'unanimité l'analyse et les conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles les conditions financières offertes au titre de l'Offre suivie d'un retrait obligatoire éventuel exposées par l'Initiateur présentent un caractère équitable.

En conséquence, les membres du comité ad hoc décident à l'unanimité de recommander au Conseil d'administration de la Société d'émettre un avis motivé favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'Offre et le retrait obligatoire sont conformes aux intérêts :

- des salariés de la Société, l'Offre ne devant pas avoir d'impact significatif sur la politique sociale telle qu'elle est actuellement menée par la Société, qui continuera à être déterminée en collaboration avec la direction actuelle de la Société restant en place. A ce titre, les membres du comité ad hoc rappellent qu'il est envisagé que la Société continue à opérer à travers ses bureaux de Paris et de Boston et qu'après l'Opération, l'Initiateur n'envisage pas de modifier les conditions de travail et la convention collective des salariés. En outre, les instances représentatives du personnel resteront inchangées. Enfin, les membres du comité ad hoc prennent note que le comité social et économique de la Société a rendu, lors de sa réunion du 16 juillet 2021, un avis favorable avec réserves sur le projet de cession d'un bloc majoritaire de titres de la Société suivi d'une offre publique d'achat simplifiée ;
- de la Société, en ce que l'Offre présentée par l'Initiateur, société aux capacités financières importantes, permettra de soutenir la stratégie de développement de la Société tant en France qu'à l'international ; et
- des actionnaires de la Société, car le prix par action proposé paraît équitable à l'aune de l'analyse multicritères qui ressort des travaux de l'Expert Indépendant, étant par ailleurs précisé que l'Offre permettra également aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs Actions à un prix identique à celui de l'acquisition du Bloc d'Actions, à savoir un prix de 8,70 euros par Action, représentant une prime de 110% par rapport au dernier cours de clôture de l'action le 18 juin 2021 avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives le 22 juin 2021, et de 91% par rapport au cours de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des trois derniers mois précédant cette annonce.

En conséquence de ce qui précède, le Conseil d'administration, étant précisé que Monsieur Gaël Touya, Monsieur Patrick Jeukenne et Monsieur Pierre Leurent, étant en situation de conflit d'intérêts, ne prennent pas part aux délibérations et au vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration portant sur l'Offre,

connaissance prise et échange de vues sur :

- des termes de l'Offre ;
- des motifs et intentions de l'Initiateur, des éléments de valorisation préparés par la Société Générale, banque présentatrice de l'Offre, et, plus généralement, des informations, tels que figurant dans le Projet de note d'information,

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

- du rapport de l'Expert Indépendant en date du 9 septembre 2021 et notamment des éléments de valorisation détaillés au sein du rapport ;
- du Projet de note en réponse établi par la Société ; et
- du projet d'avis motivé préparé par le comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du RG AMF, le Conseil d'administration ; et

après avoir pris note :

- des conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles le prix d'Offre de 8,70 euros par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel, ce notamment après avoir appliqué et comparé les principales méthodes de valorisation des titres, tant au regard du niveau de prix proposé et des conditions de l'Offre ;
- des travaux réalisés par le comité ad hoc ;
- de l'intention de M. Eric Elliott d'apporter ses actions à l'Offre ;
- que le comité ad hoc, après avoir pris connaissance des termes du Management Incentive Program concernant Monsieur Pierre Leurent, Monsieur Romain Marmot, Madame Geneviève d'Orsay et Monsieur Etienne Vial et du rapport de l'Expert Indépendant, sur proposition du Comité des nominations et des rémunérations, partage à l'unanimité l'analyse et les conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles les termes du Management Incentive Program concernant les personnes susvisées présente une contrepartie distincte de l'Offre et n'a pas d'impact sur ses conditions financières ;

décide à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote d'adopter sans modification le projet d'avis motivé du comité ad hoc ;

décide à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote d'émettre un avis motivé favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'Offre et le retrait obligatoire éventuel sont conformes aux intérêts :

- des salariés de la Société, l'Offre ne devant pas avoir d'impact significatif sur la politique sociale telle qu'elle est actuellement menée par la Société, qui continuera à être déterminée en collaboration avec la direction actuelle de la Société restant en place. A ce titre, les membres du comité ad hoc ont rappelé qu'il est envisagé que la Société continue à opérer à travers ses bureaux de Paris et de Boston et qu'après l'Opération, et que l'Initiateur n'envisage pas de modifier les conditions de travail et la convention collective des salariés. En outre, les instances représentatives du personnel resteront inchangées. Enfin, les membres du comité ad hoc ont pris note que le comité social et économique de la Société a rendu, lors de sa réunion du 16 juillet 2021, un avis favorable avec réserves sur le projet de cession d'un bloc majoritaire de titres de la Société suivi d'une offre publique d'achat simplifiée ;
- de la Société, en ce que l'Offre présentée par l'Initiateur, société aux capacités financières importantes, permettra de soutenir la stratégie de développement de la Société tant en France qu'à l'international ; et
- des actionnaires de la Société, car le prix par action proposé paraît équitable à l'aune de l'analyse multicritères qui ressort des travaux de l'Expert Indépendant, étant par ailleurs précisé que l'Offre permettra également aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs Actions à un prix identique à celui de l'acquisition du Bloc d'Actions, à savoir un prix de 8,70 euros par Action, représentant une prime de 110% par rapport au dernier cours de clôture de l'action le 18 juin 2021 avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives le 22 juin 2021, et de 91% par rapport au cours

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

de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des trois derniers mois précédant cette annonce.

approuve, à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, l'Offre dans sa globalité ;

décide, en conséquence, à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;

approuve à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, le Projet de note en réponse de la Société ainsi que le projet de communiqué de presse relatif à l'avis motivé du Conseil d'administration ;

décide à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote que les 36.649 actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre ;

donne à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, tous pouvoirs au Directeur Général à l'effet de :

- finaliser le Projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations », relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société,
- signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ; signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »

Afin de rendre son avis motivé, le Conseil d'administration a pris connaissance (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur, des éléments de valorisation préparés par la Société Générale et, plus généralement, des informations, tels que figurant dans le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur, (iii) du rapport de l'Expert Indépendant en date du 9 septembre 2021 et notamment des éléments de valorisation détaillés au sein du rapport, (iv) du Projet de note en réponse établi par la Société et (v) du projet d'avis motivé préparé par le comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF.

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VOLUNTIS

Il est rappelé que, conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, M. Pierre Leurent, administrateur et directeur général, a cédé le 2 septembre 2021, la totalité de ses actions à l'Initiateur.

Par conséquent, à la date du présent Projet de Note en Réponse et à la suite de la réalisation de la cession du Bloc d'Actions, à l'exception de M. Eric Elliott détenant 28.284 Actions, aucun autre membre du Conseil d'administration de la Société ne détient d'Action. M. Eric Elliott a manifesté son intention d'apporter ses actions à l'Offre.

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Conformément à l'Accord sur l'Offre, tel que ce terme est défini ci-dessous, les actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre et ne seront ainsi pas apportés.

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

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Hormis les accords mentionnés dans la présente Section 7, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui pourrait avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

7.1 Contrat d'Acquisition

7.1.1 Actions transférées au titre du Contrat d'Acquisition

Le 22 juillet 2021, l'Initiateur et les Cédants ont conclu le Contrat d'Acquisition qui prévoit le transfert par les Cédants à l'Initiateur de 5.844.481 Actions auxquelles sont attachés 5.844.481 droits de vote, représentant 64,29 % du capital social de la Société et 63,31 % des droits de vote théoriques¹⁴.

7.1.2 Conditions suspensives

Le Contrat d'Acquisition prévoyait les conditions suspensives usuelles pour ce type d'opération dont notamment l'obtention de l'Autorisation du MINEFI.

7.1.3 Prix, ajustement du prix et droit de suite

Le prix d'achat par Action Cédée, au titre du Contrat d'Acquisition, s'élève à 8,70 euros (le « **Prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle** »).

Le cas échéant, le Prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle pourra être revu à la baisse postérieurement à la Date de Cession du Bloc d'Actions sans que cela ait un impact sur le Prix d'Offre par Action (i) en indemnisation de tout préjudice direct et certain subi par l'Initiateur ou événement qui constituerait une inexactitude de certaines déclarations et garanties octroyées par les Cédants au titre du Contrat d'Acquisition ou (ii) en cas de sortie de valeur (*leakage payment*) ayant bénéficié à un ou plusieurs Cédants. L'indemnisation de ce préjudice serait versée par les Cédants à l'Initiateur à titre de réduction du prix d'achat des Actions Cédées.

Dans certaines circonstances, si l'Initiateur devait offrir volontairement, dans le cadre de l'Offre, un prix par Action supérieur au Prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur s'est engagé à payer un supplément de prix aux Vendeurs correspondant à la différence positive entre le prix par Action payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et le Prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Il n'existe pas d'autre mécanisme de complément de prix dans le cadre de la cession du Bloc d'Actions.

7.2 Engagement d'apporter des Actions à l'Offre

Il n'existe pas d'engagement d'apporter des Actions à l'Offre.

7.3 L'Accord sur l'Offre

Le 21 juin 2021, l'Initiateur et la Société ont conclu un accord portant sur l'Offre (*Tender Offer Agreement*) (l'« **Accord sur l'Offre** ») afin de préparer le lancement par l'Initiateur de l'Offre en France.

Conformément à l'Accord sur l'Offre, la Société s'est notamment engagée (i) à respecter les engagements relatifs à l'exclusivité et à permettre à l'Initiateur de s'aligner en cas d'offre concurrente supérieure, (ii) à soutenir l'Offre, (iii) à ne pas apporter les 36.649 Actions auto-détenues à l'Offre, (iv) à

¹⁴ Sur la base d'un nombre total de 9.090.513 Actions représentant 9.231.955 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF après la cession du Bloc d'Actions et l'augmentation de capital plus amplement décrite à la Section 2.4.

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

ne pas solliciter, initier, encourager, toute proposition alternative de prise de contrôle (sans préjudice des obligations du Conseil d'administration) et (v) exercer son activité dans le cours normal des affaires.

7.4 Intéressement des Managers

Le Conseil d'administration, après les avis favorables rendus par le comité des nominations et des rémunérations du 8 septembre 2021 d'une part et par le comité ad hoc du 9 septembre 2021 d'autre part, a approuvé le 9 septembre 2021 les nouvelles conditions de rémunérations de certains managers sur la base des principaux termes d'un plan de rétribution « Management Incentive Program » convenu entre respectivement M. Pierre Leurent, M. Romain Marmot, M. Etienne Vial et Madame Geneviève d'Orsay (les « **Managers** ») et l'Initiateur.

La partie fixe de la rémunération des Managers sera supérieure à leur rémunération actuelle (entre c.9% et 30% selon les cas), en ligne avec les niveaux de rémunération du groupe AptarGroup, Inc.

La partie variable de la rémunération des Managers sera constituée d'une partie en numéraire et d'une partie en instruments d'intéressement à moyen et long terme attribués par AptarGroup, Inc. sur la base de critères de présence (sur la base d'une durée de 1 an à 5 ans) et de performance (sur la base de l'atteinte d'un seuil cible de chiffre d'affaires et d'EBITDA sur une durée de 3 à 5 ans et dont les grilles d'atteinte des seuils sont identiques pour quatre Managers). Ce mécanisme de rémunération variable, dont la valeur est par nature aléatoire, ne contient aucun mécanisme ou arrangement assimilable à un complément de prix ou susceptible de remettre en cause la pertinence du Prix d'Offre ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires de la Société.

Les Managers ne bénéficient d'aucune garantie de liquidité quant à la partie variable de leur rémunération ni d'aucune condition de prix de sortie garanti. Les Managers ne bénéficient d'aucun mécanisme d'intéressement au capital autre que ceux décrits ci-dessus.

8. ELEMENTS CONCERNANT VOLUNTIS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, à la suite de la réalisation de la cession du Bloc d'Actions, le capital social s'élève à 909.051,30 euros et est composé de 9.090.513 actions ordinaires de 0,10 euro de valeur nominale chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie. A la date du Projet de Note en Réponse, le nombre de droits de vote théorique était de 9.231.955.

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit, sur une base non diluée :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Aptargroup Holding SAS	5.844.481	64,29 %	5.844.481	63,31 %
Eisai	100.361	1,10%	100.361	1,09 %
Management, administrateurs et employés	62.559	0,69 %	65.009	0,70 %
Actions auto-détenues	36.649	0,40 %	36.649	0,40 %

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

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Public	3.046.463	33,51 %	3.185.455	34,50 %
Total	9.090.513	100,0 %	9.231.955	100,0 %

A la connaissance de la Société, à l'exception des BSA Kreos, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la société en application de l'article L. 233-11

Aucune disposition des articles des statuts ne limite les transferts d'actions. La Société n'a pas connaissance de restrictions aux transferts d'actions insérées dans des conventions autre que celles mentionnées dans le présent Projet de Note en Réponse.

8.3 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

Depuis le 1^{er} janvier 2021 à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'AMF et la Société ont reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes:

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

Actionnaires	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital social	% des droits de vote	Franchissement de seuil ayant donné lieu à déclaration
Aptargroup Holding SAS	2 septembre 2021	5.844.481	64,29 %	63,31 %	Franchissement à la hausse des seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% de détention en capital et en droits de vote
Bpifrance Participations	2 septembre 2021	0	0 %	0 %	Franchissement à la baisse des seuils légaux de 20% du capital et 15%, 10% et 5% de détention en capital et en droits de vote
Sham Innovation Santé	2 septembre 2021	0	0 %	0 %	Franchissement à la baisse des seuils légaux de 10% et 5% de détention en capital et en droits de vote
FPCI Services Innovants Santé et Autonomie	2 septembre 2021	0	0 %	0 %	Franchissement à la baisse des seuils légaux de 10% des droits de vote et 5% de détention en capital et en droits de vote
Vesalius Biocapital II S.A. SICAR	2 septembre 2021	0	0 %	0 %	Franchissement à la baisse du seuil légal de 5% de détention en capital et en droits de vote
Debiopharm Innovation Fund SA	2 septembre 2021	0	0 %	0 %	Franchissement à la baisse du seuil légal de 5% de détention en capital et en droits de vote

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

Néant.

8.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

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

En dehors des accords visés à la Section 7 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote.

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

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

8.7.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 11 de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration constitué de trois membres au minimum et de douze membres au maximum.

Le mandat des administrateurs est de trois ans et prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Ils sont toujours rééligibles.

Le conseil d'administration ne peut pas comporter plus d'un tiers d'administrateurs âgés de plus de 70 ans, étant précisé que si cette proportion venait à être dépassée, l'administrateur le plus âgé sera réputé démissionnaire à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

8.7.2 Modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur. Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

8.8 Pouvoirs du conseil d'administration, notamment concernant l'émission et le rachat d'actions

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

Au-delà des pouvoirs généraux qui lui confèrent la loi et les statuts, le conseil d'administration bénéficie de certaines autorisations accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société telles que décrites dans le tableau ci-après :

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant maximum autorisé
29 juin 2020	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public	26 mois	Néant	385.000 euros de nominal / 50.000.000 euros (titres de créances)
29 juin 2020	Autorisation à consentir au Conseil d'administration, en cas d'émission d'actions ou de toute valeur mobilière avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, de fixer le prix d'émission dans la limite de 10% du capital social	26 mois	Néant	10% du capital social par période de douze mois

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

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant maximum autorisé
29 juin 2020	Délégation à consentir au Conseil d'administration à l'effet de décider l'émission d'actions ordinaires de la Société ou de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement et/ou à terme, à des actions ordinaires de la Société, dans la limite de 10% du capital, pour rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces en dehors d'une offre publique d'échange	26 mois	Néant	76.080 euros nominal / 10.000.000 euros (titres de créances)
29 juin 2020	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	26 mois	Néant	1.000.000 euros nominal
29 juin 2020	Autorisation à donner au conseil d'administration de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société	38 mois	Néant	350.000 (nombre maximal d'actions résultant de l'exercice des options attribuées au titre de la présente autorisation) / Tiers du capital social (montant maximal du nombre total d'actions pouvant être souscrites sur exercice des options de souscription d'actions attribuées ou non encore levées). ⁽¹⁾

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

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant maximum autorisé
29 juin 2020	Autorisation à donner au conseil d'administration de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre	38 mois	Néant	100.000 (nombre maximal d'actions pouvant être attribuées gratuitement au titre de la présente autorisation) / 10% du capital social (montant maximal du nombre d'actions pouvant être attribuées gratuitement au titre de la présente autorisation) ⁽¹⁾
28 juin 2021	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	18 mois	Néant	3.000.000 euros
28 juin 2021	Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de réduire le capital social par voie d'annulation d'actions	18 mois	Néant	10% du capital social par période de vingt-quatre mois
28 juin 2021	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	26 mois	Néant	385.000 euros de nominal / 50.000.000 euros (titres de créances) ⁽²⁾
28 juin 2021	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et offre au public autre que celle visée à l'article L. 411-2 du code monétaire et financier	26 mois	Néant	385.000 euros de nominal / 50.000.000 euros (titres de créances) ⁽²⁾

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

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant maximum autorisé
28 juin 2021	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre visée à l'article L. 411-2 du code monétaire et financier	26 mois	Néant	227.300 euros de nominal / 30.000.000 euros (titres de créances) ⁽²⁾
28 juin 2021	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital immédiatement ou à terme par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit d'une catégorie de personnes dans le cadre d'un contrat de financement en fonds propres ou obligataire	18 mois	Néant	227.300 euros de nominal / 30.000.000 euros (titres de créances)
28 juin 2021	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de toutes valeurs mobilières, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées	18 mois	Néant	227.300 euros de nominal / 30.000.000 euros (titres de créances) ⁽²⁾
28 juin 2021	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription décidée aux termes des treizième, quatorzième, quinzième et dix-septième résolutions de l'assemblée générale du 28 juin 2021	26 mois	Néant	385.000 euros de nominal ⁽²⁾

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

Date de l'assemblée générale	Nature des autorisations	Mandat	Exercice des autorisations	Montant maximum autorisé
28 juin 2021	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique comportant une composante d'échange initiée par la Société	26 mois	Néant	75.800 euros nominal / 10.000.000 euros (titres de créances) ⁽²⁾
28 juin 2021	Délégation de compétence à consentir au Conseil d'administration à l'effet d'émettre et attribuer des bons de souscription d'actions au profit (i) de membres et censeurs du conseil d'administration de la Société en fonction à la date d'attribution des bons n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales ou (ii) de personnes liées par un contrat de services ou de consultant à la Société ou à l'une de ses filiales ou (iii) de membres de tout comité mis en place ou qui viendrait à être mis en place par le conseil d'administration n'ayant pas la qualité de salariés ou dirigeants de la Société ou de l'une de ses filiales	18 mois	Néant	100.000 actions sur exercice des bons de souscription d'actions ⁽¹⁾

⁽¹⁾ Montant maximum global de 350.000 actions, commun entre les 32^{ème} et 33^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 29 juin 2020 et la 21^{ème} résolution de l'assemblée générale du 28 juin 2021 (prévu à la 22^{ème} résolution de l'assemblée générale du 28 juin 2021).

⁽²⁾ Montant nominal maximum global de 385.000 euros pour les augmentations de capital et 50.000.000 euros pour les titres de créance (20^{ème} résolution de l'Assemblée générale du 28 juin 2021).

8.9 Accords qui seront modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle de Voluntis

Non applicable.

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

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord concernant la rémunération des membres du conseil d'administration et des employés dans le cas où ils démissionneraient ou seraient licenciés sans raisons substantielles ou si, dans le contexte de l'Offre, leur emploi prendrait fin. Par ailleurs, à toutes fins utiles, il est précisé que le contrat de travail de M. Romain Marmot prévoit qu'en cas de résiliation de son contrat de travail à la suite d'un changement de contrôle, celui-ci, ainsi que sa famille, bénéficierait, sous réserve de certaines conditions, de la prise en charge de ses éventuels frais de relocalisation en France à hauteur de 7.000 US dollars.

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

8.11 Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Le Projet de Note en Réponse établie par Voluntis est disponible sur les sites Internet de la Société (www.voluntis.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peuvent être obtenus sans frais au siège social de la société Voluntis sis 58, avenue de Wagram, 75017 Paris.

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

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

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations contenues dans le présent document en réponse sont conformes aux faits et ne comportent aucune omission de nature à en altérer la portée. »

LEURENT Pierre
Directeur général
Voluntis

11. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Projet de Note en Réponse contient le rapport de l'Expert Indépendant reproduit ci-après, étant précisé que, conformément à l'article 231-19 3° du règlement général de l'AMF, la Société a décidé de ne pas mentionner certaines informations figurant dans le rapport de l'Expert Indépendant afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, ces informations ne présentant pas de risque d'induire le public en erreur.

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



Rapport d'expertise indépendante

Offre publique d'achat obligatoire initiée par AptarGroup Holding SAS visant les actions Voluntis, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire

9 septembre 2021

A l'attention du Conseil d'Administration

Le Palais d'Hiver – 149, boulevard Stalingrad 69100 Villeurbanne - France
T +33 (0)4 72 69 38 88 - contact@advolis-orfis.com - www.advolis-orfis.com

Société d'Expertise comptable et de Commissariat aux comptes

SAS au capital de 942 300 € - Siret : 957 509 045 000 36 RCS Lyon

Orfis est un membre indépendant de Walter France, membre indépendant de Allinial Global International

Allinial
GLOBAL







Table des matières

1.	Déroulement de la mission.....	5
1.1.	Présentation d'Orfis.....	5
1.2.	Fondements de la mission d'Orfis	5
1.3.	Déclaration d'indépendance.....	7
1.4.	Equipe en charge de la mission	7
1.5.	Historique des missions d'expertise indépendante	9
1.6.	Rémunération de l'expert.....	9
1.7.	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF.....	9
1.8.	Diligences réalisées	9
2.	Présentation de l'Offre.....	13
2.1.	Sociétés concernées par l'opération.....	13
2.2.	Présentation de l'Offre, nombre et nature de titres sur lesquels portent l'offre	15
2.3.	Motifs de l'Offre	16
2.4.	Intentions de l'initiateur dans les 12 prochains mois.....	17
2.5.	Présentation des accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre	19
3.	Présentation de Voluntas	21
3.1.	Un acteur historique dans le domaine des logiciels de santé.....	21
3.2.	Un pionnier dans le domaine des thérapies numériques.....	22
3.3.	Stratégie.....	24
3.4.	Organigramme juridique et cotation.....	25
3.5.	Organigramme fonctionnel	26
3.6.	Effectif	27
3.7.	Répartition de l'actionnariat actuel.....	27
3.8.	Gouvernance	31
3.9.	Organisation de la fonction commerciale	33
3.10.	Direction technique et recherche et développement	36
3.11.	Evolution de la performance	38
3.12.	Evolution de la structure du patrimoine.....	48
3.13.	Evolution de la trésorerie – analyse des flux (comptes IFRS)	56
3.14.	Analyse écart budget	57
3.15.	Evolution du 1 ^{er} semestre 2021.....	58
	Comparatif réalisé 1er semestre 2021 / réalisé 1er semestre 2020 :	59
	Comparatif réalisé 1er semestre 2021 / budget 1er semestre 2021 :	59
3.16.	Présentation du marché des thérapies digitales.....	60
3.17.	Positionnement concurrentiel de Voluntas.....	66



3.18. Synthèse des forces et faiblesses, opportunités et risques	67
3.19 Impact lié à un changement de contrôle	68
4. Evaluation multicritères de l'action Voluntas	69
4.1. Données financières utilisées dans les méthodes d'évaluation	69
4.2. Méthodes d'évaluation écartées.....	72
4.3. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	73
4.4. Méthodes retenues à titre indicatif	89
5. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'établissement présentateur	97
6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre	103
7. Remarques reçues d'actionnaires minoritaires	110
8. Synthèse des échanges avec le Comité ad hoc	110
9. Revue des autres offres reçues par Voluntas.....	111
10. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix de l'Offre	112
11. Sommaire annexe	117
Annexe I : Principaux partenariats.....	118
Annexe II : Exemple d'un contrat (de la facturation à la reconnaissance d'un chiffre d'affaires)	119
Annexe III : Ventilation du chiffre d'affaires par accord de partenariat	120
Annexe IV : Autorisations réglementaires obtenues par le Groupe	121
Annexe V : Palmarès clients	122
Annexe VI : Chiffres d'affaires facturés par accord de partenariat	122
Annexe VII : Ecart budget et réalisé.....	123
Annexe VIII : Echantillon Comparables Boursiers.....	124
Annexe IX : Transactions comparables récentes	127



1. Déroulement de la mission

1.1. Présentation d'Orfis

Le cabinet Orfis est une structure réglementée de commissariat aux comptes et d'expertise comptable qui intervient depuis sa création en 1992 dans les domaines de l'audit légal, des audits d'acquisition et des missions d'expertise et de conseil portant sur les informations financières. L'équipe dédiée à l'évaluation d'entreprises intervient notamment dans le cadre de :

- *Missions contractuelles d'expertise indépendante, d'évaluation d'entreprises et d'arbitrage ;*
- *Missions légales de commissariat aux apports et à la fusion ;*
- *Missions d'acquisitions et de cessions d'entreprises.*

Depuis décembre 2018, Orfis s'est rapproché du cabinet parisien Advolis par la création d'un holding commun, Advolis Orfis, dont le capital est intégralement détenu, directement ou indirectement par ses associés personnes physiques.

Le nouvel ensemble regroupe plus de 150 personnes et affiche un chiffre d'affaires de près de 20 m€. Advolis Orfis détient la quasi-totalité du capital d'Orfis et d'Advolis.

Advolis et Orfis disposent d'une expérience reconnue des opérations dites de place qui mettent en jeu des questions liées à l'équité entre actionnaires.

Advolis et Orfis interviennent dans des contextes très variés : évaluations, expertises indépendantes, avis sur la valeur, litiges, contentieux, affectations de prix d'acquisitions, tests de dépréciation, ..., en environnement français et international.

Orfis est membre de l'association A3E, association reconnue en 2011 par l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF ») dans le cadre de procédures lui permettant d'agréer en tant qu'expert indépendant certains de ses membres en ayant fait la demande, et respectant les conditions requises définies par son bureau. Christophe Velut a été agréé dans le cadre de cette procédure et a effectué précédemment plusieurs expertises indépendantes.

Le cabinet Orfis est signataire d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante mise en place par l'A3E.

Advolis est adhérent de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Advolis a réalisé historiquement des expertises indépendantes de marché.

1.2. Fondements de la mission d'Orfis

La société Volutis (ci-après la « Société »), créée en 2001, est un des leaders dans le domaine de la thérapie numérique.

La société Volutis a lancé un process de recherche d'un acquéreur industriel sur le 1er trimestre 2021, en s'appuyant sur le cabinet Canacord Genuity LLC, afin d'accélérer le développement de la société et renforcer durablement sa structure financière.

La société a annoncé dans un communiqué de presse daté du 22 juin 2021 être entré en négociations exclusives avec Aptargroup holding SAS, filiale d'Aptargroup, Inc (ci-après "Aptar" ou l'initiateur), en vue de l'acquisition par Aptargroup holding SAS de toutes les actions en circulation au prix de 8,70 euros par action (ci-après « l'Offre » ou « l'Opération envisagée »).

Le communiqué de presse indique que ce projet d'acquisition serait réalisé en 2 temps :



- L'acquisition préalable par Aptar ou l'un de ses affiliés d'un bloc de contrôle représentant environ 64,6% du capital social de la Société (sur une base non diluée). Certains membres du management de Voluntis, et les actionnaires de référence, dont Pierre Leurent – son Fondateur et Directeur Général, Bpifrance Participations, LBO France Gestion, Debiopharm Innovation Fund, SHAM Innovation Santé, Vesalius Biocapital et Indigo) se sont engagés à céder l'intégralité de leurs actions représentant environ 64,3 % du capital sur une base non diluée au prix de l'offre de 8,70€. Un tender offer agreement et un put option agreement ont ainsi été signés le 21 juin 2021 ;
- à l'issue de cette acquisition, une offre publique d'achat obligatoire simplifiée (du fait de l'acquisition préalable du bloc de contrôle) en numéraire lancée par Aptar sur l'intégralité des titres de la société non encore détenus par Aptar, au prix de 8,70€.

La conclusion d'un contrat de cession définitif était soumise à la consultation des instances représentatives du personnel de Voluntis. La réalisation de l'acquisition du bloc de contrôle était soumise aux conditions suspensives usuelles, et notamment à l'approbation du Ministère français de l'économie au titre de la réglementation du contrôle des investissements étrangers. L'ensemble des conditions suspensives ont été levées et la cession réalisée au 2 septembre 2021.

L'offre publique d'achat ne sera soumise à aucune condition suspensive, autre que la décision de conformité de l'AMF. Aptar n'a notamment pas défini de seuil de renonciation en fonction des actions apportées à l'offre publique d'achat.

Le seuil de caducité prévu à l'article 231-9 I 1 du règlement général de l'AMF n'est pas applicable dans le cadre de la présente opération, l'initiateur détenant à la date d'émission plus de 50% du capital.

Aptar a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire sur les actions de Voluntis non apportées à l'offre publique d'achat, aux conditions financières de celles-ci, si les conditions réglementaires sont remplies à l'issue de l'offre publique d'achat (seuil de 90% du capital et des droits de vote...).

Aptar a prévu de financer l'acquisition avec les liquidités existantes.

Dans les circonstances particulières de l'Offre, la Société doit désigner un expert indépendant pour les raisons suivantes, définies au Titre IV du règlement général de l'Autorité des Marchés, appréciées à la date de notre désignation en tant qu'expert indépendant :

- les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre, susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I alinéa 2) ;
- Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'Offre considérée (article 261-1I alinéa 4).

La raison suivante s'applique à la date d'émission de notre rapport, compte tenu de l'acquisition d'un bloc de contrôle par l'initiateur intervenue le 2 septembre 2021 :

- lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre,

De même, l'initiateur ayant exprimé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'OPA en cas d'atteinte du seuil de 90% du capital et des droits de vote, la désignation d'un expert indépendant est prévue par l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, l'expert doit établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire. L'expert indépendant doit notamment apprécier le caractère équitable de l'Offre sur le plan financier.



Conformément aux dispositions du livre II, titre VI, chapitre 1^{er} de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF (RGAMF) le Conseil d'Administration de Voluntis a constitué lors la séance en date du 21 juin 2021 un Comité ad hoc composé de membres indépendants :

- Madame Viviane Monges, Présidente ;
- Madame Jan Berger ;
- Monsieur Eric Elliott.

Le Comité ad hoc est chargé de proposer la désignation d'un expert indépendant au Conseil d'Administration, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, et de préparer un projet d'avis motivé sur les conditions financières et le prix de l'Offre.

Sur proposition du Comité ad hoc, le Conseil d'Administration de Voluntis a désigné le cabinet Orfis en qualité d'expert indépendant lors de la séance du 1^{er} juillet 2021 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, et notamment sur le caractère équitable du prix proposé pour les actions Voluntis dans le cadre de l'Opération.

1.3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, les cabinets Orfis et Advolis confirment ne pas être en situation de conflits d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre publique, soit la société Voluntis, l'initiateur et leurs conseils ainsi que l'Etablissement Présentateur désigné dans le cadre de l'Offre.

En particulier, nous attestons que les cabinets Orfis et Advolis et ses salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou de liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'offre publique ou qui réalise l'offre, au cours des 18 derniers mois ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce au cours des 18 derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code commerce, susceptible d'affecter notre indépendance.

Nous confirmons par ailleurs ne pas être intervenus de manière répétée avec Société Générale, établissement présentateur, et Canaccord Genuity, conseil de Voluntis.

Nous précisons que la déclaration d'indépendance a également été effectuée par Hugues de Noray, associé du cabinet Advolis et lui-même expert indépendant, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe.

1.4. Equipe en charge de la mission

Christophe Velut : associé, directeur général,

- Responsable du département évaluation financière
- Président de l'association A3E (Association des Experts en Evaluation d'Entreprise),
- Diplômé EM Lyon,
- Membre des commissions évaluation, apports et du département EIP à la CNCC,
- Intervenants à l'EM Lyon, au Master Ingénierie Financière de l'EM Lyon, et au Master Evaluation et Transmission d'Entreprises de l'Université de Lyon 2,
- Expert-comptable, commissaire aux comptes.



Christophe Velut a rejoint le cabinet Orfis en 1992 après une expérience de 8 ans chez PWC. Il intervient sur de nombreuses évaluations dans des contextes très divers (expertises indépendantes, avis sur la valeur, fusions et apports, affectations du prix d'acquisition, tests de dépréciation, ...). Il rédige de nombreux articles liés aux évaluations, notamment dans le cadre de la lettre trimestrielle A3E, et organise régulièrement des conférences sur le thème de l'évaluation.

Jérôme Tardy : manager évaluation,

- Diplômé de l'EM Lyon – Ingénierie Financière,
- Diplômé du CFA (Chartered Financial Analyst),
- Diplômé du DSCG et membre de la SFEV.

Jérôme Tardy a une expérience de 8 ans en corporate finance, dont 4 dans un cabinet de conseil en fusions et acquisitions. Il intervient sur des missions d'évaluation dans des contextes très variés (transactions, levées de fonds, affectations de prix d'acquisition, ...).

Jérôme Tardy est intervenu récemment sur plusieurs missions d'expertise indépendante dans le cadre d'Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA) et d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) suivie d'un retrait obligatoire. Il intervient également de manière occasionnelle sur des missions de due diligences financières.

Malini Cadirone : consultante senior – évaluation,

- Diplômée du master Ingénierie Financière et Transactions à l'université de Lyon 3,
- Deux années d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Orfis.

Malini Cadirone intervient sur des missions d'évaluation dans des contextes très variés (transactions, levées de fonds, affectations de prix d'acquisition, ...).

Elle est intervenue récemment sur deux missions d'expertise indépendante.

Laura Pereira : consultante junior – évaluation,

- Diplômée du master Ingénierie Economique et Financière à l'université Paris Dauphine,
- Une année d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Advolis.

Laura Pereira intervient sur des missions d'évaluation dans des contextes très variés (transactions, levées de fonds, affectations de prix d'acquisition, ...).

Elle est intervenue récemment sur une mission d'expertise indépendante d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) suivie d'un retrait obligatoire.

La revue indépendante a été effectuée par Hugues de Noray, associé au cabinet Advolis, en charge de l'activité évaluation financière au bureau de Paris, membre de l'APEI et de la SFEV, ayant une expertise reconnue en matière d'expertise indépendante. Le réviseur indépendant n'est pas directement intervenu dans les travaux réalisés par l'équipe présentée ci-avant.

Hugues de Noray, associé d'Advolis, est intervenu au titre de la revue indépendante des travaux d'expertise indépendante présentés dans ce rapport.

- Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Expert-Comptable, Commissaire aux comptes
- IEP Paris
- Membre du Comité Comptable du département EIP (DEIP) de la CNCC et ancien membre de la Commission des Etudes Comptables (2010-2017)

Hugues de Noray a participé à la fondation d'Advolis en 2004. Il intervient régulièrement dans des missions d'évaluation et de commissariat aux apports ou à la fusion, et contribue à différents groupes de travail professionnel. Il a ainsi collaboré à des publications récentes de l'APEI : Les comparables boursiers (2018), le business plan (2017), la pratique de la lettre d'affirmation (2017).



1.5. Historique des missions d'expertise indépendante

Au cours des 12 derniers mois, nous avons produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Type d'opération
Novembre 2020	Les 3 Chênes	Trois Chênes Investissement	NA	Offre de rachat volontaire (Euronext Access)
Septembre 2020	Medicrea International	Medtronic	SG, BoA	Offre Publique d'achat
Juin 2020	Horizontal Software	Extens	Banque Delubac	Offre publique d'Achat Simplifiée, suivie d'un retrait obligatoire (OPAS-RO)
Mars 2020	Société Française de casinos	Circus Casino France	Opération annulée	Offre publique d'Achat Simplifiée (OPAS)

Par ailleurs, Christophe Velut est intervenu pour effectuer une revue indépendante des travaux du cabinet Arthaud&Associés, désigné en tant qu'expert indépendant sur l'opération d'augmentation de capital réservée concernant la société Orapi.

1.6. Rémunération de l'expert

Le montant total des honoraires perçus par Orfis aux termes de la lettre de mission s'élève à 50 000 € hors taxes et débours.

1.7. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF

Le cabinet Orfis est membre de l'Association des Experts en Evaluation d'Entreprises (A3E). L'association A3E a été reconnue par l'AMF, dans le cadre d'une procédure spécifique concernant l'Expertise Indépendante, applicable à certains de ses membres répondant aux critères définis. Le cabinet Orfis est signataire d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante mise en place par l'A3E.

1.8. Diligences réalisées

Les diligences ont été réalisées conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, relatives à l'expertise indépendante, modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Opération envisagée le 26 mai 2021 et nous avons été désignés le 1er juillet 2021 par le Conseil d'Administration, sur proposition du Comité ad hoc. Notre mission s'est effectivement déroulée entre le 5 juillet 2021 et le 9 septembre 2021, date à laquelle nous avons signé notre rapport.

Au cours de nos travaux, des entretiens et échanges ont été organisés avec :

- Voluntis :
 - o Pierre Leurent – Co-fondateur, Directeur Général (CEO) ;
 - o Romain Marmot – Co-fondateur, Directeur Général Délégué et Directeur Commercial (CBO) ;
 - o Etienne Vial – Co-fondateur et Directeur Technique (CTO) ;



- Guillaume Floch – Directeur Administratif et Financier (CFO) ;
- Comité ad-hoc
 - Viviane Monges – Présidente ;
 - Madame Jan Berger ;
 - Monsieur Eric Elliott.
- Hogan Lovells – conseil juridique de Voluntas :
 - Matthieu Grollemund partner ;
 - Pierre-Marie Boya – counsel ;
 - Gautier Valdiguié – senior associate ;
 - Martin Noire – avocat, associate.
- Canaccord Genuity – Conseil financier de Voluntas dans le process de cession
 - Dudley Baker, Managing Director ;
 - Robert Higham, Associate.
- Aptar – Initiateur
 - Patrick Jeukenne, Vide Président Stratégie et M&A – Aptar Pharma.
- Société Générale - Banque présentatrice pour le compte de l'initiateur
 - Michael Herrmann – Director M&A.
 - Florent Guillermain – Vice-Président M&A.

Nos travaux ont été réalisés sur la base de documents mis à notre disposition par Voluntas et ses conseils, ainsi que sur les informations communiquées lors des entretiens, portant notamment sur les points suivants :

- La présentation du contexte spécifique de l'opération envisagée et des modalités de réalisation décrites (conditions financières, financement de l'acquisition, engagements et intentions, accords connexes) ;
- La présentation de l'activité de Voluntas et de son marché ;
- Les éléments du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- La constitution de l'échantillon de sociétés comparables ;
- Le plan d'affaires 2021-2030 mis à jour par la Direction à la date de notre évaluation, et les hypothèses structurantes retenues pour l'établissement de ce business plan. Ce plan d'affaires a été arrêté par le Conseil d'Administration du 1^{er} septembre 2021 (avant le changement de contrôle) ;
- Les conventions liées au projet du Management Incentive Program conclu entre l'Initiateur et quatre dirigeants le 8 septembre 2021, soumis à l'accord du conseil d'administration de la société.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- Prendre connaissance de l'activité de Voluntas, ses produits et ses marchés ;
- Comprendre le contexte général de l'opération envisagée ;
- Analyser le niveau d'activité, la formation du chiffre d'affaires, et l'évolution de la rentabilité historique de Voluntas, et de sa situation financière,
- Prendre connaissance d'analyses sectorielles, afin de mieux appréhender le marché, l'activité de la cible, et son positionnement concurrentiel ;
- Analyser l'évolution du cours de Bourse de Voluntas, du flottant et la volatilité du titre ;
- Consulter les notes des deux analystes qui suivent le titre Voluntas ;
- Analyser le plan d'affaires mis à jour par la Direction à la date de notre intervention pour les années (prévisions 2021 à 2025, et extrapolation sur la période 2026-2030) ;
- Apprécier les modalités de prise en compte de la pandémie liée au Covid-19 ;
- Mettre en œuvre des méthodes de valorisation jugées pertinentes dans le cadre d'une approche multicritères ;



- Revoir le processus de sélection des autres propositions financières concernant l'acquisition de la société Voluntis ;
- Analyser les accords connexes et leur incidence éventuelle dans le cadre de la valorisation ;
- Analyser la justification économique et financière des conventions liées aux « Incentive plans » signés entre l'initiateur et certains dirigeants ;
- Analyser le projet de note d'information disponible à la date de signature de notre rapport ;
- Réaliser une analyse critique des travaux de valorisation réalisés par la banque présentatrice de l'Offre ;
- Echanger régulièrement avec le Comité ad hoc. Nous avons notamment tenu 4 réunions téléphoniques les 7 et 12 juillet, le 4 août, les 6, 8 et 9 septembre 2021. Les échanges ont porté en particulier sur le prix de l'offre, le business plan management et le projet de Management Incentive Program finalisé le 8 septembre 2021 ;
- Effectuer une revue indépendante par le réviseur indépendant ;
- Obtenir une lettre d'affirmation signée par le représentant de la société Voluntis ;
- Apprécier le caractère équitable du prix proposé ;
- Rédiger notre rapport exposant nos approches de la valeur des actions et notre conclusion.

Ces travaux ont principalement été réalisés :

- Entre la date de notre désignation et le 4 août pour la partie prise de connaissance, diagnostic, revue du prévisionnel, revue des documents juridiques liés à l'opération (offre d'acquisition, accords connexes, premières approches de valorisation, ...), et les premières réunions avec la direction de la société (Directeur Général, Directeur Général Délégué, Directeur Financier, Directeur Technique...), l'initiateur, la banque présentatrice, la Présidente du Comité ad hoc ;
- Entre le 6 juillet et le 4 août : échanges réguliers avec la direction de la société ;
- Sur la semaine du 26 juillet pour la finalisation de l'approche précédente, la revue du business plan, et la mise en œuvre des méthodes de valorisation ;
- Entre le 31 août et le 9 septembre 2021, pour la finalisation des travaux de valorisation ainsi que de la rédaction du rapport.

Il est à noter que des échanges réguliers ont été réalisés tout au long de la mission.

Pour réaliser notre mission, nous avons utilisé des documents et informations communiqués par la Société et ses conseils, et notamment :

- Les documents de référence de Voluntis liés aux années 2018, 2019 et 2020 ;
- Le rapport annuel et le rapport de gestion de Voluntis pour l'année 2020 ;
- Des données sur le chiffre d'affaires facturé et la trésorerie nette issues du *reporting* interne (établi en normes françaises), les comptes semestriels au 30 juin 2021 n'étant pas disponibles à la date de notre intervention ;
- Les éléments de retraitements des données financières en normes IFRS (et notamment l'impact des normes IFRS 15 et 16) ;
- Les accords connexes suivants : l'accord sur l'offre et la promesse d'achat conclus le 21 juin 2021 (*tender offer agreement* et *put option agreement* signés le 21 juin), le contrat d'acquisition conclu le 22 juillet 2021 et les versions finalisées des termes convenus du Management Incentive Program convenu avec certains dirigeants le 8 septembre 2021 ;
- Le procès-verbal du Conseil d'Administration de Voluntis du 2 septembre 2021, actant de différentes décisions (levée des conditions suspensives, exercice des BSA, suppression des conditions de conservation des actions gratuites, ...),
- Les travaux d'évaluation de la banque présentatrice ;
- Les communiqués de presse sur la période allant de 2018 à la date de nos travaux ;
- Le plan d'affaires 2021-2030 mis à jour par la Direction à la date de notre intervention comprenant un compte de résultat prévisionnel et des prévisions de besoin en fonds de roulement (BFR) et d'investissements (CAPEX), et validé par le Conseil d'Administration de la société le 1er septembre 2021 ;
- Le *reporting* établi en normes françaises ;



- Les extraits et détails portant sur des éléments des comptes pour certains postes du bilan ;
- L'état détaillé des instruments dilutifs en circulation avant le changement de contrôle ;
- La liste détaillée de l'actionnariat et des droits de vote ;
- Les notes des deux analystes qui suivent Voluntis ;
- Le projet de note d'information (nous avons tenu compte de la dernière version disponible à la date d'émission de notre rapport, soit le 9 septembre 2021 à (heure) ;
- Le projet de note en réponse dont le projet (nous avons tenu compte de la dernière version disponible à la date d'émission de notre rapport, soit le 9 septembre 2021) ; ;
- Le projet d'avis motivé du Comité ad hoc à la réunion du 9 septembre 2021 ;
- La version finalisée le 8 septembre 2021 du projet de Management Incentive Program, qui sera soumise à l'autorisation du conseil d'administration de Voluntis le 9 septembre 2021 ; Le projet du procès-verbal du conseil d'administration sur l'avis motivé au projet d'offre d'achat et sur la rémunération des membres de l'équipe de direction.

Nous avons principalement utilisé les bases de données Diane, Xerfi, Infront Analytics et S&P Capital IQ. Nos analyses ont été complétées par toute information de source publique qui a été jugée pertinente, ainsi que les rapports annuels des sociétés identifiées comme comparables à Voluntis.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser une mission d'audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC. Notre mission n'a donc pas pour objectif de formuler une opinion sur les comptes.

Conformément à la pratique en matière d'évaluation financière, notre mission n'a pas consisté à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, mais à vérifier la vraisemblance et la cohérence des données utilisées. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, et sur les informations mises à disposition, à la date de l'établissement du rapport.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basées, la Direction nous a confirmé que le plan d'affaires 2021-2030 mis à jour par la Direction et arrêté par le Conseil d'Administration du 1er septembre 2021 (avant changement de contrôle) correspondait à sa meilleure vision du développement prévu par la société, et qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a pas connaissance d'élément susceptible de la remettre en cause.

L'ampleur sans précédent de la crise liée au Covid-19 génère des incertitudes importantes sur les prévisions. Le Groupe Voluntis considère à ce jour qu'il devrait être relativement peu touché, après avoir traversé une période difficile liée à la crise sanitaire, comme les autres sociétés évoluant dans le secteur médical. Nous n'avons pas le recul nécessaire pour apprécier si cette hypothèse est raisonnable sur un horizon court et moyen terme.

Conformément aux usages, nous avons demandé à l'issue de nos travaux une lettre d'affirmation nous confirmant certains points clés sur lesquels nous avons fondé nos conclusions.

Diligences effectuées dans le cadre de la revue indépendante :

Le réviseur indépendant n'est pas intervenu directement dans les travaux menés par l'équipe présentée ci-dessus.

La revue indépendante a principalement consisté à :

- analyser les conflits d'intérêts potentiels avant acceptation de la mission ;
- revoir le projet de lettre de mission ;
- échanger à l'initiative de l'associé signataire tout au long de la mission sur des points, notamment techniques ;
- effectuer un examen critique des principes et des principales modalités de l'évaluation mis en œuvre par l'équipe et de la cohérence des conclusions issues de ces travaux ;
- effectuer une revue du projet de rapport à émettre.



2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés concernées par l'opération

2.1.1. Présentation de la société initiatrice

L'initiateur est AptarGroup Holding SAS, société par action simplifiée de droit français. L'initiateur est détenu ultimement par Aptargroup, Inc (ci-après "Aptar"), société américaine fournisseur d'une gamme de solutions d'emballage, de distribution et de scellage, principalement pour les marchés de la beauté, des soins personnels, des médicaments sur ordonnance, de la santé grand public, des produits injectables ainsi que d'aliments et boissons. Le groupe emploie 13 000 personnes dans 20 pays. Aptargroup, Inc. est une société cotée sur le New York Stock Exchange.

L'acquisition de Voluntis vient compléter le portefeuille existant d'Aptar en matière de solutions de santé numérique, composé d'appareils connectés, en ajoutant des solutions de thérapies numériques et en élargissant ses services à de multiples conditions et maladies chroniques.

L'initiateur n'était pas actionnaire de la société Voluntis préalablement au communiqué de presse du 22 juin 2021.

Nous avons noté qu'il n'existait pas de liens juridiques ni commerciaux entre l'initiateur et la société Voluntis et sa filiale avant la réalisation de la cession du Bloc d'actions.

2.1.2. Présentation de la société objet de l'offre

Voluntis est une société anonyme, créée le 5 novembre 2001, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 439 685 850. Son siège social est situé au 58, avenue de Wagram, 75 017 – Paris.

Basée à Paris, Voluntis est la société mère d'une filiale de distribution à Cambridge aux Etats-Unis, créée en 2010, et qui s'est développée depuis 2014. Le groupe ainsi constitué regroupe environ 80 collaborateurs en France et aux Etats-Unis (dont une dizaine de collaborateurs aux Etats-Unis).

Voluntis se positionne comme un des leaders dans la thérapie numérique et est notamment un des membres fondateurs de la Digital Therapeutics Alliance. La Société développe et commercialise des thérapies numériques basées sur des solutions logicielles, pour aider les patients atteints de maladies chroniques à mieux gérer leur traitement au quotidien afin d'en améliorer l'efficacité.

Composées d'applications mobiles pour les patients, et d'applications web pour les professionnels de la santé, les solutions de Voluntis délivrent instantanément grâce à des algorithmes médicaux des recommandations personnalisées au patient et à son équipe soignante.

Ces solutions permettent la collecte, le partage et l'analyse de données de santé, et entrent dans le champ des dispositifs médicaux logiciels. Elles permettent, par exemple, d'ajuster le dosage d'un traitement, d'en gérer les effets secondaires ou de surveiller des symptômes, tout en permettant un suivi du patient à distance.

Voluntis a développé de multiples thérapies numériques grâce à l'exploitation de sa plateforme Theraxium, notamment en oncologie et en diabète. Voluntis a établi des partenariats de longue durée avec des groupes de premier plan dans le domaine des sciences de la vie.



En 2020, Voluntis a annoncé sa volonté de prioriser le développement de solutions thérapeutiques en partenariat avec des sociétés pharmaceutiques leaders sur leurs marchés, principalement dans le domaine de l'oncologie. Cette réorientation stratégique s'est accompagnée d'un plan d'adaptation de l'organisation à la nouvelle feuille de route, entraînant un ajustement de l'effectif annuel moyen passant de 113 à 85.

Au 8 septembre 2021, le capital social de Voluntis s'élève à 909.051,30 € et est composé de 9.090.513 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,10 € chacune et 9 231 955 droits de vote. Les actions de la société Voluntis sont cotées sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth géré par Euronext Paris (code mnémonique ALVTX et code ISIN FR0004183960) depuis la cotation initiale sur Euronext Paris le 31 mai 2018 et le transfert sur Euronext Growth en février 2021. Le flottant s'élève à environ 33,5 %.



2.2. Présentation de l'Offre, nombre et nature de titres sur lesquels portent l'offre

L'offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information établi par la société Aptar, mis à jour à la date d'établissement de notre rapport (version du 9 septembre 2021). Ce projet reste soumis à l'examen de l'AMF :

« [...] »

*“ En application des dispositions réglementaires, Aptargroup Holding SAS, (l' « **Initiateur** » ou « **Aptar** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de VOLUNTIS S.A., dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Growth Paris d'acquérir la totalité de leurs Actions au Prix d'Offre par Action de 8,70€, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée, dont les conditions sont décrites ci-après (l' « **Offre** »).*

L'Initiateur est ultimement contrôlé par AptarGroup, Inc.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 2 septembre 2021, au prix de 8,70 euros par action Voluntis, de 5.844.481 Actions représentant 64,56% du capital social et 63,57% des droits de vote théoriques de la Société, auprès des actionnaires suivants :

- 1.890.974 actions représentant 20,89% du capital et des droits de vote de la Société, auprès Bpifrance Participations,*
- 1.010.932 actions représentant 11,17% du capital et des droits de vote de la Société, Sham Innovation Santé,*
- 885.778 actions représentant 9,78% du capital et des droits de vote de la Société, Debiopharm Innovation Fund SA,*
- 681.267 actions représentant 7,53% du capital et des droits de vote de la Société, FCPI Services Innovants Santé et Autonomie (représenté par sa société de gestion LBO France Gestion),*
- 615.710 actions représentant 6,80% du capital et des droits de vote de la Société, Vesalius Biocapital II S.A. SICAR,*
- 375.734 actions représentant 4,15% du capital et des droits de vote de la Société, Indigo, et*
- 384.086 actions représentant 4,24% du capital et des droits de vote de la Société, auprès de MM Pierre Leurent, Romain Marmot et Etienne Vial, co-fondateurs membres de l'équipe de direction de Voluntis.*

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date des présentes (soit, à la connaissance de l'Initiateur, 3 209 383 actions à la date du Projet de Note d'Information), soit 35,3% du capital et 36,3% de droit de vote (sur la base d'un nombre total de 9 090 513 Actions représentant 9 231 955 droits de vote théoriques (source : Voluntis).

L'Offre ne s'applique pas :

- 1. aux 36 649 Actions auto-détenues par la Société ;*
- 2. aux 70.000 bons de souscription d'actions détenus par Kreos Capital V (Expert Fund) L.P., étant précisé que ces 70.000 bons de souscription d'actions ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, ne sont pas cessibles (sauf à un affilié de Kreos Capital V (Expert Fund) L.P.), et ont un prix d'exercice supérieur au Prix d'Offre. Kreos Capital V (Expert Fund) L.P. s'est engagé à ne pas exercer ou céder ces 70.000 BSA Kreos à compter de la réalisation de la cession du Bloc d'Actions jusqu'à l'expiration de la période d'Offre et de la procédure de retrait obligatoire (le cas échéant) (et a confirmé ne jamais avoir cédé de BSA Kreos à un de ses affiliées), étant précisé les BSA Kreos deviendront caducs lors du retrait obligatoire (si celui-ci a lieu) conformément à leurs termes et conditions.*



A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe, à la date du Projet de Note d'Information, aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès au capital ou aux droits de vote de la Société, immédiatement ou à terme, autre que les Actions et les BSA Kreos.

Si, à l'issue de l'Offre, les conditions sont réunies, Aptar a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dès la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire portant sur la totalité des Actions non apportées à l'Offre qui lui seront alors transférées.

En cas de Retrait Obligatoire, les Actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur et (ii) les actions auto-détenues par la Société) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 8,70 euros par Action), nette de tous frais. Les BSA Kreos seraient exclus du Retrait Obligatoire (le cas échéant).

2.3. Motifs de l'Offre

Le 21 juin 2021, l'Initiateur a consenti une promesse d'achat d'actions aux Cédant relative au Bloc d'Acquisition sous réserve de la réalisation de la procédure d'information et de consultation du comité social et économique de la Société.

Le 22 juillet 2021, à la suite de la réception de l'avis du comité social et économique de la Société, l'Initiateur et les Cédants ont signé un contrat d'acquisition relatif au Bloc d'Actions, dont les stipulations sont décrites plus en détails dans la section 1.3.1 du présent Projet de Note d'Information.

La réalisation de la cession du Bloc d'Actions est intervenue, hors marché, le 2 septembre 2021, suite à l'obtention de l'autorisation du Ministère français de l'Economie et des Finances le 31 août 2021, dans les conditions prévues au Contrat d'Acquisition.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de la cession du Bloc d'Actions, franchi les seuils de 30% des titres de capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire, conformément à l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et à l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF.

Le contexte général de l'offre est détaillé dans la section 1.1.2 de la note d'information.

L'Initiateur rappelle que l'Offre présente un caractère amical.

L'Offre, qui sera suivie du Retrait Obligatoire (si les conditions réglementaires sont remplies), a pour objectif de mettre fin à la cotation des Actions sur Euronext Growth, simplifiant ainsi le fonctionnement opérationnel de la Société et par conséquent mettant fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché. En outre, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échange sur les Actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié."



2.4. Intentions de l'initiateur dans les 12 prochains mois

2.4.1. Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

“L'Initiateur a l'intention d'intégrer Voluntis au sein de son pôle Aptar Pharma. Il entend ainsi compléter l'offre actuelle de Voluntis avec des appareils connectés d'administration de médicaments et de la diversifier au-delà de l'oncologie et du diabète vers d'autres domaines thérapeutiques. Les relations commerciales existantes de Voluntis devraient être maintenues et l'Initiateur entend développer des relations similaires avec d'autres clients pharmaceutiques avec lesquels il entretient déjà une relation commerciale.”

2.4.2. Synergies

“Voluntis s'est imposée comme une véritable entreprise innovante dans le domaine des thérapies digitales au cours de la dernière décennie, la gestion des maladies chroniques étant au cœur de son offre. Réuni aux dispositifs existants d'Aptar, à ses capacités étendues en matière de recherche et de développement, à son expertise dans différents secteurs thérapeutiques (par exemple, les maladies respiratoires) et à ses relations établies de longue date dans le domaine de la santé, cet investissement stratégique offrirait aux patients et aux professionnels de santé une gamme d'outils efficaces pour améliorer les résultats cliniques. Ainsi, avec des capacités complémentaires (appareils connectés, plateformes de données, développement de solutions numériques) et des domaines thérapeutiques complémentaires (oncologie, diabète, immunologie, dermatologie, pneumologie et ophtalmologie), Voluntis et Aptar Pharma offriront un portefeuille complet de thérapies digitales.”

2.4.3. Intérêts de l'Associé et de l'Initiateur en matière d'emploi

“L'Opération n'aura pas d'impact significatif sur la politique sociale telle qu'elle est actuellement menée par la Société. Elle continuera à être déterminée en collaboration avec la direction actuelle de la Société, qui restera en place. La Société continuera à opérer à travers ses bureaux de Paris et de Boston. Après l'Opération, l'Initiateur n'envisage pas de modifier les conditions de travail et la convention collective des salariés. En outre, les instances représentatives du personnel resteront inchangées.”

2.4.4. Intérêt de l'opération pour l'Initiateur, Voluntis et les actionnaires de Voluntis

“L'Initiateur et AptarGroup Inc. ont l'intention de soutenir le développement stratégique de la Société.

Pour l'Initiateur, cette acquisition vient compléter son portefeuille dans le domaine de la santé numérique et des appareils connectés, en ajoutant les solutions de thérapie digitale et élargissant ses services de santé numérique à de multiples maladies chroniques. Les thérapies digitales (DTx) aident les patients et les soignants à traiter, gérer ou prévenir les troubles ou maladies, grâce à des interventions fondées sur des données probantes et pilotées par des solutions de haute qualité. Soutenues par une tendance à la personnalisation des soins, les DTx sont utilisées seules ou en combinaison avec des traitements, des dispositifs ou d'autres thérapies afin d'optimiser les soins fournis aux patients et les résultats.



Avec l'acquisition de Voluntis, l'Initiateur a un accès immédiat à une plateforme propriétaire et à des algorithmes qui lui permettraient de proposer de nouvelles solutions numériques à ses clients des industries pharmaceutiques et biotechnologiques, ainsi qu'à d'autres acteurs de la santé, notamment les organismes payeurs et les fournisseurs. Aptar estime avoir les capacités de gérer la croissance attendue et de favoriser une intégration réussie, en soutenant la croissance internationale de Voluntis et l'expansion de son savoir-faire.

Avec des moyens combinés (appareils connectés, plateformes de données, développement de solutions numériques) et des domaines thérapeutiques complémentaires (oncologie, diabète, immunologie, dermatologie, pneumologie et ophtalmologie), Voluntis et l'Initiateur seraient en mesure de développer de nouveaux produits et de mener à bien une stratégie de développement ambitieuse et durable. Le projet sera bénéfique à Voluntis et à l'Initiateur et permettra de développer une stratégie de recherche et développement à moyen et long terme.

En outre, l'Initiateur permettra également aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs Actions à un prix identique à celui de l'acquisition du Bloc d'Actions, à savoir un prix de 8,70 euros par Action, représentant une prime de 110% par rapport au dernier cours de clôture de l'action le 18 juin 2021 avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives (22 juin 2021), et de 91% par rapport au cours de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des trois derniers mois précédant cette annonce."

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont présentés en section 3 du présent Projet de Note d'Information."

2.4.5. Intentions concernant les organes de la société et de la direction générale

"Les détails de la composition du Conseil d'administration sont fournis ci-dessus à la Section 1.1.4 de la note d'information.

L'Initiateur a l'intention de demander la nomination de membres supplémentaires au sein du Conseil d'administration afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat de Voluntis. La restructuration du Conseil d'administration dépendra également du résultat de l'Offre et de l'éventuel Retrait Obligatoire.

L'Initiateur a l'intention de continuer à travailler avec la direction actuellement en place et il est envisagé de conserver le senior management actuel de la Société."

Cf ci-après chapitre 3.8 sur la gouvernance.

2.4.6. Perspectives de restructuration, de fusion et de réorganisation

"A la date du Projet de Note d'Information, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société, ou toute autre réorganisation légale de la Société.

L'Initiateur a l'intention d'intégrer la Société au sein de son pôle Aptar Pharma. Dans ce contexte, dans l'hypothèse où l'Initiateur acquerrait 100% des Actions, l'Initiateur se réserve la possibilité de fusionner ou de transférer la Société et/ou ses actifs à des sociétés du groupe Aptar ou inversement. Les conditions de ces éventuelles opérations de fusion ou de transfert seraient soumises à la réglementation en vigueur, notamment en matière d'information et de consultation des instances représentatives du personnel concernées."



2.4.7. Retrait Obligatoire et radiation de la cote

“Dans l’hypothèse où 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 seraient réunies à l’issue de l’Offre, Aptar 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 du Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l’Offre (à l’exception des Actions auto-détenues par la Société). Dans cette hypothèse, les Actions qui n’auraient pas été apportées à l’Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l’Initiateur et (ii) les Actions auto-détenues par la Société) seront transférées à l’Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d’Offre par Action (à savoir 8,70 euros par Action) nette de tous frais. Il est précisé que cette procédure serait suivie de la radiation des Actions d’Euronext Growth.

2.4.8. Intention concernant la politique de distribution de dividendes

“A ce stade, l’Initiateur n’envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes. Toutefois, il se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l’issue de l’Offre. Pour rappel, toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée notamment en fonction des conditions d’activité, des résultats financiers, des perspectives d’évolution et opportunités, des besoins opérationnels et de capital de la Société et, par conséquent, de la capacité financière nécessaire pour procéder à de telles distributions. Ces distributions seront faites conformément à la loi et aux statuts de la Société et en tenant compte des capacités distributives, de la position financière et des besoins de financement de la Société.

2.5. Présentation des accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d’Offre

“Hormis les accords mentionnés ci-après, l’Initiateur n’a pas connaissance d’autres accords et n’est partie à aucun autre accord lié à l’Offre ou qui pourrait avoir un effet significatif sur l’appréciation de l’Offre ou son issue.

1. Contrat d’Acquisition

Actions transférées au titre du Contrat d’Acquisition

Le 22 juillet 2021, l’Initiateur et les Cédants ont conclu le Contrat d’Acquisition qui prévoit le transfert par les Cédants à l’Initiateur de 5.844.481 actions auxquelles sont attachées autant de droits de vote théoriques, représentant 64,56% du capital social de la Société et 63,57 % des droits de vote théoriques, avant augmentation de capital du 2 septembre 2021.

Conditions suspensives

Le Contrat d’Acquisition prévoyait les conditions suspensives usuelles pour ce type d’opération dont notamment l’obtention de l’Autorisation du MINEFI.

Prix, ajustement du prix et droit de suite

Le prix d’achat par Action Cédée, au titre du Contrat d’Acquisition, s’élève à 8,70 euros. Le cas échéant, le Prix d’Acquisition du Bloc de Contrôle pourra être revu à la baisse postérieurement à la Date de Cession du Bloc d’Actions sans que cela ait un impact sur le Prix d’Offre par Action (i) en indemnisation de tout préjudice direct et certain subi par l’Initiateur ou événement qui constituerait une inexactitude de certaines déclarations et garanties octroyées par les Cédants au titre du Contrat d’Acquisition ou (ii) en cas de sortie de valeur (leakage payment) ayant bénéficié à un ou plusieurs Cédants. L’indemnisation de ce préjudice serait versée par les Cédants à l’Initiateur à titre de réduction du prix d’achat des Actions Cédées.



Dans certaines circonstances, si l'Initiateur devait offrir volontairement, dans le cadre de l'Offre, un prix par Action supérieur au Prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur s'est engagé à payer un supplément de prix aux Vendeurs correspondant à la différence positive entre le prix par Action payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et le Prix d'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Il n'existe pas d'autre mécanisme de complément de prix dans le cadre de la cession du Bloc d'Actions.

2. Engagement d'apporter des Actions à l'Offre

Il n'existe pas d'engagement d'apporter des Actions à l'Offre.

3. L'Accord sur l'Offre

Le 21 juin 2021, l'Initiateur et la Société ont conclu l'Accord t sur l'Offre afin de préparer le lancement par l'Initiateur de l'Offre.

Conformément à l'Accord sur l'Offre, la Société s'est notamment engagée (i) à respecter les engagements relatifs à l'exclusivité et à permettre à l'Initiateur de s'aligner en cas d'offre concurrente supérieure, (ii) à soutenir l'Offre, (iii) à ne pas apporter les 36 649 Actions auto-détenues à l'Offre, (iv) à ne pas solliciter, initier, encourager, toute proposition alternative de prise de contrôle (sans préjudice des obligations du Conseil d'administration) et (v) exercer son activité dans le cours normal des affaires.

4. Intéressement des managers

La section 1.3.4 du projet du projet de note d'information disponible à la date d'établissement de notre rapport indique :

“Le conseil d'administration, après les avis favorables rendus d'une part par le comité des nominations et des rémunérations le 8 septembre, et d'autre part par le comité ad hoc le 9 septembre 2021, a approuvé le 9 septembre 2021 les nouvelles conditions de rémunérations de certains managers sur la base des principaux termes d'un plan de rétention (« Management Incentive Program ») convenu entre respectivement M. Pierre Leurent, M. Romain Marmot, M. Etienne Vial et Madame Geneviève d'Orsay (les « Managers ») et l'Initiateur.

La partie fixe de la rémunération des Managers sera supérieure à leur rémunération actuelle (entre c.9% et c.30% selon les cas), en ligne avec les niveaux de rémunération du groupe Aptar, Inc.

La partie variable de la rémunération des Managers sera constituée d'une partie en numéraires et d'une partie en instruments d'intéressement à moyen et long terme attribués par AptarGroup, Inc. sur la base de critères de présence (sur la base d'une durée de 1 an à 5 ans) et de performance (sur la base de l'atteinte d'un seuil cible de chiffre d'affaires et d'EBITDA sur une durée de 3 à 5 ans et dont les grilles d'atteinte des seuils sont identiques pour les quatre Managers). Ce mécanisme de rémunération variable, dont la valeur est par nature aléatoire, ne contient aucun mécanisme ou arrangement assimilable à un complément de prix ou susceptible de remettre en cause la pertinence du Prix d'Offre ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires de la Société.

Les Managers ne bénéficient d'aucune garantie de liquidité quant à la partie variable de leur rémunération ni d'aucune condition de prix de sortie garanti. Les Managers ne bénéficient d'aucun mécanisme d'intéressement au capital autre que ceux décrits ci-dessus.”

Nos commentaires sont présentés en section 6 du présent rapport.



3. Présentation de Voluntis

3.1. Un acteur historique dans le domaine des logiciels de santé

Le groupe Voluntis (« ci-après « Le Groupe ») développe et commercialise des thérapies numériques (Digital Therapeutics ou DTx). Voluntis était initialement présent sur le marché des PRM (Patient Relationship Management) avec comme objectif de permettre à ses clients d'exploiter des programmes de suivi et d'accompagnement des patients. Le modèle d'affaires du groupe a évolué en 2012 afin de se focaliser exclusivement sur le développement et la commercialisation de solutions de thérapies numériques.

Basé en France et aux Etats-Unis, Voluntis a mis en place une politique de distribution internationale de ses solutions dans un contexte de croissance rapide du marché de la santé numérique.

L'effectif salarié moyen consolidé du groupe comprend 85 personnes au 31 décembre 2020, dont 73 en France et 12 aux Etats-Unis.

Les principales étapes du développement du groupe Voluntis sont présentées ci-après :

2001	Création de Voluntis
2003	Premier contrat avec une firme pharmaceutique en France
2006	Lancement d'études de faisabilité de la solution Diabeo en partenariat avec le CERITD
2007	Premier tour de financement privé (2,0 m€)
2008	Réalisation d'un tour de financement (2,1 m€)
2010	Création de la filiale américaine, Voluntis Inc Contrat signé avec Roche Diagnostics
2011	Signature du contrat de co-développement et de licence avec Sanofi France et le CERITD
2012	Création d'une direction médicale et réalisation d'un tour de financement (5,1 m€)
2013	Obtention du marquage CE pour la solution Diabeo
2014	Réalisation d'un tour de financement (21 m€)
2015	Signature de contrats de partenariat en oncologie avec Roche et AstraZeneca
2016	Signature de partenariats de distribution de la solution Insulia avec Sanofi et Verily Obtention de la FDA Clearance et du marquage CE pour la solution Insulia Emission d'obligations convertibles en actions pour un montant de 6 m€
2017	Lancement commercial de la solution Insulia aux Etats-Unis Contribution à la création de l'association Digital Therapeutics Alliance aux Etats-Unis Emission d'obligations convertibles pour un montant de 3,5 m€
2018	Lancement des solutions Diabeo et Insulia en France Introduction en Bourse en mai 2018 sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris à un cours de 14€.



Signature d'un contrat de développement Abbvie (immunologie)
Démarches commerciales entreprises pour une vente directe auprès des fournisseurs de soins (hôpitaux notamment), assureurs santé et payeurs.

2019 Obtention de l'autorisation de mise sur le marché d'Oleena (oncologie)
Signature d'un contrat de collaboration avec Novartis (cancer du sein) en décembre 2019
Forte baisse des cours (avec un minimum atteignant 0,65 € le 28 juin 2019 lié notamment à l'arrêt du contrat ZEMY avec Roche Pharma France).

2020 Priorité donnée au développement de partenariats et de solutions dans le domaine de l'oncologie auprès des acteurs pharmaceutiques.
Discussions commerciales pour développer son leadership dans le domaine des thérapies numériques en oncologie.
Signature de contrats de collaboration avec Bristol-Myers Squibb (cancer) en mars 2020, et Biocon Biologics (diabète) en juillet 2020
Plan de réorientation stratégique initié en mars 2020 conduisant à l'abandon de l'approche partenariale directe initialement lancée en 2018 (baisse de l'effectif de 28 personnes, notamment aux Etats-Unis)
Augmentation de capital de 5,9 m€ et mis en place de PGE pour un montant global de 5 m€ et d'un prêt R&D pour 1 m€

2021 Transfert sur Euronext Growth en février 2021
Signature d'un contrat de collaboration avec EISAI (oncologie) en avril 2021
La direction de Voluntas mandate le cabinet Canaccord Genuity pour accompagner l'étude des options stratégiques de la société en lien avec une démarche de cession d'entreprise.
Communiqué pour annoncer l'acquisition potentielle de Voluntas par Aptar le 22 juin 2021 afin d'accélérer son développement dans le domaine des thérapies numériques.
Signature d'un contrat de cession d'un bloc portant sur 64,3% des actions de Voluntas le 22 juillet 2021. La réalisation doit intervenir avant la fin du 3ème trimestre 2021, sous réserve des conditions usuelles, et notamment l'autorisation du Ministère français de l'Economie et des Finances au titre de la réglementation relative au contrôle des investissements étrangers. Le 2 septembre 2021, à la suite de la levée des conditions suspensives et notamment de l'obtention de l'autorisation du Ministère français de l'Economie et des Finances le 31 août 2021, Aptar a acquis des Cédants 5.844.481 Actions Cédées au prix de 8,70 euros par Action.

3.2. Un pionnier dans le domaine des thérapies numériques

Le groupe Voluntas développe et commercialise des thérapies numériques (Digital Therapeutics ou DTx). Le Groupe est constitué de deux sociétés : Voluntas SA, basée en France et Voluntas Inc, basée aux Etats-Unis (cf. par. 3.4).

Voluntas conçoit des thérapies numériques pour aider les patients atteints de maladies chroniques à mieux gérer leur traitement au quotidien afin d'en améliorer l'efficacité. Composées d'applications web et mobile, les solutions de Voluntas délivrent instantanément des recommandations personnalisées au patient et à son équipe médicale dans le but, par exemple, d'ajuster le dosage d'un traitement, d'en gérer les effets secondaires ou de surveiller des symptômes, tout en permettant un suivi du patient à distance. Ces recommandations résultent de la création d'algorithmes médicaux digitalisés basés sur des recherches scientifiques et complétées par de nombreuses règles de sécurité. Les solutions du Groupe sont identifiées comme des produits de santé et sont donc sujettes à des évaluations cliniques et soumis à des homologations réglementaires (homologation FDA aux Etats-Unis et marquage CE en Europe par exemple).



L'ensemble des logiciels thérapeutiques de Voluntis partagent la plateforme du Groupe appelée Theraxium. Cette plateforme a été développée en interne ; elle est notamment protégée par un brevet de procédé et plusieurs modules. Depuis 2020, cette plateforme est hébergée mondialement par Microsoft, alors qu'elle était auparavant hébergée via d'autres opérateurs aux Etats-Unis et en Europe.

En exploitant sa plateforme Theraxium, Voluntis a développé diverses thérapies digitales et a conclu des partenariats avec des entreprises de premier plan dans le domaine des sciences de la vie. Les principaux partenariats sont listés *en annexe I*

Le portefeuille de solutions de Voluntis vise plus particulièrement l'oncologie et le diabète. En ce qui concerne l'oncologie, les logiciels thérapeutiques de Voluntis, qui sont encore en phase de développement, ciblent la progression de l'adhésion des patients à leur traitement médicamenteux. Voluntis développe une solution multi-cancer propriétaire.

Pour le diabète, à la suite d'un programme d'études cliniques la solution Insulia est en phase de commercialisation. Cette solution permet notamment une personnalisation du traitement des patients, par l'intermédiaire par exemple de recommandation de doses d'insuline.

La stratégie de commercialisation initiale du groupe était basée sur le recours à deux canaux de distribution :

- Le premier canal, l'approche indirecte, vise une distribution par l'intermédiaire de partenariats avec des groupes pharmaceutiques internationaux ;
- Le second canal, l'approche directe, consistait à démarcher directement les organismes payeurs.

À la suite de la réorganisation stratégique annoncée en 2020, le Groupe a décidé de ne plus recourir à l'approche directe. Cette réorientation stratégique a entraîné une adaptation de l'organisation avec notamment une diminution de l'effectif.

L'approche indirecte de commercialisation a été privilégiée, permettant dans le cadre d'accords de licence et de co-développement de logiciels thérapeutiques de dégager deux types de revenus :

- Les *revenus antérieurs à la phase de commercialisation* : ces derniers se décomposent en trois catégories :
 - Upfronts : droit d'accès à la plateforme Theraxium ;
 - Milestones : paiements relatifs à l'atteinte d'objectifs de développement des solutions ;
 - Co-développement : personnalisation de la solution (fonctionnalités, modules, etc.).
- Les *revenus postérieurs à la phase de commercialisation* : ces derniers correspondent à des redevances SaaS (« Software as a Service ») fonction à la fois du prix par patient et du nombre de patients. Ces revenus comprennent notamment les éléments relatifs à la maintenance et au support.

Il est important de préciser que l'application de la norme IFRS 15 par le Groupe explique la dichotomie observée entre le chiffre d'affaires facturé et le chiffre d'affaires comptabilisé, dès lors qu'une partie des revenus antérieure à la phase de commercialisation est étalée comptablement sur la durée du contrat (cf. *infra* et *annexe II*).

La répartition du chiffre d'affaires par typologie de revenus, par aire thérapeutique et par secteur géographique est présentée ci-dessous pour la période 2018-2020 :



Répartition du chiffre d'affaires Voluntis sur la période 2018 - 2020			
en k€	12.2018	12.2019	12.2020
<i>Paiement initiaux, redevance d'exclusivité, etc.</i>	464	480	1 320
<i>Services de développement et intégration</i>	2 016	1 935	2 104
<i>Redevances Saas, royalties, maintenance & Support</i>	2 054	1 245	974
Chiffre d'affaires par typologie de revenus	4 533	3 660	4 398
en k€	12.2018	12.2019	12.2020
<i>Diabète</i>	1 159	1 275	1 466
<i>Oncologie</i>	2 510	1 510	1 427
<i>Autres</i>	865	875	1 505
Chiffre d'affaires par aire thérapeutique	4 533	3 660	4 398
en k€	12.2018	12.2019	12.2020
<i>USA</i>	1 140	789	1 838
<i>France</i>	2 484	1 933	1 475
<i>Suisse</i>	827	844	1 057
<i>Reste du Monde</i>	82	95	29
Chiffre d'affaires par secteur géographique	4 533	3 660	4 398

Sources : rapports financiers annuels 2019 et 2020

Le chiffre d'affaires est très concentré : le Top 3 clients représente respectivement 68% et 70% du chiffre d'affaires en 2020 et 2019.

La catégorie autres, au sein de la répartition du chiffre d'affaires par aire thérapeutique, provient majoritairement de l'exploitation d'un contrat dans le domaine de l'hématologie.

Une analyse plus détaillée du chiffre d'affaires est présentée au chapitre 3.11.

3.3. Stratégie

La stratégie de la société a évolué depuis sa création en 2001, comme indiqué dans le chapitre 3.1:

- pour passer d'un business model d'éditeur de logiciel à un business model de fabricants de dispositifs médicaux logiciels ;
- pour évoluer, en termes d'aires thérapeutiques prioritaires, du diabète vers l'oncologie (marché plus large, nombre de molécules plus élevé, perspectives de développement plus importantes, etc.) ;
- arrêt en 2020 de l'activité de commercialisation directe auprès des fournisseurs de soins et des payeurs, qui avait été lancée à partir de 2018 aux Etats-Unis après l'introduction en Bourse, pour différentes raisons (process de commercialisation trop lourd et coûteux, absence de rentabilité à date, chiffre d'affaires réalisé trop faible, etc.).

Les principaux axes de la stratégie, dont la « feuille de route » avait été définie lors de l'entrée en bourse en 2018, sont repris ci-après :

- **Dans un 1er temps :**
 - Croissance organique plutôt que de la croissance externe ;
 - Internalisation des fonctions clés (R&D, recherche médicale, affaires réglementaires, commerciale, etc.), la société a en effet un recours très limité à la sous-traitance ;

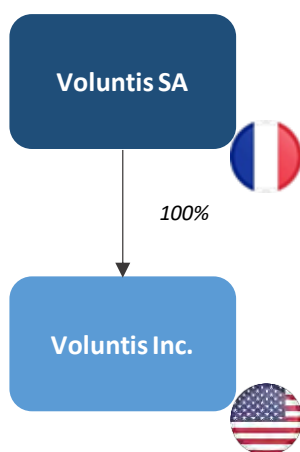


- Maintien des investissements significatifs sur le développement de la plateforme, afin de maintenir un avantage concurrentiel fort ;
 - Concentration sur le segment de l'oncologie, offrant les perspectives de développement les plus importantes (nombre de pathologies, nombre de molécules, nombre d'acteurs, etc.), tout en conservant une activité sur les pathologies du diabète ;
 - Conservation de deux implantations : aux Etats-Unis (1^{er} marché mondial), et en France, qui permet d'adresser le « Big Five Européen » (France, UK, Allemagne, Italie et Espagne) ;
 - Privilégier les principaux acteurs de la pharma (au nombre de 30) en mettant en œuvre des partenariats sur mesure de longue durée ;
 - Privilégier une approche globale dans la signature des contrats ;
 - Diversification géographique progressive (deux contrats signés récemment avec un acteur de la pharma en Inde et au Japon) ;
 - S'appuyer sur des conseillers scientifiques par pathologies, notamment dans le domaine du cancer.
- **Dans un second temps :**
 - Demeurer proactif sur d'autres pathologies (ex : immunologie, neurologie), dans le contexte où la plateforme socle de Voluntis permet d'opérer des solutions dans un grand nombre de domaines thérapeutiques ;
 - Envisager de nouvelles implantations géographiques, la présence géographique pouvant constituer un élément différenciant dans certains pays (ex : Asie Pacifique etc.).

3.4. Organigramme juridique et cotation

Le Groupe Voluntis s'est introduit en bourse en mai 2018 sur Euronext Paris (compartiment C), code ISIN FR 0004183960 et mnémonique VTX. Le Groupe a transféré sa cotation sur Euronext Paris en février 2021, le code ISIN demeure inchangé et le nouveau mnémonique est ALVTX.

L'organigramme juridique du groupe est présenté ci-après :



Source : rapport financier annuel 2020

Voluntis SA, basée à Suresnes, détient 100% du capital de la société Voluntis Inc., située à Cambridge, vers Boston, qui est l'un des principaux centres dans lequel les sociétés pharmaceutiques sont présentes aux Etats-Unis.



Voluntis Inc. a été créée en 2010. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3,7 m€ en 2020 (dont 3,4 m€ de CA intercos). Cette filiale américaine a une activité de support des activités de Voluntis SA pour se développer sur le marché nord-américain. Ce support est relatif aux activités commerciales, médicales et réglementaires, ainsi que le déploiement opérationnel local des partenariats.

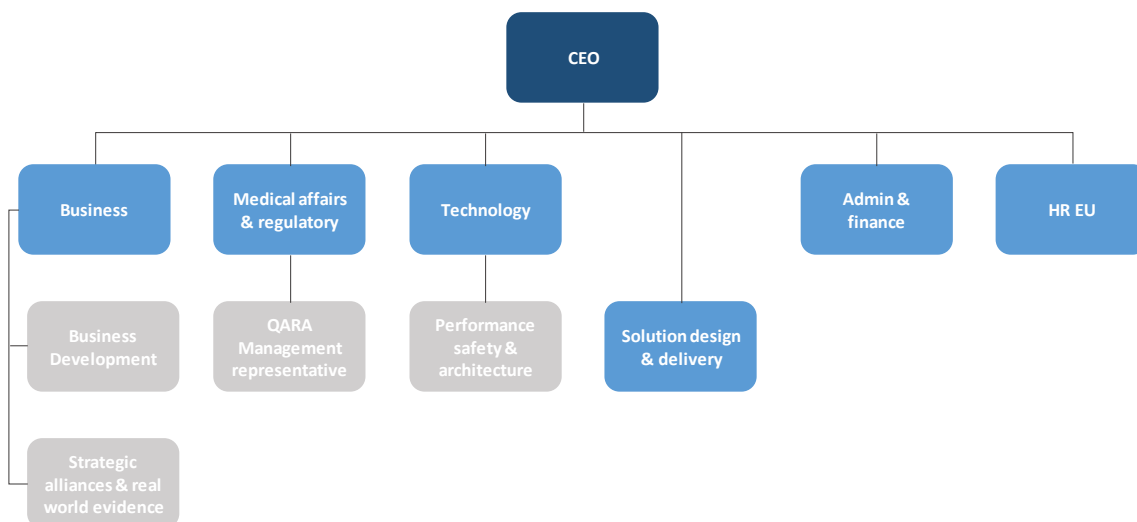
L'effectif de la filiale américaine a été fortement réduit courant 2020, à la suite de la mise en place d'un plan d'adaptation de l'organisation découlant de la décision d'arrêter l'activité de commercialisation directe auprès des organismes payeurs.

A noter que Pierre Leurent, Chief Executive Officer (CEO), et Romain Marmot, Chief Business Officer (CBO), ont conclu des contrats de travail de droit américain à durée indéterminée avec Voluntis Inc.

3.5. Organigramme fonctionnel

L'organigramme du groupe correspond davantage à un organigramme d'une « Medtech » qui développe et commercialise des dispositifs médicaux qu'à un éditeur de logiciel.

L'organigramme fonctionnel en vigueur à la date de notre intervention est présenté ci-après :



Source : management

Les principales évolutions historiques de l'organigramme sont présentées ci-après :

- Création en 2012 d'une direction médicale au sein du Groupe. Cette direction, dirigée par Geneviève D'Orsay a notamment pour rôle d'identifier les besoins médicaux non-satisfaits, d'appréhender les règles cliniques à digitaliser et de démontrer la valeur clinique ;
- Création en 2017 d'une direction commerciale distincte pour développer une approche directe auprès des organismes payeurs. Suite à la décision d'arrêter cette activité en mars 2020, le directeur commercial en charge de cette activité, l'équipe commerciale dédiée, et certains salariés des fonctions supports qui intervenaient en appui de cette activité (marketing, etc.) ont quitté l'organisation ;
- Création d'une direction spécifique pour les départements Solution design & delivery, et Déploiement et Opérations, précédemment rattachés au CTO. Le Directeur du département Déploiement et Opérations reste cependant rattaché au Directeur Commercial.



3.6. Effectif

Le tableau ci-dessous présente la répartition de l'effectif moyen, par catégorie et par direction d'affectation, pour l'exercice 2020 :

Répartition de l'effectif moyen consolidé 2020	
	12.2020
Ingénieurs et cadres	84
Employés et techniciens	1
Total	85

Sources : rapport financier annuel 2020 et données Voluntis

Les ingénieurs et cadres sont liés à près de 40% à la direction « technology », les autres étant répartis entre les directions (« medical affairs », « design&delivery », administration, juridique et finance »).

L'effectif salarié moyen consolidé du groupe comprend 85 personnes au 31 décembre 2020 dont 73 en France et 12 aux Etats-Unis. L'effectif salarié moyen consolidé du groupe comprenait 113 personnes au 31 décembre 2019 dont 86 en France et 27 aux Etats-Unis. La diminution est liée à l'abandon de l'approche commerciale directe (cf. supra).

Dans le cadre du plan de sauvegarde de l'emploi mis en œuvre en 2020, le recours à la sous-traitance a été fortement réduit.

3.7. Répartition de l'actionnariat actuel

– Actionnariat avant l'acquisition d'un bloc de contrôle le 2 septembre 2021 :

Au 30 juin 2021, le capital social de la société s'élevait à 905.282,90 €. Il était composé de 9.052.829 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,10 €.

Un droit de vote double est attribué à toutes les actions nominatives, entièrement libérées, inscrites au nom d'un même actionnaire depuis quatre ans au moins, ainsi que, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

A la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote de la société au 30 juin 2021 étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital social	Droit de vote	% de droits de vote
Management & employés	408 961	4,5%	791 727	6,8%
BPI France Participations	1 890 974	20,9%	1 890 974	16,2%
SHAM Innovation Santé	1 010 932	11,2%	1 986 150	17,0%
LBO France	681 267	7,5%	1 291 106	11,1%
Vesalius Biocapital	615 710	6,8%	1 159 992	9,9%
Debiopharm	885 778	9,8%	885 778	7,6%
Indigo	375 734	4,2%	375 734	3,2%
Eisai	100 361	1,1%	100 361	0,9%
Autocontrôle	36 649	0,4%	-	0,0%
Autres actionnaires	3 046 463	33,7%	3 185 455	27,3%
TOTAL	9 052 829	100,0%	11 667 277	100,0%

Sources : Table de capitalisation au 30/06/2021



Voluntis était détenu à 4,2% par ses co-fondateurs selon la répartition suivante :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital social	Droit de vote	% de droits de vote
Pierre Leurent	213 400	2,4%	426 800	3,7%
Romain Marmot	83 338	0,9%	166 676	1,4%
Etienne Vial	87 348	1,0%	170 926	1,5%
TOTAL	384 086	4,2%	764 402	6,6%

Sources : Table de capitalisation au 30/06/2021, Put Option

Par ailleurs, le Dr Geneviève d'Orsay, membre de l'équipe dirigeante, détient 7.170 actions et 7.450 droits de votes représentant 0,1% du capital social et des droits de votes.

Depuis sa création en 2001, Voluntis a procédé à plusieurs levées de fonds notamment auprès d'investisseurs financiers institutionnels. Après une première levée auprès de personnes physiques en 2002, la Société procède à plusieurs tours de financement à partir de 2007 auprès d'un noyau d'investisseurs financiers (notamment SHAM) qui réinvestiront successivement en 2011 et 2014.

En 2014, la Société procède à une levée de fonds de près de 21m€ (série D) auprès de nouveaux investisseurs financiers notamment BPI France, Vesalius et LBO France qui investiront aux cotés des investisseurs financiers déjà au capital.

A la suite de ce tour de financement, Voluntis procède à son introduction en bourse en 2018 et lève près de 30,1 m€. La société ouvre son capital à l'investisseur stratégique Debiopharm en 2020, puis à son partenaire Eisai en 2021.

Le tableau ci-dessous présente la synthèse de l'historique des levées de fonds :

Opérations sur le capital			
Date	Description de l'opération	Montant Global (m€)	Prix par action (m€)
avr-21	Entrée au capital du groupe pharmaceutique japonais Eisai (1,1%)	0,42	4,15
nov-20	Entrée au capital du groupe pharmaceutique suisse Debiopharm Innovation Fund (9,9%) Augmentation de la participation de Indigo (holding de Eric Carreel)	5,90	4,43
mai-18	Opération d'introduction en bourse	30,10	14,00
avr-14	Série D Entrée au capital de investisseurs financiers suivants : Bpifrance Investissement, Innovation Capital (LBO France), Qualcomm Ventures, Vesalius Augmentation de la participation de CM-CIC Capital Innovation, Karista et SHAM	20,75	n.d.
janv-12	Série C Augmentation de la participation des investisseurs financiers suivants : Karista, Sham, CM-CIC Capital Innovation, Surdinova	5,10	n.d.
2008	Série B	2,10	n.d.
févr-07	Série A Entrée au capital des investisseurs financiers suivants : Karista, CIC Vizille Capital Innovation, Sham	2,00	n.d.
mai-02	Gérard Pelisson, Charles Beigbeder, Jacques Maisonrouge	0,16	n.d.
oct-01	Augmentation de capital souscrite par les 3 co-fondateurs : Pierre Leurent, Romain Marmot et Etienne Vial	0,04	n.d.

Sources : Communiqués de presse Voluntis, S&P Capital IQ, Les Echos, Capital Finance, Document d'Information 2020

Le détail des instruments dilutifs donnant un accès différé au capital et ventilé entre les plans dans la monnaie et hors la monnaie est présenté dans le tableau ci-dessous :



BSPCE					
Date d'attribution	05/06/2014	30/07/2015	30/09/2015	13/06/2016	22/06/2016
Dans / Hors la monnaie	Dans la monnaie	Hors la monnaie	Hors la monnaie	Hors la monnaie	Hors la monnaie
Nombre total attribué	132 671	206 000	38 000	75 000	128 500
Période de validité	10 ans	10 ans	10 ans	10 ans	10 ans
Prix d'exercice	8,07 €	11,00 €	11,00 €	11,00 €	11,00 €
Exercé	-	-	-	-	-
Nombre de bons caducs	35 591	89 000	25 000	-	55 500
Nombre de bons valides	97 080	117 000	13 000	75 000	73 000
Nombre d'actions potentielles	97 080	117 000	13 000	75 000	73 000

BSA					
Date d'attribution	02/07/2015	30/07/2015	17/07/2017	25/10/2018	11/04/2018
Dans / Hors la monnaie	Dans la monnaie	Hors la monnaie	Hors la monnaie	Hors la monnaie	Hors la monnaie
Nombre total attribué	28 284	32 683	22 500	75 600	70 000
Période de validité	10 ans	10 ans	10 ans	10 ans	10 ans
Prix d'exercice	8,07 €	11,00 €	11,00 €	11,00 €	11,00 €
Exercé	-	-	-	-	-
Nombre de bons caducs	-	-	3 950	8 400	-
Nombre de bons valides	28 284	32 683	18 550	67 200	70 000
Nombre d'actions potentielles	28 284	32 683	18 550	67 200	70 000

AGA	
Date d'attribution	23/05/2019
Nombre total attribué	20 700
Période de validité	10 ans
Prix d'exercice	0,00 €
Exercé	11 800
Nombre de bons caducs	3 700
Nombre de bons valides	5 200
Nombre d'actions potentielles	5 200

OSA		
Date d'attribution	11/04/2018	23/05/2019
Dans / Hors la monnaie	Hors la monnaie	Dans la monnaie
Nombre total attribué	36 270	12 000
Période de validité	10 ans	10 ans
Prix d'exercice	14,00 €	3,77 €
Exercé	-	-
Nombre de bons caducs	-	10 800
Nombre de bons valides	36 270	1 200
Nombre d'actions potentielles	36 270	1 200

Sources : Tables d'instrument dilutifs au 30/06/2020 communiqué par Voluntis

Notons que le plan d'attribution gratuite des actions réalisé en mai 2019 prévoit une durée d'acquisition étalée sur trois ans avec l'acquisition d'un tiers des actions chaque année. Les 5 200 actions qui restaient en cours d'acquisition ont définitivement été attribuées le 2 septembre 2021 (en raison de l'accélération du calendrier du fait du changement de contrôle). Le Conseil d'administration a en outre décidé de modifier le plan d'attribution d'AGA, conformément à ses termes, afin de lever par anticipation la période de conservation restant éventuellement applicable, afin de permettre aux porteurs d'AGA d'apporter leurs actions à l'Offre.

Au total, parmi les 634 467 instruments dilutifs, 131 764 sont dans la monnaie :



Titres / Quantité	Dans la monnaie	Hors la monnaie	Total
BSPCE	97 080	278 000	375 080
BSA	28 284	188 433	216 717
OSA	1 200	36 270	37 470
AGA	5 200	-	5 200
Total	131 764	502 703	634 467

Sources : Tables d'instrument dilutifs au 30/06/2020 communiqué par Voluntis

Ainsi le tableau de l'actionnariat après dilution au 30/06/2021 est présenté ci-dessous :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital social	Droit de vote	% de droits de vote
Management & employés	540 725	5,9%	919 691	7,8%
BPI France Participations	1 890 974	20,6%	1 890 974	16,0%
SHAM Innovation Santé	1 010 932	11,0%	1 986 150	16,8%
LBO France	681 267	7,4%	1 291 106	10,9%
Vesalius Biocapital	615 710	6,7%	1 159 992	9,8%
Debiopharm	885 778	9,6%	885 778	7,5%
Indigo	375 734	4,1%	375 734	3,2%
Eisai	100 361	1,1%	100 361	0,9%
Autocontrôle	36 649	0,4%	-	0,0%
Autres actionnaires	3 046 463	33,2%	3 185 455	27,0%
TOTAL	9 184 593	100,0%	11 795 241	100,0%

Sources : Table de capitalisation au 30/06/2021

Le Conseil d'Administration du 2 septembre 2021 a entériné l'exercice des instruments dilutifs dans la monnaie, et supprimé les périodes d'acquisitions des droits applicables non terminée / les périodes de conservations applicables à certaines actions gratuites (cf. chapitre 4.2.1 infra). La direction nous a indiqué que 94 080 BSPCE n'ont pas été exercés et sont devenus caducs (remarque : le prix de l'exercice était proche du prix de l'offre).

— Actionnariat après l'acquisition d'un bloc de contrôle le 2 septembre 2021 :

Après l'acquisition d'un bloc de contrôle et aux augmentations de capital intervenues le 2 septembre 2021 (par suite de l'attribution définitive des AGA et à l'accélération du calendrier de certains instruments dilutifs), l'initiateur détient 64,3% du capital social de la société, et 63,3% des droits de vote théoriques (63,6 % en intégrant ceux relatifs aux actions auto-détenues).

Le Conseil d'Administration du 2 septembre 2021 a constaté l'accélération du calendrier d'exercice de certains instruments dilutifs. Par ailleurs, le Conseil d'Administration du 2 septembre 2021 a modifié les termes du plan d'attribution gratuite d'actions afin de lever les périodes de conservations encore applicables à certaines actions gratuites (cf. chapitre 4.2.1 infra) et constaté l'augmentation de capital résultat de l'exercice d'instruments dilutifs dans la monnaie. La direction nous a indiqué que 94 080 BSPCE n'ont pas été exercés et sont devenus caducs.



Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Aptargroup Holding SAS	5.844.481	64,3 %	5.844.481	63,30%
Eisai	100.361	1,10%	100.361	1,10%
Management et employés	62.559	0,70%	65.009	0,70%
Actions auto-détenues	36.649	0,40%	36.649	0,40%
Public	3.046.463	33,50%	3.185.455	34,50%
Total	9.090.513	100,00%	9.231.955	100,00%

Source : Voluntas

La société Kreos s'est engagée le 19 août à ne pas céder les 70 000 BSA détenus ni à les exercer (le prix d'exercice étant supérieur au prix de l'offre). Ces BSA deviendront caducs à l'issue du retrait obligatoire.

3.8. Gouvernance

La société Voluntas SA est une société anonyme à Conseil d'Administration.

La gouvernance, telle qu'elle existait avant l'acquisition d'un bloc de contrôle par AptarGroup Holding SAS le 2 septembre 2021, est présentée ci-après.

- Conseil d'administration

Son Conseil d'Administration est constitué de 6 membres dont deux membres indépendants au sens du Code de gouvernement d'entreprise publié en septembre 2016 par MiddleNext :

Conseil d'Administration		
Nom	Mandat	Indépendance
Eric Elliott	Président du Conseil d'Administration	Non
Pierre Leurent	Administrateur et Directeur Général	Non
BpiFrance Participations, représentée par Laurent Higuere	Administrateur	Non
LBO France Gestion, représentée par Franck Noiret	Administrateur	Non
Viviane Monges	Administratrice	Oui
Jan Berger	Administratrice	Oui

Sources : rapports financiers annuels 2020 et présentation investisseurs Mai 2021

Le conseil d'administration a mis en place trois comités spécialisés afin de l'assister dans la prise de décision :



- **Comité d’audit**

Le comité d’audit revoit les procédures financières, interagit avec et revoit les travaux réalisés par les commissaires aux comptes du Groupe. Il assiste le conseil d’administration dans la supervision de la comptabilité du Groupe et la préparation de l’information financière.

Il est constitué des membres suivants :

- Madame Viviane Monges, présidente ;
- Bpifrance Participations, représentée par Monsieur Laurent Higuieret.

-

- **Comité des nominations et des rémunérations**

Le comité des nominations et des rémunérations assiste le conseil d’administration pour la revue et l’émission de recommandation en termes de rémunération des dirigeants et administrateurs du Groupe. Il prépare également les propositions pour le renouvellement, le remplacement et la nomination des membres du conseil d’administration, des dirigeants et du comité de direction, en coordination avec le Président du conseil d’administration.

Il est constitué des membres suivants :

- Eric Elliott, président ;
- LBO France Gestion, représentée par Monsieur Franck Noiret.

- **Comité stratégique**

La mission du Comité stratégique est de revoir la stratégie proposée par la direction générale ainsi que les projets de contrat ayant un impact significatif sur l’organisation et d’assurer le suivi des questions relatives à la politique de la société en matière d’acquisitions et de financement.

Il est constitué des membres suivants :

- Madame Jan Berger, présidente ;
- Monsieur Eric Elliott ;
- Madame Viviane Monges (a rejoint le comité courant 2021) ;
- LBO France Gestion, représentée par Monsieur Franck Noiret.

- **Direction**

Depuis 2018, les fonctions de directeur général et de président du conseil d’administration sont dissociées. Monsieur Pierre Leurent, administrateur et co-fondateur, assure la direction générale de Voluntis au côté du directeur général délégué, monsieur Romain Marmot, co-fondateur également.

L’équipe de direction est constituée des 3 cofondateurs ainsi que d’autres membres :



Equipe de Direction

Nom	Fonction
Pierre Leurent - Cofondateur	Directeur Général
Romain Marmot - Cofondateur	Directeur Général Délégué et directeur commercial
Guillaume Floch	Directeur financier
Dr Geneviève d'Orsay	Directrice Médicale
Etienne Vial - Cofondateur	Directeur de la technologie
Aurore Beaume	Vice présidente - Développement commercial mondial
Damien McKeon	Vice président - Alliances stratégiques mondiales
Eric Bavière	Vice président - Conception et livraison de solutions
Raffi Krikorian	Vice président - Assurance qualité mondiale et affaires réglementaires
Adeline Jospe	Vice présidente - Ressources Humaines
Guillaume Moucheroud	Vice président - Performance, sécurité et architecture

Source : site internet Voluntis

Evolution de la gouvernance après l'acquisition d'un bloc de contrôle par l'initiateur, réalisée le 2 septembre 2021.

Les membres du conseil d'administration du 2 septembre 2021 de modifier la gouvernance de la société de la façon suivante :

- modification de la composition des membres du conseil d'administration : nomination de deux représentants d'Aptar en remplacement de Bpifrance Participations, et de LBO France Gestion ;
- nomination d'un Directeur Général Délégué salarié du groupe Aptar ;
- démission de membres de comités « stratégique », « audit », et « nominations et rémunérations », remplacés par des membres d'Aptar.

Nous avons noté que le Comité ad hoc n'a pas été modifié, ce qui nous paraît cohérent au regard de son rôle dans le contexte de la présente opération.

3.9. Organisation de la fonction commerciale

Organisation :

L'organisation de la fonction commerciale depuis la décision de l'arrêt de l'activité de commercialisation directe en mars 2020 est présentée ci-après :

- Un directeur commercial, qui gère les différentes activités, est basé à Boston aux Etats-Unis. Le directeur commercial est l'un des trois co-fondateurs de Voluntis ;
- Une équipe dédiée.

La fonction commerciale est internalisée en totalité. Le Groupe ne fait pas appel à des apporteurs d'affaires / distributeurs. Elle ne verse pas de commissions à des tiers au titre de l'apport de contrats.

Le nouveau business model défini depuis l'introduction en Bourse a conduit la société à mettre en œuvre une approche globale en ciblant les principaux acteurs du Top 30 de la pharma.



Voluntis signe ainsi des contrats de partenariat globaux, définis pour une ou plusieurs pathologies, et pour une ou plusieurs zones géographiques. Le champ des contrats est très différent selon les clients. Il existe notamment des extensions des contrats (ex : extension géographique).

Les contrats sont signés avec des grands comptes, de longue durée, de type collaboratifs (partenariats), avec une implication très forte des équipes des clients, notamment pendant tout le process de développement spécifique. Comme indiqué ci-dessus, les contrats concernent des solutions « ad hoc » « customisées » en fonction des besoins des clients, développées à partir de la plateforme Theraxium.

Chaque partenariat est suivi par un « alliance manager » qui suit le partenariat pendant toute sa durée de vie. Voluntis conserve la propriété intellectuelle de certains développements spécifiques et de la plateforme Theraxium, et il peut exister une exclusivité des développements spécifiques demandés par le client. A noter que le champ de l'exclusivité peut être très variable (ex : temps, paramètres, etc.).

Les développements spécifiques sont en général commercialisés par les acteurs de la pharma sous un nom propre (ex : Diabeo codéveloppé avec le laboratoire Sanofi) et non sous le nom Voluntis.

Voluntis est très impliquée dans le process d'autorisation réglementaire. Mais selon les cas, la responsabilité de l'autorisation réglementaire peut être prise par le client ou Voluntis.

Il n'existe pas dans l'organisation actuelle de responsabilité par zone géographique, ni par pathologie (diabète, oncologie).

Processus de signature des contrats :

Les processus sont différents selon les clients :

- Soit les contrats sont de gré à gré, et dans ce cas, Voluntis est le seul acteur impliqué ;
- Soit les contrats sont signés selon des procédures d'appels d'offres.

Le segment de marché de la thérapie numérique est récent. Les contrats de partenariats correspondent à des partenariats stratégiques pour lesquels le développement spécifique est très intégré à la molécule du client (la logique et les contraintes sont ainsi très différentes de logiciels standards de types « commodities »). La solution IT proposée par Voluntis répond ainsi à une logique d' « outils-compagnons » de la molécule, et son succès est étroitement lié à celui de la molécule. Ainsi, le niveau de structuration des appels d'offres / maturité est très différent selon les clients.

La période préalable à la signature des contrats est estimée en général entre 6 et 12 mois par la société, tout en étant susceptible de varier significativement en fonction des opportunités.

Déroulement des contrats :



Les principales caractéristiques des contrats par phase sont présentées dans le tableau ci-après :

Phase	Développement	Commercialisation
Durée	6 mois à 3 ans	Jusqu'à 10 ans
Type de revenus	Upfront et milestones	Redevances SaaS

Revenus :

Après échange avec la société, nous avons compris que les montants des upfront et des milestones sont définis au cas par cas, en fonction du cahier des charges du client, et des estimations de coûts de développement associés (abaques définis par la société). Il existe pour chaque accord de partenariat des « joint steering committees » qui se réunissent périodiquement pour suivre la phase de développement. En cas de besoins complémentaires exprimés par les clients, un avenant peut être signé.

Les milestones quant à eux sont définis pour tenir compte de la double caractéristique : solution IT et dispositifs médicaux. Les milestones dépendent de plusieurs natures (milestones réglementaires, technologiques, liés aux phases -développements, tests, etc.).

Les redevances ne sont pas ainsi basées sur des chiffres d'affaires, comme c'est généralement le cas pour les royalties dans le domaine des licences de logiciels, ou de brevets / technologies. Les redevances sont la contrepartie de prestations apportées pendant la durée de vie de l'accord de partenariat (formation à l'utilisation, hébergement, maintenance corrective, hot line / support du service, etc.) et de la valeur créée par la solution. Des montants additionnels peuvent être facturés en complément (maintenance évolutive, etc.).

Nous avons compris que les solutions proposées étant des solutions ad hoc intervenant dans le cadre de partenariats stratégiques de longue durée, il n'existe pas de références de prix de marchés.

Accords de partenariat :

La signature des contrats de partenariats étant récente, nous n'avons pas de recul sur les statistiques de contrats. La durée de vie des accords de partenariat est estimée à 8 ans par la direction de la société.

Plusieurs accords se sont terminés, pour différentes raisons. La plupart ont été menés jusqu'à leur terme contractuel. L'accord du contrat avec Roche Pharma France intervenu en mars 2019 est en lien avec les orientations stratégiques du client concernant la molécule concernée.

La ventilation du chiffre d'affaires (constatée en norme IFRS) par accord de partenariat est indiquée **en annexe III.**

Près de 75% du chiffre d'affaires a été réalisé en 2019 et 2020 avec trois accords de partenariat.



3.10. Direction technique et recherche et développement

Organisation :

La direction technique est organisée autour de trois équipes :

- Solution design & delivery : équipe en lien avec les clients et les utilisateurs. Elle est composée par exemple de chefs de projets. Cette équipe est rattachée au CEO ;
- Production : équipe concernée par le développement des solutions et par notamment la cybersécurité et le risk management. Cette équipe est rattachée au CTO ;
- Déploiement et opérations : équipe chargée du déploiement, du paramétrage et du support des solutions. Cette équipe est rattachée au CBO.

Cette séparation des fonctions a résulté du plan de sauvegarde de l'emploi lancé en 2020 en se basant sur l'idée que les solutions de Voluntis étaient des outils médicaux avant d'être des logiciels. Les équipes sont principalement basées à Paris.

Lors de la phase de construction de la solution, le chef de projet de l'équipe Solution design & Delivery a pour mission de coordonner les interactions avec le client et ses équipes (réglementaire, médical, « labelling », expérience utilisateur, etc.).

Une fois que cette phase est effectuée, l'équipe support réalise des points réguliers avec le client notamment sur la satisfaction de ce dernier.

Enfin, au moment du déploiement le chef de projet Solution design & delivery sort du dispositif et de nouveaux interlocuteurs prennent le relais.

Plateforme :

Theraxium est la plateforme partagée par l'ensemble des logiciels thérapeutiques de Voluntis. Theraxium a été développée en interne (Voluntis détient la pleine propriété de la plateforme), et est notamment protégée par un brevet de procédé et plusieurs modules sont concernés par des dépôts de brevets.

La plateforme a été conçue pour mutualiser un certain nombre de fonctions génériques mobile et web. L'application mobile permet globalement pour le patient de recueillir quotidiennement les données et de faire des recommandations adaptées à son profil. Le portail web, principalement à destination du professionnel de santé, permet la personnalisation de la prescription et l'accompagnement des patients à distance.

La technologie de Theraxium est basée sur la première plateforme développée par le Groupe et nommée Medpassport. Au fur et à mesure, différents « blocs » ont été modifiés ou ajoutés afin d'aboutir à un niveau de « configurabilité » et de « scalabilité » de la plateforme.

Concernant la propriété, les contrats sont souvent conçus de la même manière avec la propriété de la plateforme et des modules d'amélioration de la plateforme conservée par Voluntis.

Brevets et autorisations :

Les brevets déposés par la Société ont pour objectif de protéger les procédés et les éléments logiciels originaux et propres au développement de dispositifs médicaux logiciels. Les brevets, une fois délivrés, bénéficient pour la plupart d'une protection pour une durée de 20 années à compter du dépôt.

Theraxium est par exemple protégée par un brevet de procédé (Procédé et système pour constituer une plateforme virtuelle destinée à permettre à des opérateurs d'échanger des informations concernant la gestion de pathologie) et certains modules ont fait l'objet de dépôt de brevets (Prescription sécurisée d'un dispositif médical, Système de surveillance d'un dispositif médical, etc.).



La société a obtenu à ce jour quatre brevets français. Ces brevets ont été étendus à l'international grâce au "Patent Cooperation Treaty", ce qui a conduit à l'obtention de deux brevets européens. Une demande d'extension européenne est encore en cours, mais l'office européen des brevets a annoncé son "Intention de délivrer" en Juin 2021. Trois demandes d'extension aux Etats Unis des dits brevets sont encore en cours.

La société a par ailleurs obtenu un brevet aux Etats Unis qui n'a pas fait l'objet d'une extension internationale.

Le tableau ci-après synthétise les caractéristiques principales des brevets obtenus :

	Brevet n°1	Brevet n°2	Brevet n°3	Brevet n°4	Brevet n°5
Nom	Plateforme virtuelle	E vigilance	E Prescription	Equilibre glycémique	MARTE
Dépôt	juil.-02	févr.-13	févr.-15	janv.-16	mars-19
Statut France	Délivré	Délivré	Délivré	Délivré	n.a
Status EU	n.a	Intention de délivrer	Délivré	Délivré	n.a
Status USA	n.a	En cours	En cours	En cours	Délivré

Pour la commercialisation des produits du groupe, différentes autorisations sont nécessaires :

- En Europe : obtention du marquage CE ;
- Aux Etats-Unis : autorisation préalable de la FDA (Food and Drug Administration) ;
- Démarches spécifiques afin d'obtenir les autorisations nécessaires dans d'autres pays (Japon, Chine, Brésil, etc.).

Il existe cependant des équivalences et des reconnaissances en termes de certification dans certains pays (Canada, Singapour ou Australie par exemple).

La société dispose à ce jour de 14 autorisations, dont le détail est donné en annexe IV.

Développement :

Le développement type d'une solution comprend différentes étapes, allant du cadrage initial au déploiement et au support de la solution en production.

Le processus réglementaire, afin d'obtenir les différentes autorisations réglementaires adéquates, est préparé tout au long de ces étapes.

Hébergement et support :

Depuis 2020, la plateforme Theraxium, auparavant hébergée par un prestataire via des serveurs détenus en propre, est dorénavant hébergée par Microsoft. Les motivations de cette modification organisationnelle sont les suivantes :

- Prix et flexibilité : les investissements en « hardware » s'avéraient coûteux et ne permettaient pas une adaptabilité des dépenses au stade développement ;
- Universalité : la présence globale de Microsoft permet d'appréhender au mieux d'éventuelles expansions géographiques ;
- Fonctionnalités : les différentes briques fonctionnelles proposées sont à la fois riches et ergonomiques.



A noter que les solutions de Voluntis disposent de trois niveaux de support :

- 1^{er} niveau : opéré le plus souvent par les partenaires pharmaceutiques de Voluntis ;
- 2^{ème} niveau : opéré par les équipes Voluntis si le premier niveau ne propose pas de solution. Les investigations sont davantage poussées ;
- 3^{ème} niveau : opéré par les équipes Développement de Voluntis si les deux premiers niveaux ne proposent pas de solution. Intervention en cas de problématique complexe.

3.11. Evolution de la performance

3.11.1. Remarques liminaires

Le Groupe établit ses comptes consolidés selon les normes IFRS. Nous avons utilisé pour notre analyse les comptes consolidés approuvés des exercices 2018, 2019 et 2020.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée sur les comptes, plusieurs points d'attention ont été mentionnés sur les 3 années notamment sur la reconnaissance du chiffre d'affaires issu des contrats de licences et sur le caractère immobilisable des frais de développement (cf. note 3.15 et 3.6 de la plaquette des comptes consolidés 2020).

Par ailleurs, les commissaires aux comptes ont formulé une observation sur la continuité d'exploitation dans leur rapport sur les comptes de l'exercice 2019. Les travaux effectués les ont conduits à considérer que le groupe avait la capacité d'honorer ses engagements financiers.

Deux augmentations de capital ont été réalisées sur les exercices présentés :

- L'une en 2018 dans le cadre de l'introduction sur le marché réglementé d'Euronext à Paris pour un montant de 30,1 m€ ;
- L'autre en novembre 2020 permettant l'entrée au capital de Debiopharm Innovation Fund, fonds corporate du groupe pharmaceutique suisse Debiopharm, et le renforcement dans le capital de la société Indigo pour un total de 5,9 m€.

Le Groupe nous a indiqué que les autres dettes au bilan concernaient principalement des charges à payer relatives à l'emprunt obligataire Kreos. Nous avons après accord de la direction, reclassé ces dernières dans l'endettement financier net du Groupe.

Aucune opération de croissance externe n'a été réalisée sur les exercices présentés.

L'analyse de la performance a été effectuée sur la base des comptes IFRS tels qu'approuvés, les retraitements des agrégats utilisés pour l'évaluation sont détaillés dans le chapitre suivant.

Comme indiqué ci-dessus, le chiffre d'affaires de la société sur les 3 exercices présentés est essentiellement constitué d'Upfronts et de milestones, les principaux contrats signés étant en phase de développement. Ainsi, les comptes présentés ne sont pas représentatifs de la situation financière et de la performance dans un contexte de phase de commercialisation (utilisation des solutions logicielles par les clients / revenus basés sur les patients). L'impact des normes IFRS sur les comptes consolidés est très significatif, notamment sur la reconnaissance du chiffre d'affaires. En effet :

- La mise en œuvre de la norme IFRS 15 sur les contrats clients, appliquée depuis le 1^{er} janvier 2018, a conduit à différer une partie très significative du CA constaté dans les comptes sociaux (cf. supra), constitué à ce jour principalement d'Upfront et de milestones. Le détail des règles de reconnaissance du CA est indiqué en note 3.15 de l'annexe aux comptes consolidés 2020. En effet le CA lié aux Upfront



et aux milestones est étalé linéairement en normes IFRS à compter de la livraison de la solution logicielle sur sa durée de vie estimée, à compter de l'utilisation (durées définies par contrat, comprises entre 5 et 8 ans). Pour information, les produits constatés d'avance liés à IFRS 15 (courants et non courants) s'élèvent à 8,6 m€ en 2020, contre 3,2 m€ en 2019 et 4,6 m€ en 2018. Les coûts engagés au titre des développements liés aux contrats de partenariat sont constatés en « actifs sur contrats clients » ;

- Le Groupe applique la norme IFRS 16 dans ses comptes consolidés à partir du 1^{er} janvier 2019 selon la méthode rétrospective simplifiée. Selon cette méthode, l'effet de la première application de la norme est comptabilisé dans les comptes consolidés au 1^{er} janvier 2019 sans retraitement des périodes comparatives et notamment de l'exercice 2018. L'application de cette norme n'a pas eu d'impact significatif sur l'EBIT, le résultat net et les capitaux propres consolidés. Elle a conduit à constater des actifs au titre des droits d'utilisation et des passifs au titre des obligations locatives.

L'analyse effectuée par la société ne l'a pas conduit à constater d'impôts différés actifs sur les déficits fiscaux reportables (ni d'impôts différés actifs sur le retraitement de la norme IFRS 15).

Comme indiqué ci-dessus, la direction a mis en place un plan de restructuration en mars 2020 à la suite de la décision d'arrêter l'approche partenariale directe (réduction de l'effectif moyen passant de 113 à 85 personnes entre 2019 et 2020 ; la réduction a porté principalement sur la filiale américaine). Ce recentrage stratégique s'est traduit par des économies de charges de personnel (-2,2 m€), par la baisse des frais de sous-traitance (-1,4 m€) et par une économie de charge de loyer de (0,2 m€) par suite de la réduction de la surface d'occupation des locaux. Nous avons noté que cette activité n'avait pas généré de chiffre d'affaires significatif sur les exercices présentés.

Le Groupe estime que l'impact de la crise sanitaire liée à la Covid-19 sur les comptes 2020 a été limité en termes d'activité (effets indirects sur certains essais cliniques), et de Recherche & Développement, car l'activité de la société porte sur le suivi des patients, et n'est pas réalisée dans un contexte opératoire. Pour information, le Groupe n'a pas obtenu d'aides (chômage partiel, abandons de loyers, etc.). Les décalages de règlement de dettes portent essentiellement sur la suspension temporaire du paiement des dettes URSSAF entre mars et mai pour 0,6 m€, dont le paiement sera échelonné sur un an à partir de juin 2021. La société a obtenu des Prêts Garantis de l'Etat (PGE) pour un montant global de 5 m€.

Il est à noter que les reporting et les budgets sont établis en normes françaises, sans intégrer les retraitements IFRS. L'analyse des comparatifs entre les budgets et les comptes approuvés est ainsi difficile.

Une partie importante du chiffre d'affaires est facturée en dollar. La société n'a pas mis en place de couverture de change.



Compte de résultat - Volantis					
en k€	12.2018	12.2019	12.2020	Var. 18-19	Var. 19-20
Chiffre d'affaires	4 535	3 660	4 398	(875)	738
% croissance		-19,3%	20,2%		
Sous-traitance	(2 465)	(1 704)	(344)	761	1 360
Production immobilisée	745	531	115	(214)	(416)
Subventions	637	1 012	670	375	(342)
Autres achats et charges externes	(4 507)	(4 246)	(3 317)	261	929
Charges de personnel	(12 245)	(11 430)	(9 133)	815	2 297
Impôts et taxes	(311)	(271)	(269)	40	2
Autres produits	-	-	122	-	122
Autres charges	(381)	(240)	(362)	141	(122)
EBITDA	(13 992)	(12 688)	(8 120)	1 304	4 568
% EBITDA / Chiffre d'affaires	-309%	-347%	-185%		
Dotations nettes amortissements immobilisations	(1 828)	(2 099)	(1 852)	(271)	247
Dotations nettes provisions	1	(212)	(199)	(213)	13
Dotations nettes aux amortissements et aux provisions	(1 827)	(2 311)	(2 051)	(484)	260
Autres produits et charges opérationnels non courants	308	171	(932)	(137)	(1 103)
Résultat d'exploitation	(15 511)	(14 828)	(11 103)	683	3 725
% EBITDA / Chiffre d'affaires	-342%	-405%	-252%		
Résultat financier	(427)	(986)	(718)	(559)	268
Résultat exceptionnel	-	-	-	-	-
Impôts sur les bénéfices	3	-	(303)	(3)	(303)
Résultat net	(15 935)	(15 814)	(12 124)	121	3 690
Résultat par action	-2,48	-2,08	-1,56		

Sources : Etats financiers



3.11.2. Chiffre d'affaires

Préliminaires :

Comme indiqué précédemment, nous réalisons notre analyse sur la base des données issues des comptes consolidés 2018-2020.

L'analyse avec les données antérieures à 2018 (revenus en 2016 et 2017 plus élevés, s'élevant respectivement à 10,3 m€ et 7,3 m€) n'est pas comparable, compte tenu de changement de normes intervenues (principalement la norme IFRS 15 en 2018).

Analyse par types de revenus :

La structure de revenus est représentative d'une société en "early stage".

Les revenus sont constitués des éléments suivants :

- Les paiements initiaux forfaitaires facturés et encaissés à la signature des contrats (*Upfront payments*), qui donnent accès à la plateforme ;
- Les paiements d'étapes ou primes de succès (également appelés *regulatory milestones* ou *clinical success fees*) qui concernent des développements spécifiques effectués par le Groupe afin que la licence puisse être utilisable par le client ;
- Les redevances uniques ou périodiques de licences (également appelés *Royalties*), calculées par patient (ou en fonction de l'utilisation en cas d'essais cliniques), qui confèrent à leurs détenteurs un droit d'accès ou d'utilisation des licences, et le droit à des services apportés par Voluntas (maintenance).

Comme indiqué ci-dessus, les principaux accords de partenariats signés sont en phase de développement, ce qui explique le poids non significatif des royalties.

Analyse par catégorie :

Chiffre d'affaires par catégorie			
en k€	2018	2019	2020
Paiement initiaux, redevance d'exclusivité, licences perpétuelles	464	480	1 320
% chiffre d'affaires	10,2%	13,1%	30,0%
Services de développement et intégration	2 016	1 935	2 104
% chiffre d'affaires	44,5%	52,9%	47,8%
Redevances Saas, royalties,	2 054	1 245	974
% chiffre d'affaires	45,3%	34,0%	22,1%
Chiffre d'affaires	4 535	3 660	4 398
% croissance	na	-19,3%	20,2%

Analyse du chiffre d'affaires IFRS par aire thérapeutique :

L'évolution du chiffre d'affaires par aire thérapeutique (IFRS) sur les exercices étudiés est présentée ci-après :



Chiffre d'affaires par aire thérapeutique			
en k€	2018	2019	2020
Diabète	1 159	1 275	1 466
% chiffre d'affaires	25,6%	34,8%	33,3%
Oncologie	2 510	1 510	1 427
% chiffre d'affaires	55,3%	41,3%	32,4%
Autres	866	875	1 505
% chiffre d'affaires	19,1%	23,9%	34,2%
Chiffre d'affaires	4 535	3 660	4 398
% croissance	na	-19,3%	20,2%

La baisse du chiffre d'affaires entre 2018 et 2019 (- 0,9 m€) s'explique notamment par :

- La fin du contrat avec Roche Pharma France (Oncologie) qui a entraîné une accélération de la reconnaissance du revenu en 2019 (+0,5 m€) ;
- La réduction du chiffre d'affaires associé à la prestation de support d'essais cliniques en Oncologie (-0,4 m€).

La hausse du chiffre d'affaires entre 2019 et 2020 (+0,7 m€) s'explique principalement par :

- Le déploiement des « autres activités », et notamment l'hématologie avec la livraison d'un projet dont l'impact est estimé à 0,5 m€ ;
- La reconnaissance du revenu lié à Diabeo (activité Diabète - Sanofi), et la livraison d'une solution en oncologie (+0,4 m€).

Chiffre d'affaires par zone géographique (IFRS) :

Chiffre d'affaires par zone géographique			
en k€	2018	2019	2020
Etats-Unis	1 140	789	1 838
% chiffre d'affaires	25,1%	21,6%	41,8%
France	2 484	1 933	1 472
% chiffre d'affaires	54,8%	52,8%	33,5%
Suisse	827	844	1 057
% chiffre d'affaires	18,2%	23,1%	24,0%
Reste du Monde	84	95	31
% chiffre d'affaires	1,9%	2,6%	0,7%
Chiffre d'affaires	4 535	3 660	4 398

L'activité du Groupe est principalement réalisée en France et aux Etats-Unis.



Palmarès clients (IFRS) :

Le tableau du palmarès client est indiqué **en annexe V.**

Les principaux clients du Groupe sont des groupes pharmaceutiques.

Comme indiqué ci-dessus, le chiffre d'affaires est très concentré : le chiffre d'affaires réalisé en 2019 et 2020 avec les trois premiers clients représente environ 75% du CA.

Chiffre d'affaires facturé par accord de partenariat

Le tableau du chiffre d'affaires facturé par accord de partenariat est présenté en **annexe VI**. Il permet de mesurer les flux de facturation générés par les contrats, au-delà des règles spécifiques définies par les normes IFRS.

La baisse du chiffre d'affaires entre 2018 et 2019 (-2,4 m€ de chiffre d'affaires facturé) s'explique notamment par :

- La fin du contrat avec Roche Pharma France dont l'impact sur le chiffre d'affaires facturé était en 2018 de 1,4 m€ contre 0,3 m€ en 2019 ;
- La diminution du revenu associé au contrat Astra Zeneca (royalties) dont l'impact sur le chiffre d'affaires facturé était en 2018 de 1,3 m€ contre 0,4 m€ en 2019.

La hausse du chiffre d'affaires entre les exercices 2019 et 2020 (+7,2 m€ de chiffre d'affaires facturé et +0,7 m€ de chiffre d'affaires IFRS) s'explique principalement par l'impact des deux nouveaux partenariats conclus avec Biocon Biologics (acteur pharmaceutique indien) et Bristol Myers Squibb (BMS ci-après, acteur biopharmaceutique américain) sur l'exercice 2020, lié principalement à la facturation d'Upfront (pour information, ces deux contrats n'ont pas donné lieu à la reconnaissance d'un chiffre d'affaires en normes IFRS).

Ces deux nouveaux contrats et les revenus upfront qui y sont associés permettent au Groupe d'atteindre son plus haut chiffre d'affaires historique facturé d'un montant de 10,2 m€ sur l'exercice 2020.

3.11.3. Sous-traitance

Les frais de sous-traitance sont principalement liés à l'activité recherche et développement du Groupe et au développement des solutions clients.

La baisse importante du poste sur la période étudiée s'inscrit dans un plan de réduction de coûts et s'est accompagnée d'une baisse du budget octroyé à l'activité de R&D, la direction estimant que la plateforme avait atteint son niveau de maturité. Cette baisse s'explique également par la restructuration annoncée en mars 2020, avec l'arrêt complet de toute la sous-traitance.

3.11.4 Subventions

Les subventions sont principalement constituées du crédit impôt recherche (fraction liée aux projets non activés).



3.11.5. Autres achats et charges externes

en k€	2018	% CA 2018	2019	% CA 2019	2020	% CA 2020
Honoraires et personnels extérieurs	1 301	29%	1 560	37%	1 687	51%
Services extérieurs	933	21%	1 124	25%	1 181	26%
Achats non stockés, matériels et fournitures	49	1%	51	1%	20	1%
Publicités	275	6%	165	4%	61	2%
Frais de déplacement et de transport	853	19%	732	17%	123	4%
Dépenses de télécom, internet et frais postaux	843	19%	143	3%	74	2%
Services bancaires	15	0%	16	0%	19	1%
Autres charges externes diverses	238	5%	455	11%	152	5%
Autres achats et charges externes	4 507	100%	4 246	98%	3 317	91%

Source : plaquette des comptes consolidés

Rappel : la société ne verse pas de commissions ni de redevances au titre de l'activité commerciale, ni de la R&D.

Honoraires

Les honoraires en 2018 comprenaient des honoraires liés à l'introduction en Bourse.

La hausse constatée entre les exercices 2019 et 2020 s'explique notamment par la hausse des honoraires d'avocats en lien avec la négociation et la signature des nouveaux contrats (Bristol Myers Squibb et Biocon Biologics).

Frais de déplacement et transport

La baisse de ce poste est due aux mesures de restrictions des déplacements dans le cadre de la crise sanitaire liée à la Covid-19.

Dépenses de télécom, internet et frais postaux

Ce poste comprenait sur l'exercice 2018 0,6 m€ des frais d'hébergement de données (principalement le service SaaS, un modèle de licence et de distribution utilisé pour fournir des applications logicielles sur internet comme un service) d'un montant de 0,6 m€ qui ont été reclassés en services extérieurs (présentés infra).

Publicité

Les frais de publicité comprennent des services de gestion des marques commerciales (*branding*), des outils de veille stratégique, des coûts liés au nom de domaine utilisé par le Groupe.

La baisse des frais de publicité sur les exercices présentés est liée à la restructuration de mars 2020.

Services extérieurs

Ce poste comprend le reclassement de frais d'hébergement en 2029 pour 0,6 m€ (cf. supra) ainsi que des loyers et charges locatives (0,6 m€ en 2020).



3.11.6. Charges de personnel

en k€	2018	2019	2020	Var. 18-19	Var. 19-20
Salaires	8 535	8 913	7 006	378	(1 907)
Charges sociales	3 374	3 468	2 822	94	(646)
Paielements fondés sur des actions	613	192	(12)	(421)	(204)
Production immobilisée	(1 396)	(1 695)	(934)	(299)	761
Coûts d'exécution des contrats clients	1 119	552	250	(567)	(302)
Charges de personnel	12 245	11 430	9 133	(815)	(2 297)
Effectif moyen	107	113	85	6	(28)

Salaires et charges sociales

Les charges de personnel représentent une part très significative des coûts opérationnels. Au 31 décembre 2020, l'effectif moyen du Groupe s'établit à 85 salariés établis principalement en France (86%) et aux Etats-Unis (14%).

La variation des salaires et charges sociales sur les exercices présentés s'explique en 2019 par l'augmentation de l'effectif moyen (+6 personnes) puis en 2020 par le départ de 28 personnes dans le cadre du plan de restructuration stratégique évoqué ci-avant dont l'adjoint du COO et deux administrateurs.

Nous réalisons ci-après une ventilation des salaires et charges sociales par activité :

Salaires et charges sociales						
en k€	12.2018	%	12.2019	%	12.2020	%
Vente	2 717	23%	2 970	24%	2 775	28%
Marketing	1 186	10%	933	8%	535	5%
R&D	4 697	39%	5 203	42%	3 557	36%
Affaires médicales ¹	1 897	16%	1 455	12%	1 220	12%
G&A	1 412	12%	1 820	15%	1 741	18%
Salaires et charges sociales	11 909	100%	12 381	100%	9 828	100%

Source : Reporting communiqué par le Groupe

¹ Affaires médicales (assurance qualité et affaires réglementaires)

Ils concernent principalement l'activité de Recherche et Développement ainsi que l'activité de Vente.

Paielements fondés sur des actions

Les charges de personnel liées aux paiements en actions sont étalées sur la période d'acquisition des droits, conformément aux normes IFRS.

La charge négative en 2020 intègre l'impact lié à la non-acquisition des droits pour certains plans.

Production immobilisée

La production immobilisée représente la part des charges de personnel intégrée dans les projets de développement constatés en actifs incorporels.



Coûts d'exécution des contrats

Ces coûts reflètent le montant net des coûts de personnels relatifs d'une part à des éléments des contrats avec des clients réalisés sur l'exercice (mais dont le contrôle n'a pas encore été transféré au client concerne qui sont portés à l'actif), et d'autre part à la reprise des coûts préalablement activés concernant des biens ou services dont le contrôle a été transféré au preneur pendant la période.

3.11.7. Dotations nettes

Les dotations nettes correspondent essentiellement à des dotations sur amortissements des frais de développement activés (principalement liés au développement de la plateforme, soit : 1,3 m€ en 2020, 1,1 m€ en 2019 et 1,6 m€ en 2018.

3.11.8. EBITDA

Les EBITDA présentés sont négatifs en raison du poids des charges de personnel.

L'amélioration de 4,6 m€ par rapport à 2019 s'explique principalement par la réduction des charges de personnel liée au plan de restructuration stratégique initié par le Groupe mais également par une réduction des frais de sous-traitance et des autres achats et charges externes liées en partie à la crise sanitaire (notamment des frais de déplacement -0,6 m€.

Nous présentons à titre informatif les EBITDA hors IFRS 15 sur la période étudiée dans le tableau ci-dessous :

EBITDA hors IFRS - Voluntis			
EBITDA avec IFRS 15*	(13 992)	(12 688)	(8 120)
% EBITDA / Chiffre d'affaires	-309%	-347%	-185%
Impact IFRS 15	1 099	(849)	5 697
EBITDA hors IFRS 15	(12 893)	(13 537)	(2 423)
% EBITDA / Chiffre d'affaires	-284%	-370%	-55%

Sources : Etats financiers, direction

* Après retraitement des autres produits et charges opérationnels non courants identifiés par le Groupe (0,3 m€ en 2018, 0,2 m€ en 2019 et -0,9 m€ en 2020).

3.11.9. Autres produits et autres charges

Les autres produits (0,1 m€ en 2020) correspondent à des gains de change sur créances commerciales.

Les autres charges sont principalement composées des jetons de présence, de la rémunération du mandataire social et de pertes de change sur créances commerciales (à partir de l'exercice 2020).

Le niveau des rémunérations en 2018 était relativement élevé en raison de l'arrivée de nouveaux membres dans le conseil d'administration auxquels des rémunérations exceptionnelles avaient été versées pour un montant de 0,2 m€.

Sur l'exercice 2020, les autres charges sont principalement liées à des pertes de change sur créances commerciales (0,2 m€).



3.11.10. Éléments non récurrents

Les éléments non récurrents correspondaient essentiellement en 2020 aux coûts liés à la restructuration engagée en mars 2020.

3.11.11. Résultat financier

L'augmentation des charges financières en 2019 est principalement liée à l'emprunt obligataire Kreos de 7 m€, dont le taux d'intérêt s'élève à 11% (Cf. 3.13 sur les dettes financières).

3.11.12. Impôt sur le résultat

La direction nous a indiqué que la charge d'impôt de 0,3 m€ était liée à des extournes d'impôts différés d'actif.

Comme indiqué en note préliminaire, l'analyse effectuée par la société n'a pas conduit la société à constater des impôts différés actifs, notamment sur les déficits fiscaux reportables.



3.12. Evolution de la structure du patrimoine

Préliminaires : Cf. supra 3.11

Bilan économique - Voluntis					
en k€	12.2018	12.2019	12.2020	Var. 18-19	Var. 19-20
Immobilisations incorporelles	1 901	2 694	2 071	793	(623)
Immobilisations corporelles	563	3 313	405	2 750	(2 908)
Immobilisations financières	253	258	251	5	(7)
Actif immobilisé	2 717	6 265	2 727	3 548	(3 538)
Besoin en fonds de roulement	(1 257)	(1 532)	(9 153)	(275)	(7 621)
en % du CA	-28%	-42%	-208%		
Actif économique	1 460	4 733	(6 426)	3 273	(11 159)
Trésorerie	19 783	5 121	11 010	(14 662)	5 889
Emprunts obligataires	(3 406)	(4 703)	(2 082)	(1 297)	2 621
Emprunts bancaires	(252)	(116)	(6 042)	136	(5 926)
Dette loyers IFRS 16	-	(2 949)	(175)	(2 949)	2 774
Position financière nette	16 125	(2 647)	2 711	(18 772)	5 358
Provisions pour risques et charges	(284)	(344)	(914)	(60)	(570)
Actif économique net	17 301	1 742	(4 629)	(15 559)	(6 371)
Capital	758	760	895	2	135
Primes e Réserves	32 478	16 796	6 600	(15 682)	(10 196)
Résultat de l'exercice	(15 935)	(15 814)	(12 124)	121	3 690
Total capitaux propres	17 301	1 742	(4 629)	(15 559)	(6 371)

Sources : Plaquette des comptes consolidés et direction

3.12.1. Immobilisations incorporelles

en k€	2018	2019	2020	Var. 18-19	Var. 19-20
Concessions, brevets, licences	273	310	330	37	20
Logiciels	4 216	6 306	7 076	2 090	770
Immobilisation incorporelles en cours	422	188	56	(234)	(132)
Autres	-	3	3	3	-
Immobilisations incorporelles brutes	4 911	6 807	7 465	1 896	658
Amortissements	(3 010)	(4 113)	(5 394)	(1 103)	(1 281)
Immobilisations incorporelles nettes	1 901	2 694	2 071	793	(623)

Source : plaquette des comptes consolidés

Les valeurs brutes et les amortissements des immobilisations incorporelles sont essentiellement constitués de logiciels (frais de développement de la plateforme), la baisse constatée en 2020 est liée à la forte progression des amortissements, supérieurs aux nouvelles immobilisations créées durant l'exercice.

La durée d'amortissement de chaque logiciel est estimée de manière individuelle. Au 31 décembre 2020, l'ensemble des logiciels sont amortis sur une durée de 3 ans. Il en est de même pour les exercices 2018 et 2019.

Compte tenu de la durée d'amortissement et des contrats signés, la société n'a pas effectué de tests de dépréciation.



Les acquisitions d'immobilisations incorporelles sur les trois exercices présentés correspondent principalement à l'immobilisation des frais de développement engagés pour développer les solutions digitales et la plateforme technologique proposées par le Groupe.

3.12.2. Immobilisations corporelles

en k€	2018	2019	2020	Var. 18-19	Var. 19-20
Droit d'utilisation	-	3 661	648	3 661	(3 013)
Autres immobilisations corporelles	1 268	1 354	1 349	86	(5)
Immobilisations corporelles brutes	1 268	5 015	1 997	3 747	(3 018)
Amortissements	(705)	(1 702)	(1 592)	(997)	110
Immobilisations corporelles nettes	563	3 313	405	2 750	(2 908)

Comme indiqué ci-dessus, la société a appliqué en 2019 de manière simplifiée (sans modification des exercices comparatifs) la norme IFRS 16 sur les contrats de location. Le retraitement porte essentiellement sur les contrats de location immobilière. Les actifs liés aux droits d'utilisation sont amortis sur une durée de 10 ans.

La diminution en 2020 est principalement liée à la réestimation de la durée du bail d'immobilier de Suresnes en prévision d'une résiliation anticipée du contrat au 31 mars 2021 (baisse de l'actif de 2,3 m€).

Les autres immobilisations corporelles sont essentiellement composées d'installations, d'aménagements de locaux ainsi que de mobilier informatique.

Aucune acquisition ni cession significative n'est intervenue sur les exercices présentés.

3.12.3. Immobilisations financières

Les immobilisations financières sont essentiellement constituées par des dépôts et cautionnements et ne comprennent aucun titre non consolidé.

3.12.4. Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

L'analyse économique du BFR est perturbée par l'impact très significatif des retraitements IFRS (principalement la norme IFRS 15), qui conduisent à différer une partie importante du Chiffre d'affaires en produits constatés d'avance, et constater des actifs liés aux contrats clients. Ainsi, le ratio BFR / CA n'est pas représentatif du modèle économique.

Une analyse macroéconomique du besoin en fonds de roulement éliminant l'impact de la norme IFRS 15 en pourcentage du chiffre d'affaires facturé est présentée ci-après :



Besoin en fonds de roulement hors IFRS - Voluntis

en k€	12.2018			12.2019			12.2020		
	avec IFRS	Impact IFRS	hors IFRS	avec IFRS	Impact IFRS	hors IFRS	avec IFRS	Impact IFRS	hors IFRS
Actifs sur contrats non courants	1 016	(1 016)	-	364	(364)	-	1 091	(1 091)	-
Actifs sur contrats courants	1 037	(1 037)	-	942	(942)	-	162	(162)	-
Clients et comptes rattachés	1 505	-	1 505	541	-	541	844	-	844
Actifs sur contrats et créances clients	3 558	(2 053)	1 505	1 847	(1 306)	541	2 097	(1 253)	844
Produits constatés d'avance (part < 1 an)	(1 781)	1 339	(442)	(3 195)	2 565	(630)	(3 154)	1 855	(1 299)
Produits constatés d'avance (part > 1 an)	(3 213)	3 213	-	(585)	585	-	(6 742)	6 742	-
Produits constatés d'avance	(4 994)	4 552	(442)	(3 780)	3 150	(630)	(9 896)	8 597	(1 299)
Autres actifs financiers courants	91	-	91	-	-	-	-	-	-
Créances fiscales et sociales	511	-	511	403	-	403	410	-	410
Avances et acomptes versés	-	-	-	10	-	10	18	-	18
Charges constatées d'avance	372	-	372	495	-	495	468	-	468
Autres créances	3 523	-	3 523	3 135	-	3 135	1 122	-	1 122
Dettes fournisseurs	(2 062)	-	(2 062)	(1 774)	-	(1 774)	(1 077)	-	(1 077)
Dettes sociales	(1 875)	-	(1 875)	(1 637)	-	(1 637)	(2 053)	-	(2 053)
Dettes fiscales	(381)	-	(381)	(224)	-	(224)	(195)	-	(195)
Dettes fiscales IS	-	-	-	-	-	-	(47)	-	(47)
Fournisseurs d'immobilisations	-	-	-	(7)	-	(7)	-	-	-
Autres éléments	179	-	179	401	-	401	(1 354)	-	(1 354)
Besoin en fonds de roulement global	(1 257)	2 499	1 242	(1 532)	1 844	312	(9 153)	7 344	(1 809)
<i>en % du CA IFRS</i>	<i>-28%</i>	<i>55%</i>	<i>27%</i>	<i>-42%</i>	<i>50%</i>	<i>9%</i>	<i>-208%</i>	<i>167%</i>	<i>-41%</i>
<i>en % du CA facturé</i>	<i>-28%</i>	<i>55%</i>	<i>28%</i>	<i>-68%</i>	<i>82%</i>	<i>14%</i>	<i>-95%</i>	<i>76%</i>	<i>-19%</i>

Sources : Plaquette des comptes consolidés et direction

Le niveau de BFR (avec IFRS) sur l'exercice 2020 s'explique principalement par le poids des produits constatés d'avance (cf. infra)

Actifs sur contrats

Les actifs sur contrats courants et non courants avec les clients représentent respectivement la part à moins et à plus d'un an des coûts d'exécution des contrats étalés selon la norme IFRS 15 (cf. supra note préliminaire).

Créances clients

Les créances clients correspondent essentiellement aux Upfronts et aux milestones, facturées selon les conditions des accords de partenariat dont les délais de règlement sont courts. Il n'existe pas de retards significatifs. Le risque client est considéré comme non significatif compte tenu de la typologie des clients (acteurs importants de la Pharma).

Pour information, les montants des facturations établies par le Groupe sur les trois derniers exercices s'élèvent respectivement à 9,6 m€ en 2020, 2,4 m€ en 2019 et 4,8 m€ en 2018.

Produits constatés d'avance

Comme indiqué en note préliminaire, l'application de la norme IFRS 15 a conduit la société à différer une partie importante du chiffre d'affaires. Les produits constatés d'avance sont essentiellement liés à ce retraitement IFRS.

en k€	12.2018	12.2019	12.2020	Var.	Var.
				18-19	19-20
Part courante	1 781	3 195	3 154	1 414	(41)
Part non courante	3 213	585	6 742	(2 628)	6 157
Produits constatés d'avance	4 994	3 780	9 896	(1 214)	6 116
Dont Impact IFRS 15	4 552	3 150	8 597	(1 402)	5 447
<i>en % des PCA</i>	<i>91%</i>	<i>83%</i>	<i>87%</i>		

Source : direction du Groupe



La hausse des produits constatés d'avance entre les exercices 2019 et 2020 s'explique par la signature de nouveaux contrats, principalement avec Bristol Myers Squibb® en mars 2020 et Biocon Biologics en juillet 2020 (paiement d'Upfront à la signature des contrats / solutions logicielles en cours de développement).

Autres créances

Les autres créances comprennent principalement le crédit d'impôt recherche :

- En 2020 : 1,1 m€ au titre du CIR 2020 ;
- En 2019 : 1,8 m€ au titre du CIR 2018 et 1,3 m€ au titre du CIR 2019 ;
- En 2018 : 1,8 m€ au titre du CIR 2018.

Autres commentaires :

Le Groupe n'a pas de fournisseurs significatifs.

Pour information, l'évolution des dettes sociales est liée à la suspension temporaire du paiement des dettes URSSAF entre mars et mai 2020 pour 0,6 m€, dont le paiement sera échelonné sur un an à partir de juin 2021.

Comme indiqué ci-dessus, l'analyse effectuée par la société n'a pas conduit à constater des impôts différés sur les exercices présentés (historique de pertes fiscales, etc.).



3.12.5. Capitaux propres

Etat des variations des capitaux propres	
en k€	
Capitaux propres au 31.12.2017	(1 127)
Résultat net 2018	(15 935)
Ecart actuariel - provision IDR	(24)
BSA / BSPCE	613
Obligations convertibles KREOS	216
Annulation des actions propres	(195)
Augmentation de capital	34 880
Réserve de conversion	(50)
Impact IFRS 15	(1 077)
Capitaux propres au 31.12.2018	17 301
Résultat net 2019	(15 814)
Ecart actuariel - provision IDR	(38)
BSA / BSPCE	192
Obligations convertibles KREOS	50
Annulation des actions propres	71
Augmentation de capital	-
Réserve de conversion	(20)
Capitaux propres au 31.12.2019	1 742
Résultat net 2020	(12 124)
Ecart actuariel - provision IDR	116
BSA / BSPCE	(12)
Obligations convertibles KREOS	(33)
Annulation des actions propres	(74)
Augmentation de capital	5 723
Réserve de conversion	33
Capitaux propres au 31.12.2020	(4 629)
<i>Sources : Plaqueette des comptes consolidés 2018, 2019 et 2020</i>	
% CP 2018 / CA 2018	381%
% CP 2019 / CA 2019	48%
% CP 2020 / CA 2020	-105%

Les capitaux restent négatifs, malgré les augmentations de capital réalisées en mai 2018 et novembre 2020 (impact net de 33,4 m€), compte tenu des pertes cumulées sur les trois derniers exercices (soit -43,9 m€).

Il convient de rappeler que :

- L'application de la norme IFRS 15 a conduit à minorer les capitaux propres au 31 décembre 2020 de 7,3 m€ (contre 1,8 m€ en 2019 et de 2,2 m€ en 2018) ;
- La trésorerie nette d'endettement s'élève au 31 décembre 2020 à 2,9 m€.

Pour information, les frais d'introduction en Bourse et les frais d'augmentation de capital ont été imputés sur la prime d'émission.



3.12.6. Dettes financières

en k€	2018	2019	2020	Var. 18-19	Var. 19-20
Emprunts obligataires	3 406	4 703	2 082	1 297	(2 621)
Emprunts bancaires	252	116	6 042	(136)	5 926
Autres emprunts	-	-	-	-	-
Dettes loyers IFRS 16	-	2 949	175	2 949	(2 774)
Dettes financières	3 658	7 768	8 299	4 110	531

Il n'existe aucun covenant associé aux différents contrats d'emprunts présentés ci-après.

Comme indiqué ci-dessus, il n'existe pas de report significatif d'échéances au 31 décembre 2020 lié à la crise sanitaire.

- **Emprunts obligataires**

Les dettes financières du Groupe sont principalement composées d'un emprunt obligataire (OCABSA) d'un montant de 7 m€ au profit de la société Kreos spécialiste en solutions d'impressions 3D pour le dentaire et la prothèse auditive, dont le tirage s'effectue par tranches. :

- 4 m€ pour la 1^{ère} tranche émise en avril 2018 ;
- 3 m€ pour la 2^{ème} et 3^{ème} tranche (1,5 m€ chacune) émise en avril 2019.

Les montants remboursés de l'emprunt au cours des exercices 2019 et 2020 s'élèvent respectivement à 3 m€ et à 1,9 m€.

La durée de remboursement est de 36 mois et le taux contractuel de l'emprunt est de 11 %.

Par ailleurs, l'emprunt est associé de l'émission de 70 000 BSA (bons de souscription d'actions) exerçables au prorata des tirages et attribués pour un montant de 1 € donnant accès à des actions ordinaires au prix d'exercice de 11 € par action (« hors la monnaie »).

La composante des capitaux propres liée à l'emprunt obligataire, calculée par application des normes IFRS, est non significative (17 k€ au 31 décembre 2020).

Aucun BSA n'a été exercé à ce jour.

En garantie des obligations, Voluntis a consenti à Kreos un nantissement sur certains de ses actifs (en particulier ses créances, comptes bancaires et droits de propriété intellectuelle).

Il est à noter que dans le cadre du rapprochement avec Aptar, cet emprunt a fait l'objet d'un remboursement anticipé qui a permis de lever les nantissemements consentis (accord du 19 août 2021)



- **Emprunts bancaires**

- Prêts garantis par l'Etat

Au cours du second semestre 2020, le Groupe a souscrit 5,0 m€ de Prêt Garanti par l'Etat français (« PGE » ci-après) dont 4,0 m€ auprès de la BNP Paribas (deux tranches de 2 m€) son partenaire historique et 1,0 m€ auprès du Crédit du Nord filiale du groupe Société Générale.

Ces PGE ont une durée initiale d'un an, période pendant laquelle ils sont assortis d'un taux d'intérêt nul.

Ils seront intégralement remboursables à échéance, leur remboursement peut être étalé sur une période de 5 ans maximum. A noter que ces prêts sont non dilutifs pour les actionnaires et que le Groupe n'a pas encore décidé du taux auxquels ces derniers seront assortis une fois la première année écoulée.

- Prêt innovation Recherche et Développement

En novembre 2020, le Groupe a obtenu un prêt innovation R&D d'un montant d'1,0m€ auprès de la Bpifrance pour financer le développement de sa plateforme Theraxium. La durée du prêt est de 6 ans et deux mois et comprend une période de différé d'amortissement en capital de 14 mois suivi d'une période d'amortissement linéaire sur 5 ans.

Le taux d'intérêt assorti à ce prêt est de 2,25 %.

- Emprunt à taux zéro

En juin 2014, le Groupe a souscrit un emprunt à taux zéro d'un montant de 0,9 m€ auprès de la Bpifrance Financement. Ces fonds ont été mis à disposition en totalité en un seul versement.

La durée d'amortissement de l'emprunt est de 5 ans. Au cours de l'exercice 2020, dans un contexte de crise sanitaire liée au Covid-19, l'échéancier de remboursement a été suspendu et décalé sur une durée de 6 mois, reportant la dernière échéance au 31 mars 2021. Le montant de ce report est non significatif.

Enfin, il est à noter que Voluntis a reçu 1,8 m€ de garantie par l'Etat pour la première tranche du prêt PGE de 2 m€ souscrit auprès de la BNP.

Dette loyers IFRS 16

Comme indiqué ci-dessus :

- Le Groupe a reconnu une dette de 3,7 m€ sur l'exercice 2019 liée à l'application de la norme IFRS 16, sans modification des comptes comparatifs ;
- La réestimation de la durée du bail immobilier de Suresnes a donné lieu à une réduction anticipée de la dette initiale d'un montant de 2,3 m€.

L'échéancier des dettes financières au 31 décembre 2020 est présenté ci-après.



en k€	31.12.2020	- 1 an	1 à 5 ans	+ 5 ans
Emprunts obligataires	2 082	2 027	55	-
Emprunts bancaires	6 042	42	6 000	-
Autres emprunts	-	-	-	-
Dettes loyers IFRS 16	175	168	7	-
Dettes financières	8 299	2 237	6 062	-

Source : plaquette des comptes consolidés et groupe

Lignes de financement non utilisées :

Remarque : le Groupe a conclu en mars 2020, un contrat d'émission avec le fonds d'investissement luxembourgeois European High Growth Opportunities Securization Fund d'une ligne de financement obligataire flexible par OCEANE représentant un montant nominal maximum de 10 millions d'euros, avec une échéance en termes de tirage en septembre 2021.

3.12.7. Provisions pour risques et charges

en k€	2018	2019	2020
Provisions pour indemnité de fin de carrière	207	267	207
Provisions pour litige URSSAF	77	77	77
Provisions pour litige salarié			240
Provisions pour restructuration	-	-	270
Autres provisions (remise en état des locaux)	-	-	120
Provisions pour risques et charges	284	344	914

Source : plaquette des comptes consolidés et groupe

La provision pour restructuration est liée aux coûts de restructuration non engagés au 31 décembre 2020, suite à la décision d'arrêter l'approche commerciale directe en mars 2020.

Les autres provisions (120 k€ en 2020) sont liées à la remise en état des locaux en prévision de la fin du bail en mars 2021 à Suresnes (cf. supra)



3.13. Evolution de la trésorerie – analyse des flux (comptes IFRS)

Préliminaires : cf. supra 3.11

Tableau de flux de trésorerie consolidé - Voluntis			
en k€	12.2018	12.2019	12.2020
Résultat net	(15 935)	(15 814)	(12 124)
Dotations nettes aux amortissements et provisions	1 868	1 363	2 155
Dotations nettes aux amortissements IFRS 16	-	754	381
Gains et pertes latents liés aux variations de juste valeur	-	(586)	(6)
Charges et produits calculés liés aux retraitements IFRS	613	252	(45)
Autres produits et charges calculés	(164)	(65)	76
Plus et moins-values de cession	3	196	-
Coût de l'endettement financier net	552	851	595
Capacité d'autofinancement	(13 063)	(13 049)	(8 968)
(Produit) Charge d'impôt (y compris impôts différés)	(3)	-	303
Variation nette du BFR lié à l'activité	(1 660)	881	7 265
Autres			28
Flux d'exploitation	(14 726)	(12 168)	(1 372)
Acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles	(1 041)	(2 019)	(681)
Acquisitions d'actifs financiers courants	(296)	(199)	(79)
Cession d'actifs financiers non courants	-	71	9
Autres	1		2
Flux d'investissement	(1 336)	(2 147)	(749)
Augmentation de capital	27 675	-	5 723
Emission d'emprunts	7 550	3 000	6 000
Remboursements d'emprunts	(802)	(2 056)	(2 863)
Variation des dettes IFRS 16	-	(709)	(429)
Intérêts financiers nets versés	(429)	(581)	(410)
Autres	(1)	(3)	(1)
Flux de financement	33 993	(349)	8 020
Variation de trésorerie	17 931	(14 664)	5 900
Incidences des variations de taux de change	7	2	(11)
Trésorerie nette d'ouverture	1 845	19 783	5 121
Trésorerie nette de clôture	19 783	5 121	11 010
Variation de trésorerie	17 931	(14 664)	5 900

Sources : Plaquette des comptes consolidés 2018, 2019 et 2020

Les commentaires sur les principales variations (investissements, financements...) ont été présentés ci-dessus.

Pour rappel, les flux d'investissement et plus précisément les acquisitions d'immobilisations concernent principalement des frais de développement engagés pour le développement des solutions digitales et de la plateforme technologique du Groupe comme le montre le tableau ci-après.

Comme indiqué ci-dessus, l'établissement des flux à partir des comptes IFRS a un impact significatif sur la ventilation des flux d'exploitation (minoration du résultat net et majoration du dégagement en fonds de roulement). Cf supra.

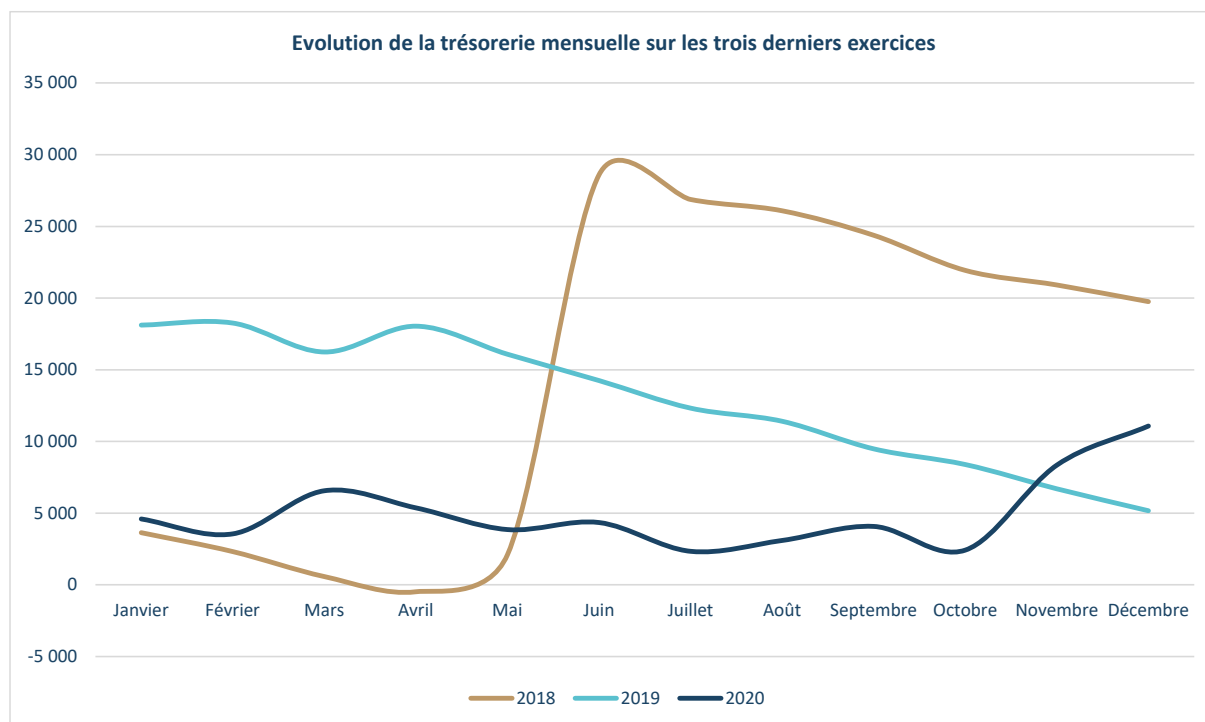


Acquisitions nettes d'immobilisations corporelles et incorporelles			
en k€	12.2018	12.2019	12.2020
Frais de développement	(986)	(1 892)	(1 021)
<i>en % du CA</i>	<i>-22%</i>	<i>-52%</i>	<i>-23%</i>
Autres	(55)	(127)	340
<i>en % du CA</i>	<i>-1%</i>	<i>-3%</i>	<i>8%</i>
Total	(1 041)	(2 019)	(681)

Il est à noter que :

- Les variations de flux sont positives en 2018 malgré les pertes, compte tenu des ressources liées à l'introduction en Bourse ;
- Ces ressources ont été consommées pour moitié en 2019 ;
- Les variations de trésorerie sont positives en 2020 du fait de l'augmentation de capital et des dettes bancaires levées (dont 5 m€ de PGE sur le 2nd semestre 2020) et qui n'ont pas été totalement consommées sur l'exercice.

Nous présentons ci-après l'évolution de la trésorerie mensuelle sur les trois derniers exercices :



Source : Reporting effectué par le Groupe

Les trésoreries mensuelles sont fortement impactées par les différentes levées de fonds réalisées par le Groupe ainsi que par l'obtention du PGE en 2020.

3.14. Analyse écart budget

Le tableau d'analyse d'écart entre le budget et le réalisé sur les 3 dernières années est présenté en [annexe VII](#).



La comparaison du budget avec le réalisé sur les trois exercices présentés fait apparaître des écarts significatifs.

Les écarts sur le chiffre d'affaires s'expliquent principalement par l'absence des revenus associés aux nouveaux partenariats conclus par le Groupe découlant notamment de l'application des normes IFRS.

Sur l'exercice 2018 :

Les écarts sur le chiffre d'affaires budgété et réalisé 2018 s'expliquent principalement par la mise en arrêt du nouveau partenariat d'Oncologie en 2020 dont l'impact est estimé à 2,7 m€ et des royalties budgétées qui n'ont finalement pas été facturés sur l'activité Diabète (3,3 m€).

Ce mouvement est compensé par un allègement des coûts opérationnels (2,5 m€).

Sur l'exercice 2019 :

Sur l'exercice 2019, l'écart de -3,7 m€ sur le chiffre d'affaires s'explique principalement par des revenus non perçus et plus précisément :

- des royalties sur l'activité Diabète : les Payeurs US (impact de -1,1 m€) et Sanofi – Insulia (impact de -1,0 m€)
- des upfront sur l'activité Oncologie : sur Novartis (impact de -0,6 m€) et sur le nouveau partenariat Abbvie (impact de -0,9 m€)
- de revenus issus d'un contrat dans un autre domaine thérapeutique (impact estimé à -0,7 m€) par suite de la décision du client pharmaceutique de suspendre temporairement le projet

Ce mouvement est compensé par un allègement des coûts opérationnels (0,8 m€).

Sur l'exercice 2020 :

Sur l'exercice 2020, l'écart par rapport au budget révisé (à la hausse) de -1,5 m€ sur le chiffre d'affaires s'explique principalement par :

- des revenus associés à un projet pharmaceutique moins élevés (2,6 m€ de chiffre d'affaires facturé contre 3,3 m€ prévu)
- une anticipation d'un nouveau partenariat non réalisé (chiffre d'affaires anticipé de 1,1 m€ en oncologie et de 0,6 m€ en autres activités).

Ce mouvement est compensé par un allègement des coûts opérationnels (0,5 m€).

3.15. Evolution du 1^{er} semestre 2021

Les comptes semestriels n'étaient pas disponibles à la date de notre intervention en normes françaises ni en IFRS ; nous avons compris que les commissaires aux comptes interviendraient pour effectuer une revue limitée en septembre 2021, et que la publication de comptes semestriels était prévue le 29 septembre 2021.

La société nous a communiqué à la date de notre intervention certaines données liées au 1^{er} semestre en termes de facturations commerciales et liées à l'endettement financier net, tirées du reporting établi en normes françaises.



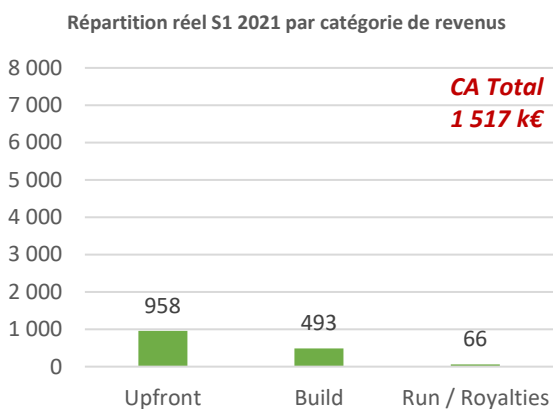
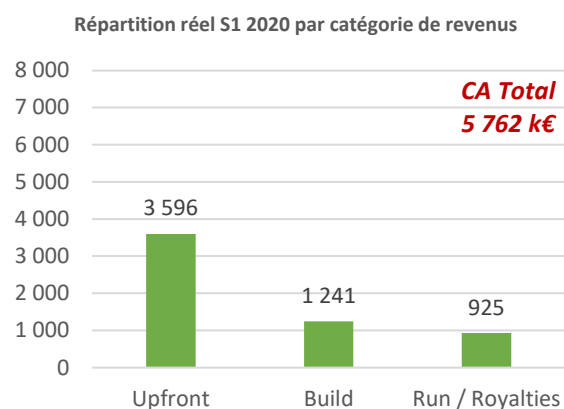
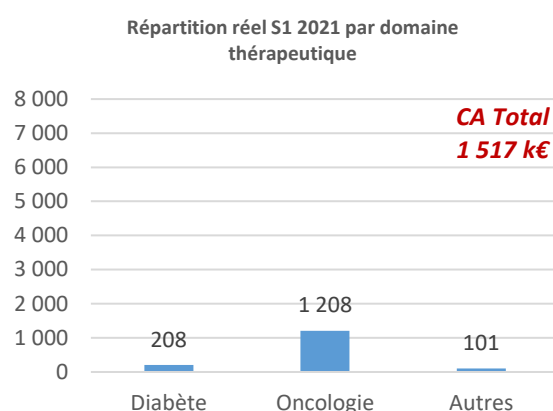
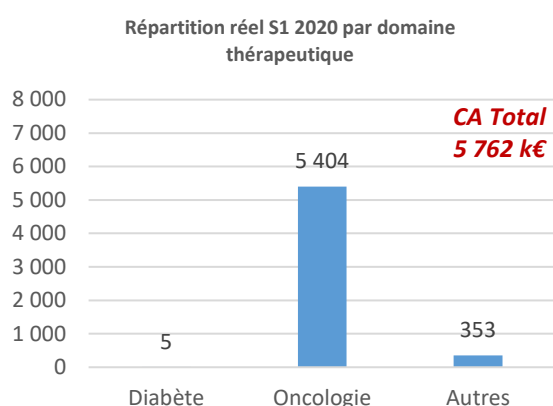
Comparatif réalisé 1er semestre 2021 / réalisé 1er semestre 2020 :

Au 1^{er} semestre 2021, le chiffre d'affaires facturé (agrégat privilégié pour nos analyses du fait de sa vision orientée « cash » contrairement au chiffre d'affaires IFRS 15), s'élevait à 1,5 m€ contre 5,8 m€ au 1^{er} semestre 2020.

Les différences sont principalement liées aux éléments suivants :

- Au niveau des domaines thérapeutiques : + 0,2 m€ pour le diabète et - 4,2 m€ pour l'oncologie ;
- Au niveau des catégories de revenus : - 2,6 m€ pour les « upfronts » et - 0,7 m€ pour les « builds » ;
- Au niveau géographique : - 4,6 m€ aux Etats-Unis et + 1,3 m€ en Asie.

Cet écart au niveau du chiffre d'affaires facturé s'explique notamment par la temporalité dans l'année des paiements initiaux, redevances d'exclusivité et licences perpétuelles liés aux partenariats pharmaceutiques signés depuis fin 2019. A noter que les données relatives à l'EBITDA n'étaient pas disponibles à la date de notre intervention.



Comparatif réalisé 1er semestre 2021 / budget 1er semestre 2021 :

Au 1^{er} semestre 2021, le chiffre d'affaires facturé (agrégat privilégié pour nos analyses du fait de sa vision orientée « cash » contrairement au chiffre d'affaires IFRS 15) s'élevait à 1,5 m€ (inférieur à l'estimé du premier semestre dans le budget 2021). Les principaux écarts s'expliquent notamment par (i) un « upfront » de contrat pharmaceutique ajusté par rapport au prévisionnel, (ii) des extensions de contrats toujours en discussion à la mi année et (iii) une progression plus lente des projets.



A noter que les données relatives à la marge d'EBTIDA et la répartition géographique du chiffre d'affaires n'étaient pas disponibles.

Ces éléments de reporting disponibles au titre du 1er semestre 2021 et les perspectives de signature de contrat pour le 2nd semestre ont amené la direction de la Société à retenir dans le BP management mis à jour à la date de notre intervention une estimation de facturations commerciales 2021 de 9,0 m€ (contre une fourchette initiale de 8 à 12 m€, dans un contexte où la sensibilité est forte en fonction des dates de signature).

3.16. Présentation du marché des thérapies digitales

3.16.1 Présentation générale du marché

Voluntis est présent sur le marché des thérapies numériques. L'organisation professionnelle Digital Therapeutics Alliance définit les thérapies numériques comme étant des outils « *fournissant des interventions thérapeutiques fondées sur des preuves et qui sont conduites par des programmes logiciels de haute qualité pour prévenir, gérer ou traiter un trouble médical ou une maladie. Elles sont utilisées indépendamment ou de concert avec des médicaments, des dispositifs ou d'autres thérapies pour optimiser les soins aux patients et les résultats de santé* ». Fondé en 2017, ce collectif compte 40 membres à travers 15 pays dont Voluntis, membre fondateur de l'organisation. L'organisation fournit la catégorisation des thérapies digitales (ci-après les « DTx ») suivante :

Santé digitale			
Médecine digitale			
Thérapie digitale			
Les DTx sont généralement classés dans l'une des trois catégories suivantes :			
Résultats cliniques Preuve clinique Demandes médicale Veille réglementaire Accès aux patients	Soigner une maladie	Gérer une maladie	Améliorer une fonction de santé
	Doit fournir une intervention thérapeutique et utiliser des critères cliniques pour soutenir les revendications du produit		
	Essais cliniques et production continue de données		
	Risque moyen à élevé	Risque moyen à élevé	Risque faible à moyen
	Validation par une tierce partie (organisme de réglementation ou un organisme national équivalent) des déclarations d'efficacité et de sécurité		
	Ordonnances	Ordonnances ou non	Ordonnances ou non

Source : Digital Therapeutics Alliance



Les logiciels thérapeutiques s'inscrivent dans le secteur émergent des thérapies digitales. Les thérapies digitales sont un sous-ensemble de la médecine digitale qui elle-même est un sous-ensemble de la santé digitale. Nous pouvons définir la santé digitale comme étant un ensemble comprenant les technologies, les plateformes et les systèmes qui font participer les utilisateurs à des fins liées au mode de vie, au bien-être et à la santé, qui saisissent, stockent ou transmettent des données sur la santé et/ou qui soutiennent les sciences de la vie et les opérations cliniques.

La médecine digitale comprend des produits logiciels et/ou matériels fondés sur des preuves qui mesurent et/ou interviennent au service de la santé humaine. Des preuves cliniques sont requises pour tous les produits de médecine digitale et les exigences en matière de surveillance réglementaire varient. Les produits de médecine digitale qui sont classés comme dispositifs médicaux nécessitent une autorisation ou une approbation. Ils sont utilisés comme outil pour développer d'autres médicaments, dispositifs ou produits médicaux.

Enfin, les DTx fournissent des interventions thérapeutiques fondées sur des données probantes pour prévenir, gérer ou traiter un trouble médical ou une maladie. Ainsi, les DTx correspondent à des traitements scientifiquement validés sous forme de solutions numériques (applications mobiles, dispositifs connectés...) pour prévenir, gérer ou traiter un trouble médical ou une maladie. Ces thérapies sont utilisées en support d'un médicament, d'un appareil ou d'autres thérapies, elles peuvent également être utilisées indépendamment de tout traitement. Les thérapies digitales peuvent être catégorisées en deux grandes familles :

- les thérapies ayant pour objectif de remplacer un médicament ;
- les thérapies complémentaires d'un traitement médicamenteux.

Un marché suivi de près par les entreprises pharmaceutiques

Les grandes entreprises pharmaceutiques se sont intéressées au développement des thérapies numériques en reconnaissant leur potentiel en tant qu'outils venant en complément de leurs propres traitements pharmaceutiques ("outils compagnons"). La possibilité pour les thérapies numériques d'améliorer l'adhésion et les résultats des traitements nouveaux ou existants permet aux entreprises pharmaceutiques d'être compétitives et de se différencier sur le marché.

Les thérapies numériques peuvent fournir et surveiller l'impact des traitements et les adapter aux besoins du patient, soutenant ainsi la fourniture d'une médecine personnalisée. Dans le même temps, la nouvelle classification des thérapies permet de suivre et d'analyser de grandes quantités de données provenant des patients, en permanence et à très faible coût, ce qui profite aux géants pharmaceutiques en recueillant des preuves tangibles et en améliorant la vitesse d'approbation des thérapies ainsi que leur accès et leur remboursement. Cela permettra également aux sociétés de cliniciens disposant de thérapies numériques de prescrire leurs médicaments plus tôt en raison de la quantité de données précieuses collectées auprès des patients qu'il faudrait sinon acheter.

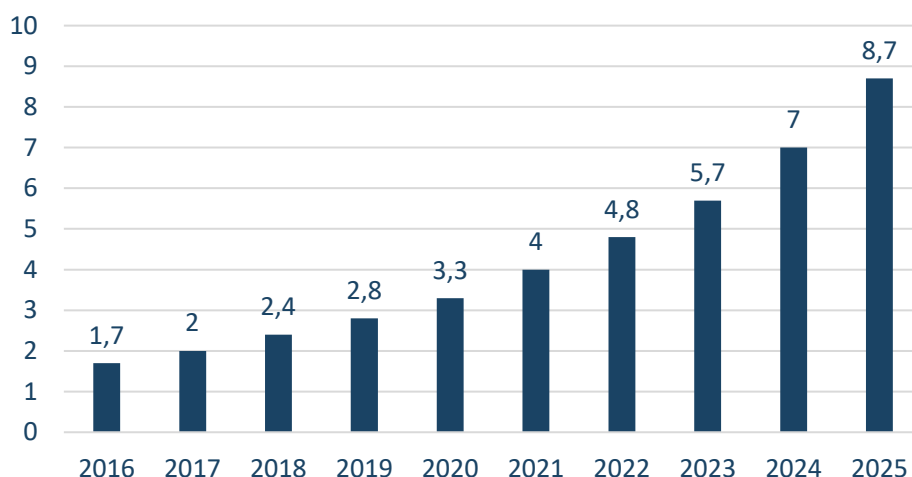
Les entreprises pharmaceutiques sont donc de plus en plus incitées à s'associer à des entreprises de thérapie numérique pour développer des logiciels et des services qui complètent leurs médicaments. Un certain nombre de partenariats entre des développeurs de thérapies numériques et sociétés pharmaceutiques ont été signés. Les partenariats avec de grandes sociétés pharmaceutiques ont permis d'accélérer le développement de thérapies numériques et à accélérer leur mise sur le marché.

3.16.2 Evolution du marché

Le marché des thérapies digitales était estimé à 2 milliards de dollars (ci-après « b\$ ») en 2017, et à 8,7 b\$ d'ici 2025, avec un taux moyen de croissance annuelle (TCMA) de 21% entre 2017 et 2025.

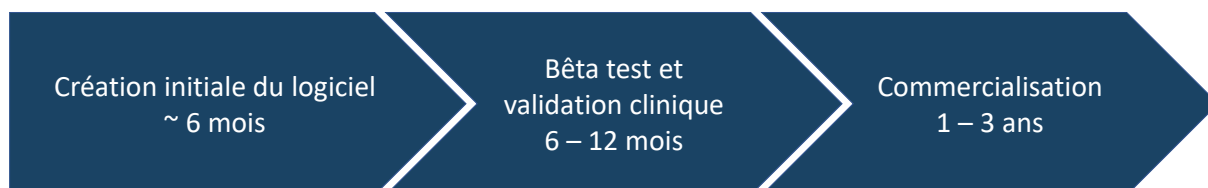


Marché de la thérapie numérique (en b\$)



Source: Grand View Research -Rapport financier Voluntas H1 2020, Sept 2020

Le marché des DTx est en pleine croissance grâce à l'expansion de la e-santé s'expliquant principalement par le vieillissement de la population, ainsi que l'augmentation des maladies chroniques. Selon le cabinet Juniper Research, près de 270 millions de personnes utiliseront les thérapies digitales d'ici 2024, contre seulement 9,1 millions en 2019. Cette augmentation du nombre de patients concernés par l'utilisation des DTx est due notamment à la contraction du temps de conception des produits. En effet, comme l'indique James Moar, consultant chez Juniper Research : « *Trois à quatre ans de développement, contre vingt pour une nouvelle molécule ou thérapie. Le retour sur investissement est plus rapide et plus élevé.* »



Source: Digital Therapeutics Development Timeline – Juniper Research, Mai 2019

Ainsi, comme l'illustre la frise ci-dessus, il est nécessaire de respecter trois étapes clés de développement et de commercialisation d'un DTx. Il est aussi important d'ajouter que la phase de commercialisation dépend de la durée de vie de la molécule que la technologie est censée soutenir. En effet, la diminution de l'attractivité l'efficacité d'une molécule diminue a un impact direct sur celle de la technologie DTx qui l'accompagne.

L'expansion du marché des DTx est par ailleurs favorisée par les politiques publiques. En France, notamment, la feuille de route « Accélérer le virage numérique en santé » dans le cadre du plan « Ma Santé 2022 » et les travaux autour de l'« Espace Numérique de Santé » offrent un cadre propice à l'essor des thérapies numériques.

Le marché des DTx a su profiter de la crise sanitaire

Après avoir connu une croissance soutenue ces dernières années, le marché des DTx a fortement bénéficié de la pandémie de Covid-19.

En effet, depuis février 2020 et la déclaration de l'OMS sur la nouvelle maladie respiratoire qu'est la Covid-19, de nombreuses sphères médicales ont vu leur digitalisation s'accélérer. La demande des soins virtuels n'a jamais été aussi forte qu'après le début de la pandémie et cette tendance est confirmée par une récente étude d'Olivier Wyman qui montre que 97% des personnes interrogées sont disposées à essayer une ou plusieurs innovations en matière de santé numérique, et 58% des consommateurs trouvent la vision de la santé numérique passionnante.



La covid-19 a permis aux entreprises de bénéficier de niveaux de financement records en 2020. En effet, les entreprises américaines de santé numérique ont levé 14,1 milliards de dollars en capital-risque, soit une augmentation de 72% par rapport au précédent record établie en 2018.

Par ailleurs, selon le rapport *The Future of Healthcare : Moving Beyond 2020* de Xtelligent Healthcare Media, la pandémie de covid-19 a incité les patients à utiliser de plus en plus la télésanté dans le cadre de leur propre expérience de soins. Le recours à la téléconsultation constitue à présent 11% des consultations totales en France contre seulement 1% au début de la pandémie.

Selon la même étude, il est indiscutable que la demande de solutions DTx soutenant les patients dans la gestion de leur santé atteigne de nouveaux records.

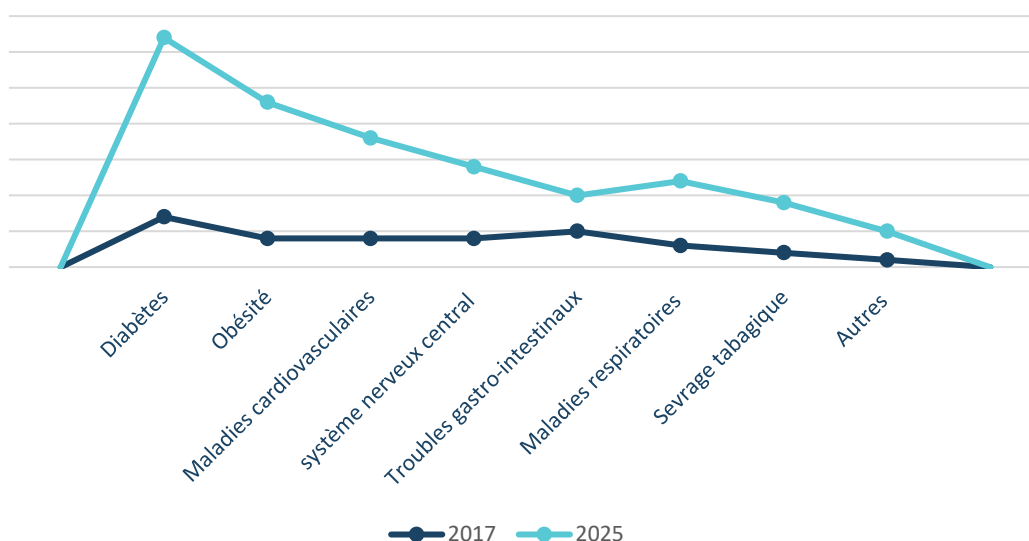
3.16.3 Segmentations

Segmentation par pathologies

Selon l'analyse du cabinet Juniper Research, *Digital Therapeutics Development Timeline*, publiée en mai 2019, le marché des thérapies digitale s'est principalement développé autour de maladies chroniques notamment le diabète, l'obésité, les maladies cardiovasculaires, les maladies du système nerveux central, les maladies respiratoires, le sevrage tabagique, les troubles gastro-intestinaux, etc.

L'application des DTx est facilitée dans les maladies où les signaux cognitifs, les comportements, sensoriels et émotionnels sont impliqués.

Marché du DTx par pathologie



Source: *Digital Therapeutics Development Timeline* – Juniper Research, Mai 2019

Les avancées médicales en oncologie permettent aujourd'hui aux patients atteints de cancer de passer moins de temps hospitalisés, et donc de gérer eux-mêmes leurs traitements à la maison. Dans ces conditions, l'oncologie devient un domaine avec un fort potentiel de croissance pour les thérapies digitales utilisées comme outil de responsabilisation du patient et d'autogestion des symptômes.

A noter que le marché de l'oncologie, qui n'est pas présent dans ce graphique, est un segment en émergence et en fort développement pour les DTx.

Aujourd'hui, l'oncologie est considérée, par l'Organisation Mondiale de la Santé, comme étant l'un des quatre principaux types de maladies chroniques. En effet, devenu une maladie qui tue de moins en moins vite et de plus en plus gérable dans le temps, le domaine de l'oncologie a connu de nombreuses améliorations dans l'identification des facteurs de risque, le diagnostic et des traitements de plus en plus efficaces. Les avancées



scientifiques ont rendu la vie des personnes atteintes de cancer plus longue et plus simple dans la gestion de la maladie (des études concluent à une amélioration de la survie : 75% des patients étaient encore en vie à 12 mois, contre 69% sans solution numérique de suivi et d'accompagnement du patient). Les patients atteints de cancer passent moins de temps à l'hôpital et plus de temps à la maison et en ambulatoire, ce qui rend les patients plus responsables dans la gestion de la maladie.

En 2017, lors du congrès international de l'American Society of Clinical Oncology, des résultats ont été publiés concernant l'efficacité du suivi proactif de l'équipe soignante des symptômes remontés par les patients sur plateforme web. Ainsi, il a été démontré que les DTx permettaient d'améliorer la qualité de vie de 18% à 34% des personnes atteintes de cancers, de réduire les hospitalisations non-planifiées de 7%, d'accroître la durée de traitement de 6,3 à 8,2 mois et d'augmenter la survie globale de 5 mois (source : *Overall survival results of a randomized trial assessing patient-reporter outcomes for symptom monitoring during routine cancer treatment*, Basch E., 2017).

Sur le plan économique, d'après IQVIA, le coût des thérapies anticancéreuses et des soins de support médicamenteux a augmenté entre 2012 et 2016 pour passer de 91 b\$ à 113 b\$, dont 46% aux Etats-Unis.

En 2026, le domaine de l'oncologie devrait être le plus grand domaine thérapeutique avec une part de marché de 21,7% et des prévisions de ventes de 311,2 b\$. Cette augmentation du secteur de l'oncologie est notamment portée par la croissance de l'immuno-oncologie qui devrait connaître un TCAC de 20,2% entre 2019 et 2026 (source : *Bryan, Garnier & Co – Voluntis Corporate*).

Bien que présenté comme le futur marché le plus important des DTx, très peu de sociétés spécialisées dans les DTx cherchent à apporter de la valeur au domaine de l'oncologie. Ainsi, le marché des DTx dans l'oncologie est très concentré avec peu d'acteurs dont : Biofourmis, Kaiku Health, Noona, Sivan.

Le diabète correspond à maladie chronique entraînant une élévation prolongée de la concentration de glucose dans le sang : on parle d'hyperglycémie. En effet, l'organisme ne parvient pas à produire assez d'insuline ou à l'utiliser de manière efficace. L'insuline est produite par le pancréas. Il existe plusieurs types de diabètes :

- Dans le cas des personnes atteintes de diabète de type 1, ce dérèglement est dû à un déficit d'insuline, l'hormone régulatrice de la glycémie. Potentiellement très grave s'il n'est pas contrôlé. Le diabète de type 1 est aujourd'hui très bien pris en charge (mais pas guéri) grâce à un apport d'insuline exogène (injection d'insuline dans le sang) ;
- Dans le cas du diabète de type 2, les personnes atteintes de diabète de type 2 sécrètent de l'insuline, mais cette hormone régule avec moins d'efficacité le taux de sucre dans leur sang. Ce taux, appelé glycémie, reste anormalement élevé après un repas.

En 2019, le diabète affectait plus de 463 millions de personnes dans le monde, dont 59 millions en Europe (source : *Atlas 2019* de la International Diabetes Federation). Malgré les mesures de prévention, le diabète est en progression constante et il est estimé qu'il touchera près de 629 millions de personnes d'ici 2045.

La taille du marché des DTx dans le diabète aux Etats-Unis et en Europe était estimée à 362 millions \$ en 2017 (soit 18% du marché mondial des thérapies digitales).

Le diabète est en effet l'un des premiers secteurs sur lequel s'est développé le marché des DTx. Cette pathologie présente différentes problématiques pouvant être développées par les thérapies digitales et connectées. Ainsi de nombreuses solutions ont été lancées sur ce segment afin de répondre aux enjeux variés du diabète :

- Des plateformes connectées aux lecteurs de glycémie ;
- Des solutions de titration d'insuline ;
- De solutions d'accompagnement des patients.



Le marché de DTx dans le secteur du diabète est ainsi un marché très hétérogène partagé par différents acteurs ayant adopté des approches différentes (approches directes ou non, prévention ou traitement de la pathologie, etc.). Parmi les intervenants sur ce secteur figurent notamment Livongo, Glooko, WellDoc, Diabeloop, myDiabby, BrightInsight, Omada et Dario Health.

Segmentation géographique

Les principales zones géographiques composant le marché des DTx sont selon le management de Voluntis :

- Les Etats-Unis avec une part de marché estimée à 60%-70% en valeur, avec un niveau de rentabilité élevé ;
- Les Big Five en Europe (France, Allemagne, UK, Italie et Espagne), avec une part de marché estimée à 15% ;
- Le Japon, avec une part de marché estimée à 15%.

3.16.4 Concurrence sur le segment de la thérapie digitale

Les concurrents de la société Voluntis ont des structures de développement et de fonctionnement très différentes. En effet, il existe principalement deux modes de fonctionnement bien distincts :

- Les sociétés dites intégratrices. Ces dernières n'ont pas développé de plateforme mais utilisent une technologie mise à disposition par les créateurs. Ces sociétés ont une approche de customisation pour chaque contrat signé ;
- Les sociétés très spécialisées de type « biotech » qui peuvent avoir une approche d'expert dans un seul secteur (ex : insuffisance rénale...) ou une approche plus générique, c'est le cas de Voluntis avec une spécialisation dans le diabète mais également l'oncologie.

Nous n'avons pas identifié de concurrents directs cotés en Bourse.

Par ailleurs, Voluntis devra faire face à différents types de concurrents dans les domaines du diabète et de l'oncologie.

Il y a deux types de concurrents sur le marché du diabète :

- Certains acteurs Medtech qui fabriquent des dispositifs médicaux (ex : glucomètres, stylos injecteurs ou pompes à insuline), et qui souhaitent adresser ce marché. En effet, ces derniers tendent à intégrer l'intelligence médicale et la connectivité dans les dispositifs qu'ils proposent. Par exemple, Biocorp développe et commercialise le dispositif Mallya, un stylo injecteur d'insuline intelligent connecté à une application mobile de suivi du traitement ;
- Des entreprises spécialisées dans la thérapie numérique ont développé des solutions DTx pour les diabétiques. Outre Voluntis, des entreprises telles que Livongo Health, Omada Health, iSage et Glooko travaillent dans le domaine du diabète et des DTx pour le diabète.

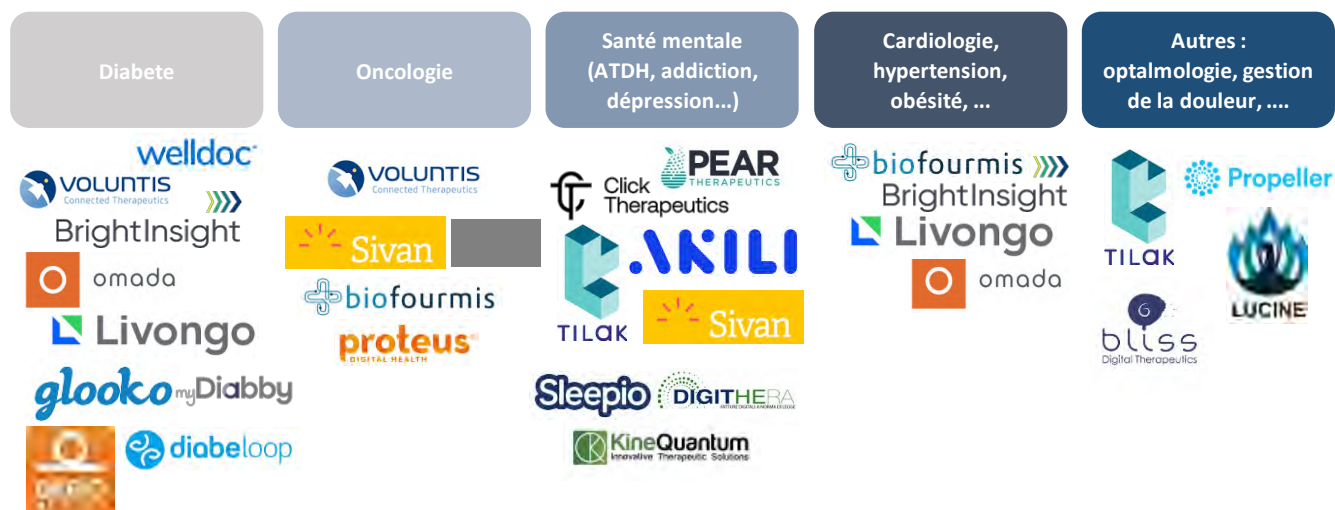
Très peu de solutions DTx pour les patients en oncologie ont été développées jusqu'à présent et, selon Voluntis, aucune thérapie numérique comparable à Oleena n'a reçu l'approbation de la FDA en tant que dispositif médical aux États-Unis. Néanmoins, il existe au moins deux sociétés spécialisées dans les DTx qui ont développé des solutions en oncologie :

- Sivan Innovation a développé et lancé en 2014 sa solution Moovcare, une plateforme numérique pour la détection précoce des récidives et des complications dans le suivi des patients atteints de cancer du poumon. Cette thérapie numérique est remboursée en France. Cependant, la solution n'a pas été déployée en dehors de la France à ce stade, et aucune approbation de la FDA n'a été obtenue à ce jour. La seule collaboration avec un laboratoire pharmaceutique connu à ce stade est celle avec BMS France ;



- La société Kaiku Health a développé une solution utilisée dans plus de 40 cliniques et hôpitaux en Europe et elle fournit des modules thérapeutiques pour plus de 25 types de cancer à travers toutes les étapes de la thérapie. La plateforme aide notamment à la gestion des symptômes et relie plus facilement les équipes soignantes avec leurs patients. La société a été fondée en 2012 et appartient depuis mai 2020 à Elektra, un leader mondial de la radiothérapie pour traiter le cancer et les maladies neurologiques. La solution ne s'est pas encore implantée en dehors de l'Europe. Le chiffre d'affaires au moment du rachat était d'environ 1,5 M€ (source : Exits & Outcomes 2020).

Les principaux acteurs du marché intervenants sur le marché des thérapies digitales sont les suivants :



Sources : note d'analyste Bryan, Garnier & Co, Les Echos Etudes, présentation investisseurs Voluntas

3.17. Positionnement concurrentiel de Voluntas

Voluntas se positionne comme le pionnier dans le créneau de la thérapie digitale, et l'un des leaders mondiaux. ce jour, il n'existe pas de données précises sur les parts de marché respectives des acteurs DTx. La Société a développé la plateforme Theraxium, une plateforme évolutive et flexible lui permettant de proposer des solutions customisables rapidement à ses clients. La capacité de la Société à obtenir des homologations sur ses solutions lui assure un positionnement de leader sur le marché.

Voluntas s'est spécialisée dans les domaines de l'oncologie et du diabète bien que disposant d'une plateforme évolutive et flexible lui permettant de proposer des solutions pour tout type de pathologie (immunologie, cardiologie, etc.).

Voluntas a commencé son activité en développant plusieurs DTx dans le diabète notamment dans des solutions de titration d'insuline et de télémedecine (Insulia et Diabeo), faisant de lui un pionnier dans ce domaine, avec un savoir-faire établi et reconnu par le marché malgré la concurrence sur celui-ci. Son positionnement s'est maintenu grâce à la robustesse de ses études cliniques validant son approche.

La plateforme Theraxium a été étendue à l'oncologie, segment avec un fort potentiel de croissance sur lequel Voluntas est leader grâce à ses nombreux partenariats avec des acteurs stratégiques de l'industrie pharmaceutique. Son positionnement est renforcé par les différentes homologations reçues (FDA, marquage CE) ainsi que par les résultats de ses essais cliniques.

L'enjeu pour Voluntas est aujourd'hui de conserver un avantage technologique et réglementaire fort, dans un marché qui est en train de se structurer.



3.18. Synthèse des forces et faiblesses, opportunités et risques

Forces

- Une plateforme innovante, robuste et flexible, permettant de répondre rapidement au besoin des clients et réaliser les développements de customisation,
- Richesse fonctionnelle de la technologie et compatibilité de la plateforme aux différentes pathologies,
- Maturité du business model,
- Pleine propriété de la plateforme (pas d'accords de copropriété actifs avec des universités, des chercheurs, ou des centres de recherche),
- Reconnaissance par l'industrie pharmaceutique : valorisation du savoir-faire de Voluntas, compte tenu de l'enjeu stratégique fort pour les acteurs de cette industrie
- Conclusion de partenariats stratégiques avec des acteurs de l'industrie pharmaceutique,
- Savoir-faire établi dans les domaines de l'oncologie et du diabète,
- Capacité à obtenir l'homologation des plateformes (14 autorisations réglementaires obtenues aux EU et en Europe) : Marquage CE et homologation FDA,
- Politique constante et soutenue de recherche,
- Equipe de direction expérimentée,
- Expertise d'une équipe pluridisciplinaire,
- Présence établie aux Etats-Unis, où les marges réalisées sont supérieures par rapport aux autres marchés,
- Capacité à se financer et à lever des fonds.

Faiblesses

- PME représentant 4m€ de chiffre d'affaires (IFRS), de taille insuffisante au regard des marchés et des clients adressés,
- Dépendance aux partenaires pharmaceutiques dont la collaboration est nécessaire au développement et à la commercialisation des produits,
- Nécessité de présence locale pour le développement de l'activité sur de nouveaux marchés géographiques,
- Besoins de financement significatifs pour accélérer le développement technologique et commercial, et suivre les acteurs pharmaceutiques dans leur développement commercial,
- Concurrence forte des acteurs spécialisés dans certaines pathologies
- Forte dépendance vis-à-vis d'Apple et Google et aux évolutions technologiques des supports (web, mobiles, ...)
- Rentabilité historique négative en normes IFRS. La société n'a pas encore confirmé, compte tenu de la signature récente des accords de partenariat, la capacité du business model à générer des revenus récurrents significatifs (ex : royalties).

Opportunités

- Extension des contrats (géographiques, molécules),
- Diversité des pathologies existantes dans l'oncologie,
- Expansion géographique et ouverture de nouveaux marchés (Chine, Inde, ...), avec notamment le contrat EISAI,
- Gestion des données,
- Diversité des molécules et extension à de nouveaux traitements,
- Extension de l'activité à de nouvelles pathologies : immunologie, neurologie, cardiologie...



Menaces

- Un environnement réglementaire plus strict, avec le durcissement des réglementations européennes notamment la définition de nouvelles règles par la CE en mai 2021 plus contraignantes, et imprécises pour les logiciels rentrant dans le champ des dispositifs médicaux,
- Forte dépendance du succès des molécules faisant l'objet des partenariats,
- Echec de l'efficacité d'un traitement ou d'un nouveau traitement rendant obsolète la plateforme associée à une molécule,
- Echec d'une des phases d'un essai clinique pouvant retarder la commercialisation,
- Evolution des politiques de remboursement des dispositifs médicaux,
- Risque d'innovation technologique rendant obsolète la plateforme actuelle,
- Maturité des acteurs de l'industrie pharmaceutique ayant un fort pouvoir de négociation impactant la gestion des contrats,
- Marché en structuration, avec l'émergence de nouveaux acteurs, soutenus par des fonds d'investissement,
- Risque lié à l'acceptation du produit par le marché (patients et professionnels de la santé),
- Risque de cyber sécurité notamment sur les données,
- Risque de réputation : exposition de la marque Voluntas en cas de problèmes et bugs de la plateforme.

3.19 Impact lié à un changement de contrôle

Sous réserve du remboursement au profit de la société Kreos dont le détail figure au paragraphe 3.12.6, nous n'avons pas eu communication d'impacts significatifs liés à un changement de contrôle, tels que montants à payer à des tiers au titre de la propriété intellectuelle, ou de transactions précédentes.

Il existe un contrat avec un client nécessitant un accord préalable en cas de changement de contrôle, mentionné en annexe 12 du SPA.

Il est à noter que Voluntas ne pourra plus bénéficier après l'acquisition par Aptar du remboursement annuel du crédit d'impôt recherche non imputé sur la dette d'impôt.



4. Evaluation multicritères de l'action Voluntis

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société Voluntis.

Nous présentons ci-après la justification du choix des méthodes retenues et écartées, celles appliquées à titre de cohérence, les modalités de mise en œuvre des méthodes retenues, et la synthèse de nos analyses.

4.1. Données financières utilisées dans les méthodes d'évaluation

4.1.1. Prix d'offre de référence

Le 21 juin 2021, l'initiateur a adressé une offre d'achat (Tender Offer Agreement et Put Option Agreement) des titres Voluntis sur la base d'un prix de 8,70 € par action. Le contrat d'acquisition a été signé le 22 juillet 2021 au même prix.

Il convient de préciser que depuis cette annonce, il n'a pas été décidé le versement d'un dividende aux actionnaires de Voluntis.

Nous retenons donc comme prix de l'offre pour nos travaux d'évaluation un montant de 8,70 € par action.

4.1.2. Nombre de titres

Au 30 juin 2021, le capital social de la société Voluntis est composé de 9 052 829 actions ordinaires. Le nombre d'actions auto-détenues à cette même date s'établit à 36 649 titres.

Par différentes réunions, le conseil d'administration a octroyé entre avril 2018 et mai 2019 des options de souscription d'actions (OSA) à certains salariés basés aux Etats-Unis. Au 30 juin 2021, 37 470 options restaient en circulation. Il a été considéré que seules les options présentant un prix d'exercice inférieur ou égal au prix de l'offre formulé par l'initiateur, soit 8,70 €, seraient prises en compte.

Il en ressort que 3,20% des options sont dans la monnaie, soit 1 200 actions potentielles.

Il convient de prendre également en compte les 5 200 actions gratuites (AGA) attribuées en mai 2019. Le plan d'attribution prévoit une durée d'acquisition de 3 ans. Le 2 septembre 2021, le conseil d'administration a (i) constaté l'attribution définitive des 5.200 AGA résultant de l'accélération du calendrier d'attribution du fait du changement de contrôle (conformément à leur plan d'attribution) et (ii) décidé de la modification du plan d'attribution d'AGA (conformément à leur plan d'attribution) de sorte à lever par anticipation la période de conservation encore applicable à certaines AGA, afin de permettre à leurs porteurs d'apporter leurs actions gratuites à l'Offre.

5 plans de bons de souscription d'actions (BSA) émis entre juillet 2015 et octobre 2018 sont toujours actifs. Parmi ces 5 plans qui représentent 216 717 actions potentielles, seul le plan d'attribution datant du 2 juillet 2015 présente des caractéristiques au niveau du prix d'exercice rendant probable leur exercice (prix d'exercice de 8,07€). Il en ressort que 13,05% des BSA sont dans la monnaie, soit 28 284 actions potentielles (cf. infra suivi après le *closing* du 2 septembre 2021).

Enfin, 5 plans de bons de souscription de parts de créateurs d'entreprises (BSPCE) émis entre juin 2014 et juin 2016 sont toujours actifs. Parmi ces 5 plans qui représentent 375 080 actions potentielles, seul le plan d'attribution datant du 5 juin 2014 présente des caractéristiques au niveau du prix d'exercice rendant probable



leur exercice (prix d'exercice de 8,07€). Il en ressort que 25,88% des BSA sont dans la monnaie, soit 97 080 actions potentielles (cf. infra suivi après le *closing* du 2 septembre 2021).

Le Conseil d'administration du 2 septembre 2021 a notamment :

- constaté l'accélération du calendrier d'exercice de certains instruments dilutifs (BSPCE, BSA et OSA) en conséquence de la réalisation de la cession et des 5.200 AGA non encore attribué ;
- modifié les termes du plan d'attribution gratuite d'actions 2018 afin de lever par anticipation la période de conservation encore applicable pour les AGA afin de permettre à leurs porteurs de les apporter à l'Offre ;
- augmenté le capital de la Société par suite de l'attribution définitive de 5 200 AGA et à l'exercice de 28 284 BSA, 1 200 OSA et 3 000 BSPCE dans la monnaie.

La direction nous a confirmé au moment de la finalisation de notre rapport que sur les 97 080 BSPCE « dans la monnaie », 94 080 BSPCE n'ont pas été exercés et sont devenus caducs (il est à noter que leur prix d'exercice, soit 8,07€ est très proche du prix de l'offre).

Les instruments dilutifs ainsi exercés et les actions gratuites ainsi acquises pourront être apportés à l'Offre. Ainsi, il n'existe plus à la date d'émission de notre rapport d'instruments dilutifs en cours.

Le tableau ci-après présente la synthèse du nombre d'actions utilisé pour notre évaluation, tel qu'il existe après le closing du 2 septembre :

Nombre d'actions	
en actions	
Nombre d'actions composant le capital social au 30/06/2021	9 052 829
<i>BSPCE dans la monnaie exercés</i>	<i>3 000</i>
<i>BSA dans la monnaie exercés</i>	<i>28 284</i>
<i>OSA dans la monnaie exercés</i>	<i>1 200</i>
<i>Actions gratuites non encore acquises</i>	<i>5 200</i>
Instruments dilutifs exercés (cf. PV CA 2/09/2021)	37 684
Autres instruments dilutifs en cours après le 2/09/2021	-
Nombre d'actions après le CA du 2/09/2021 (cf. PV CA)	9 090 513
<i>Actions auto-détenues</i>	<i>(36 649)</i>
Nombre d'actions prises en compte	9 053 864

Sources : Put Option Agreement et Tender Offer Agreement, Table de capitalisation au 30/06/2021, PV de CA septembre 2021 et direction

4.1.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Le tableau ci-dessous présente le détail du calcul de l'endettement financier ajusté (EFNA) au 31 décembre 2020 et au 30 juin 2021.

Par simplification et compte tenu de l'impact non significatif, nous avons retenu pour la méthode des DCF l'EFNA au 31/12/2020 et en année 1 les flux liés à l'ensemble de l'année 2021.

Nous avons également retenu pour les méthodes des comparables (cf. infra, basées sur le CA) l'EFNA au 31 décembre 2020, ce qui est favorable aux minoritaires dans le cadre de l'Offre, dans le contexte où nous n'avons pas d'analyse détaillée de l'évolution du BFR mensuel en 2021.



en k€	31/12/2020	30/06/2021
Emprunts obligataires	(1 933)	(874)
Emprunts bancaires	(6 042)	(6 000)
Autres emprunts	-	(100)
Dettes loyers IFRS 16	(175)	(1 626)
Concours bancaires courants	-	-
Dettes financières	(8 150)	(8 600)
Trésorerie	11 010	6 344
Trésorerie	11 010	6 344
Trésorerie nette / (Endettement financier net)	2 860	(2 256)
Provisions pour avantages au personnel (PIDR)	(207)	(290)
Provisions pour litiges	(317)	(317)
Provisions pour restructurations	(270)	(126)
Autres provisions	(120)	-
Provisions pour risques et charges	(914)	(733)
Economie d'impôts déficits fiscaux	6 500	6 500
Autres dettes	(149)	(149)
Prêt Kreos - retraitements liés au remboursement anticipé	(47)	(47)
Retard de paiement charges sociales	(620)	(620)
Retard de paiement dettes fournisseurs	(52)	(42)
Exercice des BSPCE, BSA et OSA dans la monnaie	257	257
Trésorerie nette / (Endettement financier net) ajusté après IFRS 16	7 835	2 910
Retraitement des dettes sur obligations locatives (location simple - IFRS 16)	175	1 626
Trésorerie nette / (Endettement financier net) avant IFRS 16	8 010	4 536

Sources : Données transmises par le Directeur Financier, monsieur Guillaume FLOCH, RFA 2020, rapport de valorisation Atrium

L'endettement financier net de la société (qui en pratique est une trésorerie nette) est d'abord composé des éléments financiers suivants, communiqués par la Société :

- emprunts obligataires (emprunt obligataire souscrit par la société Kreos en 2018 dont le remboursement anticipé est prévu fin juillet 2021). L'emprunt obligataire étant présenté pour la valeur de remboursement anticipée convenue avec Kreos, la composante capitaux propres extériorisée en normes IFRS (non significative) est mécaniquement intégrée ;
- emprunt auprès d'établissements de crédit (PGE, Prêt Innovation R&D). Aucun retraitement n'a été pris en compte au titre d'une actualisation de la dette (prêts à taux de 0%), l'impact étant considéré comme non significatif ;
- dette Paycheck Protection Program aux Etats Unis souscrite en 2021, retraitée de la remise de dette accordée en juillet 2021 (environ 200 k€ en juillet 2021) ;
- dette IFRS 16 uniquement constituée du montant de la dette liée à un nouveau bail initié en avril 2021 et du bail des locaux aux Etats-Unis (contrats de location simple) ;
- disponibilités et valeurs mobilières de placement de la Société.

Les ajustements suivants, représentatifs au global d'une augmentation de la trésorerie nette, ont été également pris en compte :

- Une économie d'impôts relative aux déficits fiscaux : compte tenu de l'importance des déficits fiscaux, supérieurs à 82,1 m€ à fin 2020 pour la société française, nous avons appliqué les règles



d'imputation et de plafonnement applicables à ce jour sur l'horizon du plan d'affaires "management". Après un travail de rationalisation de l'économie d'impôts potentielle, nous avons fait le choix d'intégrer cet élément en déduction de l'endettement financier net et non dans les flux. Les économies d'impôts ont été actualisées au taux d'actualisation des flux des prévisions calculé pour la méthode des DCF.

L'économie d'impôts a été calculée de manière théorique, en tenant compte du résultat comptable prévisionnel, et non du résultat fiscal (impact du CIE, ...). La position retenue est favorable aux minoritaires dans le cadre de l'Offre. L'utilisation effective des déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2020 (générés par la société française), dépend de nombreux paramètres (prix de transferts entre la société française et la filiale US, existence de revenus soumis à un taux d'impôt réduit, etc.), dans le contexte où la société n'établit pas de planning fiscal. Les frais de développement sont constatés en dépenses d'exploitation et non en dépense d'investissement dans le BP, ce qui minore le résultat fiscal. L'impact peut être considéré comme non significatif, dans le contexte où dans la durée, les dotations aux amortissements convergent vers le montant activé ;

En l'absence d'informations détaillées sur le résultat fiscal au 30 juin 2021, nous n'avons pas fait varier ce montant dans les données du 30 juin 2021,

- le montant des autres dettes à leur valeur nette comptables au 31 décembre 2020 correspondant à des dettes liées au prêt Kreos ;
- le retraitement du prêt Kreos du fait de son remboursement anticipé en août 2021 constitué de frais légaux, de frais liés à l'expiration du prêt, d'intérêts capitalisés en août 2021, d'une avance de paiement, etc. ;
- les retards de règlements des dettes d'exploitation ont été pris en compte dans l'endettement financier net. Un retard de paiement des charges Urssaf suite à la suspension du paiement de celle-ci en 2020 d'un montant de 620 k€ a ainsi été intégré. Les dettes fournisseurs ont également été intégrées, pour leur fraction représentative de retards de paiement négociés supérieurs au minimum à 120 jours, et présentant de ce fait un caractère financier ;
- les provisions pour avantages au personnel correspondant principalement aux indemnités de fin de carrière ;
- les provisions pour litiges retenues pour leur valeur comptable au 31 décembre 2020 et au 30 juin 2021 ;
- les provisions relatives au plan de restructuration initié en mars 2020 retenues pour leur valeur comptable au 31 décembre 2020 et au 30 juin 2021 ;
- Il n'y a plus d'autres provisions pour risques au 30 juin 2021, compte tenu de la fin du bail au 30/04/2021 (la provision au 31 décembre 2020 concernait une provision pour remise en état des locaux) ;
- La trésorerie potentiellement générée par l'exercice des BSPCE, BSA et OSA dans la monnaie.

La bonne pratique des évaluateurs consiste à ne retraiter que la dette liée aux contrats de location simple, et ne conserver que les dettes liées aux contrats de location financement. Dans le cas de Voluntas, la dette IFRS 16 porte uniquement sur des contrats de location simple.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme une méthode pertinente pour apprécier la valeur intrinsèque d'une société ayant le profil stratégique de Voluntas, dont les pertes cumulées restent significatives.

En effet, la méthode patrimoniale n'intègre pas les profils de croissance de l'activité et de la rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs (et notamment les actifs liés aux projets de développement).



Pour information :

- Les capitaux propres part du groupe en normes IFRS s'élèvent à – 4,6 m€ au 31/12/2020, nous ignorons le montant des capitaux propres au 30/06/2021 ;
- Le cumul des levées de fonds depuis la création du groupe s'élève à 67,3 m€ au 30 juin 2021 ;
- Le montant des capitaux propres au 31/12/2020 intégrant une estimation des impôts différés actifs sur déficits reportables telle que réalisée pour le calcul de l'EFN (soit 6 500 k€), et en retenant l'hypothèse de l'annulation des amortissements des frais de développement de la plateforme (la valeur de la plateforme est présumée au moins égale aux coûts engagés) (soit 5 394 k€) et le prix d'exercice des BSPCE constatés par le Conseil d'Administration du 2 septembre (3 000 BSPCE au prix d'exercice de 8,07 € soit 24 k€) conduirait à une valeur globale de 7 289 k€.

La valeur par action induite, soit 0,81 € par action, reste très inférieure au prix de l'Offre.

L'élimination de l'impact de l'augmentation de capital d'avril 2021 (416 k€) conduirait à une valeur globale au 30 juin 2021 de 6 873 k€.

La valeur par action induite, soit 0,76 € par action, reste très inférieure au prix de l'Offre.

4.2.2. Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes futurs, et dépend d'une part de la politique du groupe en matière de distribution, et d'autre part de la capacité du groupe à générer des résultats distribuables et des flux de trésorerie positifs. Cette méthode est généralement mise en œuvre dans les sociétés qui ont une pratique régulière de distribution de dividendes.

Dans le cas présent, cette méthode n'est pas pertinente compte tenu d'un historique de déficits.

4.2.3. Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré cette méthode comme pertinente, dans le contexte où l'existence d'une Offre intéressante par un acteur international significatif, est la preuve de l'intérêt stratégique de Voluntis, au-delà de sa situation financière actuelle.

4.3. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu une approche multicritère qui résulte de la mise en œuvre des méthodes suivantes à titre principal :

- La méthode par les cours de Bourse ;
- Les objectifs de cours des analystes ;
- Les transactions récentes sur le capital de la société ;
- La méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF).

Pour chacune des méthodes retenues, nous avons présenté la méthode, la justification de son choix dans le contexte de la présente opération, les modalités de mise en œuvre et la synthèse de l'évaluation induite. Nous avons présenté une valeur centrale et une fourchette de valeurs résultant des tests de sensibilité.



4.3.1. Méthode par les cours de Bourse

Présentation de la méthode des cours de Bourse

Le cours de Bourse est une référence en matière d'évaluation d'une société cotée sur un marché réglementé, surtout du point de vue de l'actionnaire minoritaire, dans un contexte où le cours de Bourse est une information accessible, l'expression d'une liquidité, et la traduction des anticipations du marché.

Le cours de Bourse, selon la terminologie des évaluateurs est plus représentatif d'un prix de marché que de la valeur intrinsèque d'une société, les deux données n'étant pas nécessairement convergentes.

Dans le cas de sociétés de types Biotech / Medtech, les cours peuvent être volatiles et très sensibles à des annonces faites par le marché ou aux appétences des investisseurs.

Mise en œuvre de la méthode des cours de Bourse

La société est cotée sur Euronext Growth Paris. Nous avons estimé le flottant à 31,7%. Ce pourcentage est très proche du flottant indiqué par Voluntis dans son document de référence 2020 (35,2%). Pour information, le flottant estimé par Gilbert Dupont en juin 2021 est de 35,1% et celui estimé par Bryan, Garnier & Co en mai 2021 est de 41,4%.

Même si le flottant est relativement peu élevé, cela ne remet pas en cause la pertinence de cette méthode.

L'analyse effectuée ne nous a pas conduit à retraiter le cours de clôture sur la période présentée (absence de dividendes, de modifications du nominal, ...). La rotation exprimée en pourcentage du flottant s'élève à 973,32 % sur une période de 12 mois, et de 217,78 % sur une période de 6 mois.

Nous avons analysé l'évolution du cours de Bourse et la prime induite sur différentes périodes : 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois. Le cours de Bourse in fine (c'est-à-dire avant l'annonce de l'Offre) a été peu impacté par la pandémie. Notons que les cours moyens pondérés ont été calculés à la date de l'annonce, soit au 22 juin 2021. Les cours ayant été bloqués les 21 et 22 juin 2021, la prise en compte des cours au 22 juin 2021 n'affecte pas notre analyse (les calculs effectués au 18 juin conduiraient à des montants similaires).

Le prix de l'Offre de 8,70 € est largement supérieur aux cours moyens pondérés sur les différentes périodes de calcul.

Il met en avant une prime d'environ 110,1% par rapport au cours du 22 juin. Les primes déterminées par rapport au cours à 1 mois, 3 mois et à 6 mois sont d'environ 90,8%, 93,5% et 103,6%.

Date	Cours moyen pondéré par les volumes (en €)	Volume quotidien moyen (nb de titres)	En % du capital*	En % du flottant	Volume cumulé moyen (nombre de titres)	En % du capital	En % du flottant	Prime par rapport au prix de l'offre de 8,70€
Spot au 22/06/2021	4,14	-	0,00%	0,00%	-	0,00%	0,00%	110,1%
Moy. 1 mois	4,27	18 656	0,21%	0,65%	410 434	4,53%	14,29%	103,6%
Moy. 60 jours - pour info	4,56	32 288	0,36%	1,12%	1 937 257	21,40%	67,45%	90,7%
Moy. 3 mois	4,56	32 015	0,35%	1,11%	2 048 936	22,63%	71,33%	90,8%
Moy. 6 mois	4,50	49 645	0,55%	1,73%	6 255 322	69,10%	217,78%	93,5%
Moy. 12 mois	3,90	108 782	1,20%	3,79%	27 956 980	308,82%	973,32%	123,3%
+ haut sur 12 mois	5,23	2 117 848						66,3%
+ bas sur 12 mois	1,24	-						601,6%

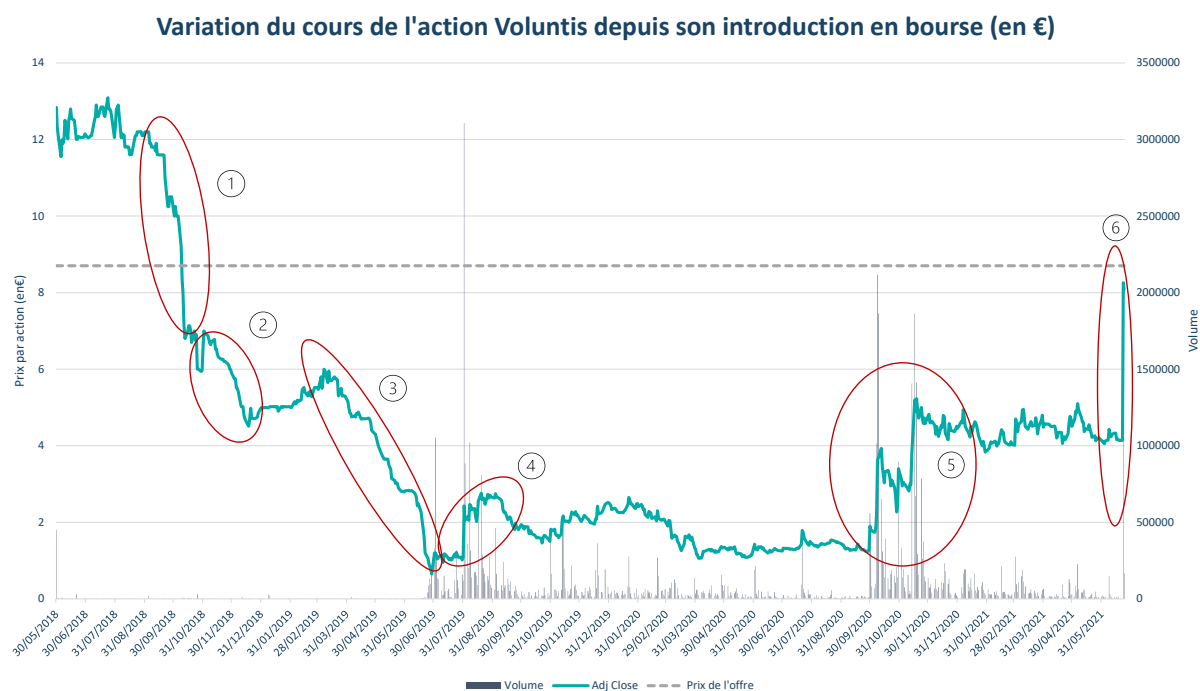
* avant prise en compte des instruments dilutifs

Sources : S&P Capital IQ



Le niveau satisfaisant de la rotation du capital démontre que le cours de Bourse est une référence significative et pertinente, a fortiori du point de vue du minoritaire.

Le graphique mettant en évidence l'évolution du cours de Bourse est présenté ci-après :



Les principales variations sont commentées ci-après :

- Suite à l'introduction en Bourse le 30 mai 2018 à un cours de clôture de 12,84€ par action, le cours a évolué dans une fourchette comprise entre 11,59€ et 13,09€ entre mai 2018 et octobre 2018 ;
- Entre septembre et décembre 2018, le cours de Voluntis subit 2 baisses successives sur des périodes courtes :
 - **1** - Une baisse du cours en septembre 2018 de 11,59€ à 6,70€, suite à l'annonce des résultats du S1 le 20 septembre entraînant des interrogations du marché sur la capacité du groupe à redresser sa rentabilité et assurer son financement ;
 - **2** - Un pic à la baisse pour atteindre 4,51€ en octobre 2018 lié à l'annonce le 24 octobre de l'arrêt du projet d'extension multi-cancer de la solution développée en partenariat avec Roche Pharma France. Le cours a ensuite augmenté à partir du 19 décembre 2018 suite à l'annonce d'un partenariat entre AbbVie et Voluntis pour le développement de thérapies numériques en immunologie ;
- **3**- Le cours a diminué entre mars 2019 et juillet 2019 passant de 5,75€ à 0,65€ suite à l'annonce de la fin du partenariat avec Roche Pharma France le 20 mars 2019 et des résultats le 21 mars 2019. La baisse du cours s'est poursuivie jusqu'à l'annonce de la vision stratégique de la Société le 2 juillet 2019 notamment son avancée concernant l'obtention de l'homologation FDA pour la nouvelle version de la plateforme Insulia, la finalisation du développement d'une solution de gestion des symptômes multi-cancer et le développement de l'activité aux Etats-Unis. Le cours a ensuite oscillé entre 1,0€ et 1,2€ au mois de juillet 2019 ;
- **4**- Le cours a ensuite augmenté atteignant 2,43€ suite à l'annonce le 31 juillet 2019 de l'obtention de l'autorisation réglementaire de la FDA pour le logiciel de gestion de symptômes liés à l'oncologie Oleena. Le cours diminue ensuite à la suite de la publication des résultats en septembre 2019 ;
- Entre août 2019 et septembre 2020 le cours oscille entre 1,06€ et 2,71€, période marquée notamment par l'annonce d'une réorientation stratégique en priorisant l'oncologie en mars 2020 ainsi que la publication de communiqués de presse annonçant la réalisation de nouveaux partenariats (Bristol-Myers Squibb, Biocon Biologics, ...) sur cette période ;



- **5-** Entre septembre et décembre 2020, le cours de Voluntis subit plusieurs hausses :
 - o Suite à un communiqué de presse publié le 29 septembre 2020 annonçant des résultats prometteurs notamment un triplement de la facturation en 2020, le cours passe de 1,26€ à 1,90€ ;
 - o Le 6 octobre, la Société annonce l'obtention d'un brevet américain pour le moteur algorithmique propriétaire de sa plateforme thérapeutique numérique Theraxium entraînant une hausse du cours de 2,22€ à 3,63€ ;
 - o Le 28 octobre, Voluntis annonce son projet de transfert de la cotation des titres sur le marché Euronext Growth à Paris, à laquelle le marché réagit favorablement entraînant une hausse du cours de 2,45€ à 3,40€ ;
 - o Finalement le 16 novembre, suite à l'obtention du marquage CE pour Oleena, la plateforme thérapeutique pour l'oncologie, les cours passent de 3,81€ à 5,20€ ;
- De décembre 2020 à juin 2021, le cours a varié entre 3,84€ et 5,23€ en raison notamment de l'annonce de rencontres avec des investisseurs institutionnels en mars 2021 ainsi que le transfert de cotation en février 2021 ;
- **6-** A la suite de l'annonce officielle le 22 juin de la négociation exclusive concernant une acquisition potentielle de Voluntis à un prix par action de 8,70€ par Aptar afin d'accélérer son développement dans le domaine des thérapies numériques, le cours a connu un pic pour atteindre un cours de 8,26€ au lendemain de l'annonce.

Le cours de Bourse la veille de l'annonce de l'Offre le 21 juin 2021 était à 4,14€.

Pour information, le cours de Bourse évolue depuis le 22 juin (exclu) et jusqu'à l'établissement de notre rapport (soit le 9 septembre 2021) dans une fourchette comprise entre 7,89 € et 8,65€.

Volatilité du cours de Bourse du titre Voluntis

La volatilité d'un titre traduit le niveau d'incertitude sur sa rentabilité sur le marché boursier. Cet indicateur est utilisé comme référence dans la mesure du risque d'un actif financier.

Nous avons analysé la volatilité du cours de bourse sur 4 périodes : 1 mois, 6 mois, 12 mois, et 24 mois précédant l'annonce de l'Offre, et l'avons comparée à celles du SBF 120, du STOXX Global Health Care USD et du STOXX Global Health Care EUR sur les mêmes périodes.

Analyse des volatilités				
Période	Voluntis	SBF 120	Stoxx Global Health Care USD	Stoxx Global Health Care EUR
1 mois	35,9%	8,5%	9,7%	8,9%
6 mois	55,2%	11,7%	10,4%	10,6%
1 an	107,9%	17,3%	12,3%	11,9%
2 ans	128,5%	24,9%	16,3%	15,9%

A titre d'information, le cours de Bourse Voluntis a évolué dans une fourchette de 0,65€ à 5,23€ sur la période du 22 juillet 2019 au 21 juillet 2021.

La volatilité est très significative sur les périodes analysées en lien notamment avec l'annonce de la fin du partenariat avec Roche Pharma France, la publication de communiqués de presse annonçant la réalisation de résultats prometteurs, les obtentions d'homologations pour certaines solutions (marquage CE et homologation FDA notamment) et l'annonce du projet de transfert de cotation.



Le niveau de la volatilité moyenne du cours de Bourse de Voluntis est très supérieur, sur les périodes analysées, à la volatilité moyenne du SBF 120, du STOXX GLOBAL HEALTH CARE USD et du STOXX GLOBAL HEALTH CARE EUR.

Prime extériorisée par l'Offre

Le cours de Bourse est inférieur au prix de l'Offre, sur les différentes périodes analysées.

Pour extérioriser un niveau de primes par rapport au prix de l'Offre de 8,70 euros, nous avons retenu les périodes suivantes, qui nous paraissent les plus pertinentes :

- Le cours spot du jour précédent l'annonce : prime d'environ 110,1%
- Le cours moyen 1 mois : prime d'environ 103,6%
- Le cours moyen 6 mois : prime d'environ 93,5%
- Le cours moyen 1 an : prime d'environ 123,3%.

Le prix de l'Offre de 8,70 euros extériorise une prime de 90,7% par rapport au cours moyen pondéré 60 jours.

4.3.2. Objectifs de cours des analystes

Présentation de la méthode des objectifs de cours

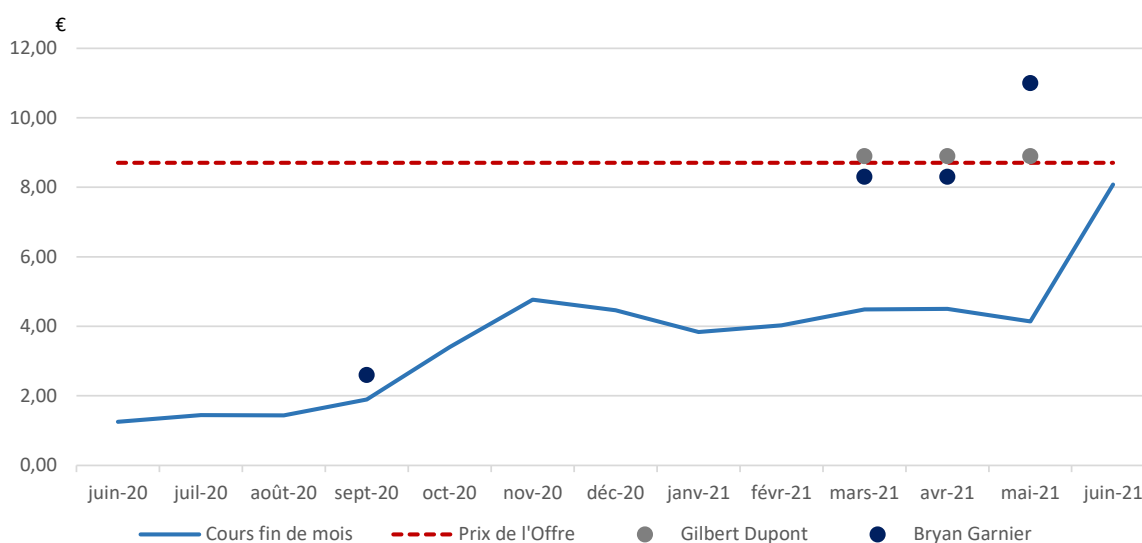
Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre Voluntis fait l'objet d'un suivi de la part de 2 analystes. Ce nombre est habituel pour des sociétés ayant la taille et le profil de Voluntis. Nous avons vérifié la cohérence du prix de l'Offre avec ces recommandations.

Mise en œuvre de la méthode des objectifs de cours

Notre analyse a porté sur les recommandations qui ont été émises sur la période précédant l'annonce de l'Offre. Compte tenu de l'annonce le 22 juin 2021 de l'annonce de l'entrée en négociations exclusives avec Aptar, nous avons retenu la période comprise entre le 23 juin 2020 et le 22 juin 2021 (date de l'annonce de l'Offre).

Evolution des recommandations des analystes avant l'annonce de l'Offre





Ce graphique met en évidence plusieurs points :

- Les recommandations des analystes étaient basées sur la mise en œuvre d'une méthode DCF. Bryan Garnier, dont les flux sont présentés sur la période 2021-2030, utilise un taux d'actualisation s'élevant à 14% et un taux de croissance à l'infini de 3%. Gilbert Dupont pour sa part, a déterminé un taux d'actualisation de 13% et un taux de croissance à l'infini de 1,5% avec un plan d'affaires faisant référence aux mêmes périodes que Bryan Garnier ;
- Le 6 mai 2021, à la suite de la communication par Voluntis de son plan 2025, les recommandations des analystes demeuraient inchangées avec 8,9 € pour Gilbert Dupont et 8,3 € pour Bryan Garnier ;
- Le 10 mai 2021, Bryan Garnier a relevé son prix cible pour le fixer à 11€. Cette hausse de près de 33% s'explique par la signature du partenariat avec Eisai associée à une meilleure visibilité à moyen terme à la suite de l'annonce du plan 2025. A noter que cette nouvelle recommandation n'a eu aucun impact positif sur le cours de Bourse de Voluntis dans les jours suivants sa publication et que le cours n'a par la suite pas dépassé le prix de l'Offre ;
- Après l'annonce du 22 juin 2021, les analystes semblent être en phase avec le projet industriel proposé par Aptar. Bryan Garnier précise qu'Aptar serait un partenaire fort pour Voluntis de part (i) l'adéquation entre la plateforme Theraxium et les solutions développées par Aptar et (ii) les opportunités de développement dans de nouveaux domaines thérapeutiques ou de nouvelles zones géographiques. De même, Gilbert Dupont fait référence dans sa note du 23 juin 2021 à une opération qui permettrait à Aptar de « commercialiser une plateforme complète mêlant connectivité et services digitaux ». Bryan Garnier et Gilbert Dupont n'ont pas modifié leurs prix cibles à la suite de l'annonce de l'entrée en négociations exclusives avec Aptar.

Le prix de l'Offre extériorise donc une décote de -12,6% par rapport à la moyenne des dernières recommandations des analystes avant l'annonce de l'offre le 22 juin 2021.

4.3.3. Transaction récente intervenue sur le capital de la société

Présentation de la méthode des transactions récentes sur le titre

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment, soit dans le cadre d'opérations portant sur le capital (augmentations de capital en numéraire, opérations de fusion, apports, ...), soit dans le cadre de transactions sur le titre.

Mise en œuvre de la méthode des transactions récentes sur le titre

Augmentations de capital

Une augmentation de capital réservée à certains investisseurs a été réalisée en novembre 2020. Les caractéristiques de cette augmentation de capital sont présentées ci-après :

- Prix d'émission : 5,9 m€ ;
- Placement : placement privé réservé à certains investisseurs ;
- Prix d'émission par action : 4,43 € (moyennes des cours moyens pondérés par les volumes des 3 dernières séances de Bourse précédant sa fixation avec application d'une décote de 15%).

Cette augmentation de capital a été souscrite par Indigo (holding de Eric Carreel), déjà actionnaire de la société ainsi que par le véhicule d'investissement du groupe pharmaceutique suisse Debiopharm Innovation Fund, entrant ainsi au capital de Voluntis avec une participation de 9,9% du capital. Le prix d'émission nous semble une référence pertinente pour la valorisation de la société, qui ne peut en tout cas pas être exclue dans le cadre de l'analyse.



Le prix de l'Offre de 8,70 € extériorise une prime de 96% par rapport au prix de cette émission intervenue en 2020.

Par ailleurs, le 27 avril 2021, le groupe japonais Eisai, partenaire commerciale de Voluntis est entré au capital de la société en acquérant 1,1% du capital social de la société. Les caractéristiques de cette augmentation de capital sont présentées ci-après :

- Prix d'émission : 0,4 m€ ;
- Placement : placement privé réservé à certains investisseurs ;
- Prix d'émission par action : 4,15 € (décote de -3% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des 3 dernières séances de Bourse précédant le jour de l'annonce et décote de -5% par rapport au dernier cours précédant l'annonce) ;
- Nombre d'actions : 100 361 actions.

Le prix de l'Offre de 8,70 € extériorise une prime de 110% par rapport au prix de cette émission intervenue en 2021.

Transactions hors marché sur le titre Voluntis

La cession, hors marché, d'un bloc d'actions représentant le contrôle est intervenue avec l'initiateur préalablement au lancement de l'offre.

A l'issue de la réception par la société de marques d'intérêts pour une éventuelle acquisition, qui a été suivie d'un process de recherche détaillé d'un acquéreur mené par le cabinet Canaccord Genuity LLC sur le 1er semestre 2021 (cf. chapitre 9) qui s'est accompagné notamment de la réalisation de due diligences détaillées par les acquéreurs potentiels, un contrat d'acquisition portant sur un bloc d'acquisitions Voluntis a été signé le 22 juillet 2021 avec 9 actionnaires de référence, avec levée des conditions suspensives le 2 septembre 2021. Le bloc d'acquisition représentatif du contrôle a porté sur l'acquisition en numéraire de 64,3% du capital à un prix de 8,70€. Ce prix intègre par définition une prime de contrôle.

L'acquisition du bloc est définitive. Elle ne sera pas remise en cause en cas d'échec de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, ou du Retrait Obligatoire.

Le prix retenu pour l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (et pour le Retrait Obligatoire, si les conditions sont réunies) est le même que celui retenu pour l'acquisition du bloc de contrôle.

Les dispositions du contrat d'acquisition (SPA) – cf. chapitre 6.2- ne prévoient pas de suppléments de prix d'acquisition du bloc, sauf en cas d'augmentation volontaire du prix de l'offre. En revanche, une augmentation du prix de l'offre à la demande de l'AMF et/ou de l'expert-indépendant ne se traduirait pas par un supplément du prix du bloc d'actions acquis auprès des 9 actionnaires de référence. De même le SPA prévoit dans deux cas un mécanisme d'indemnisation de l'acquéreur par Voluntis ou les personnes concernées, sans impact sur le prix de l'offre.

Le prix de l'offre basé sur une référence de transaction récente en numéraire et représentative du contrôle de la société, nous paraît satisfaisant du point de vue des actionnaires minoritaires, car il n'extériorise pas de décote de minoritaire.

Il est à noter que l'initiateur de l'Offre, la société Aptar Group, ne détenait pas de titres, directement et indirectement, précédemment à l'annonce de l'Offre.

Nous n'avons pas été informés d'autres transactions significatives hors marché intervenues sur le titre Voluntis en 2020 et 2021.



4.3.4. Méthodes des flux de trésorerie actualisés (DCF)

Présentation de la méthode des DCF

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une société par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires (flux de trésorerie générés par la performance, le besoin en fonds de roulement et ses investissements) à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de la société, en tenant compte d'une valeur de sortie (valeur terminale) à l'horizon de ce plan.

Cette méthode est pertinente à plusieurs niveaux :

- Elle est adaptée aux sociétés ayant un historique de pertes récentes liées à ses efforts de recherche et développement, car elle extériorise la valeur attribuable aux perspectives de la société ;
- Elle reflète le modèle économique propre à la société en s'appuyant sur l'ensemble des informations permettant la mise en œuvre de la stratégie.

Cette méthode est également mise en œuvre par les analystes qui suivent le titre Voluntas.

Mise en œuvre de la méthode des DCF

Préliminaires

Les prévisions (« scénario management ») ont été mises à jour par la société dans le cadre de notre intervention, et validées par le conseil d'administration du 1er septembre 2021 (avant la prise de contrôle par l'initiateur) :

- Le scénario management a été établi par la direction sur la période 2021-2030 :
 - o 2021-2025 : cette période correspond principalement à une phase de développement ;
 - o 2026-2030 : montée en puissance du business model basé sur des royalties, lié à la commercialisation des molécules associées.

Les principes structurants retenus pour l'établissement du scénario management et présentés par le management sont repris ci-dessous :

- Le business plan mis à jour à la date de notre intervention a été établi sur une base « standalone », en tenant compte des différentes contraintes auxquelles le groupe est confronté : utilisation intensive de trésorerie, difficulté de générer un EBITDA positif, taille critique au regard des marchés et clients adressés, etc. ;
- Les prévisions ont été établies en présumant que la société pourra financer son développement sur l'horizon des prévisions ;
- Les prévisions ayant vocation à être utilisées dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie ont été établies selon une approche « *full cash* ». Ainsi, le chiffre d'affaires et les charges sont constatés selon une logique de facturation (ou *cash*), sans tenir compte des retraitements IFRS (comme les reporting établis par la société). De même, les paramètres actuariels ont été déterminés sans tenir compte de la norme IFRS 16. Par ailleurs, les frais de développement activés ont été constatés en charges d'exploitation (OPEX) et non en CAPEX (cf. supra) ;
- Les prévisions ont été établies sans tenir compte des synergies éventuelles avec l'initiateur, qui n'ont fait l'objet d'aucune communication chiffrée par l'initiateur. Il est important de noter que l'impact des synergies est intégré implicitement dans la méthode des transactions comparables, et plus généralement dans la prime induite par le prix de l'Offre ;
- Le business plan n'intègre pas d'opérations de croissance externe ;
- Les prévisions intègrent le maintien de la filiale américaine, Voluntas Inc., en tant que filiale de distribution ;
- Les prévisions correspondent aux déclinaisons des guidances présentées dans le communiqué du 5 mai 2021 ;



Pour information, la société n'établit pas de business plan dans le cadre de la clôture de ses comptes annuels (comme indiqué ci-dessus, le Groupe ne réalise pas de tests de dépréciation).

Chiffre d'affaires

La modélisation du chiffre d'affaires a été réalisée en décomposant le chiffre d'affaires en fonction (i) des partenariats existants à date et (ii) de potentielles signatures de nouveaux partenariats.

Concernant les partenariats existants, le chiffre d'affaires a été modélisé en se basant sur les caractéristiques principales des contrats comme par exemple le niveau de « milestones » ou la grille de rémunération par patient attachée aux royalties.

Pour la modélisation relative aux potentielles signatures de nouveaux partenariats, plusieurs hypothèses ont été prises après une analyse détaillée des contrats existants :

- Durée d'un partenariat estimée à 10 ans ;
- Date de début de la phase de commercialisation ;
- Montant de l' « upfront » et des « milestones » ;
- Prix par patient ;
- Evolution du nombre de patients.

Ces éléments permettent de définir un « contrat type ». Un certain nombre de ces contrats a vocation à être signé annuellement avec une augmentation progressive de ce nombre dans la durée.

Que ce soit pour le chiffre d'affaires des partenariats existants ou des futurs contrats, une hypothèse d'attrition de la base de contrats clients a été appliquée (cette dernière s'élève à 10%).

Il est à noter qu'en 2025, le chiffre d'affaires prévisionnel est en ligne avec des facturations commerciales de l'ordre de 40 millions d'euros et en 2030, le chiffre d'affaires des partenariats existants à date représente une part minoritaire du chiffre d'affaires total (moins de 15 %) et que le chiffre d'affaires « royalties » est majoritaire dans le chiffre d'affaires total (près de 60 %).

Il est à noter que les dernières prévisions issues du scénario management se situent, pour 2025 et 2030, soit au-delà soit à l'intérieur de la fourchette des estimations de chiffre d'affaires des analystes (ces estimations ne sont pas réalisées en conformité avec le référentiel IFRS et relèvent plutôt d'une approche « facturation ») :

Chiffre d'affaires des analystes et du scénario management		
En k€	31/12/2025	31/12/2030
Bryan Garnier	19,4	68,5
Gilbert Dupont	22,3	82,4
Scénario management	40,8	72,7

EBITDA

L'analyse critique de l'évolution des performances est difficile en l'absence de recul historique sur la rentabilité, et dans le contexte où l'essentiel de la croissance est basé sur l'hypothèse de signatures de nouveaux contrats.

L'augmentation importante de la rentabilité est cohérente avec le passage d'un modèle de développement à un modèle de commercialisation (une majorité du chiffre d'affaires total proviendra des « royalties » en 2030 dans les prévisions, près de 60%), avec le fait que l'essentiel des frais de développement du « socle » de la plateforme



technologique (avant développements spécifiques clients) a été réalisé, et avec l'effet d'expérience lié à la réalisation des contrats.

Nous avons conservé les taux de marge d'EBITDA du business plan dans le scénario du management. Le taux de marge d'EBITDA 2025 est cohérent avec les « guidances » données par le Groupe en mai 2021.

Il est à noter que les dernières prévisions des analystes communiquées précédemment à l'annonce le 22 juin 2021 conduisaient à des estimations de taux d'EBITDA cohérents, notamment pour Bryan Garnier, avec le taux commun retenu pour le scénario management et le scénario alternatif, dans un contexte où il reste difficile à ce jour pour le marché d'avoir une vision « claire » sur les taux de rentabilité futurs :

Taux de marge d'EBITDA des analystes et du scénario management		
En %	31/12/2025	31/12/2030
Bryan Garnier	26%	35%
Gilbert Dupont	33%	50%
Scénario management	32%	34%

Besoin en fonds de roulement

La direction a retenu pour le scénario management une hypothèse de taux de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires qui converge progressivement vers 41,5%, avec l'évolution du modèle de revenus vers un modèle majoritairement de royalties. Le taux de BFR intègre un délai pour la facturation des royalties sur la base du nombre de patients effectivement suivis avec les produits du groupe.

Le niveau actuel de BFR n'est pas comparable (phase de développement, upfronts payés d'avance, etc.).

Le niveau de BFR est cohérent avec les recommandations des analystes. En effet, Bryan Garnier a retenu un taux de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires stable à hauteur d'environ 30%, lorsque le taux de Gilbert Dupont est variable et approche les 40%.

Une variation de BFR normative, d'une amplitude limitée, a été prise en compte dans le flux normatif.

Investissements

Nous avons également retenu les hypothèses d'investissements de la société pour les années 2021 à 2030.

Les investissements sont stables sur l'horizon des prévisions et sont modélisés en pourcentage du chiffre d'affaires (3%). Il convient de rappeler que l'intensité capitalistique est limitée dès lors qu'avec l'approche « *full cash* » utilisée pour la détermination du plan d'affaires, les frais de développement activés ont été constatés en charges d'exploitation et non en investissements.

Ce pourcentage est supérieur au pourcentage constaté à ce jour, dans un contexte de business model différent. L'augmentation intègre le fait que la progression importante et régulière de la structure sur l'horizon des prévisions va se traduire par des investissements réguliers (agencements, matériels informatiques et de bureau, etc.).

Les prévisions n'intègrent pas d'investissements immobiliers, la société privilégie en effet la location des locaux, qui donne plus de souplesse et présente moins de contraintes de financement.

Les analystes qui suivent le titre Voluntis ont prévu des investissements en pourcentage du chiffre d'affaires proches de ceux du management (entre 1,0% et 3,8% en 2030).



Le montant de l'amortissement normatif a été fixé à un montant égal à l'investissement normatif.

Impôt sur les sociétés théorique

Le scénario management comprend un niveau d'impôts estimé par la société pour l'année 2021 de 27,4%, et un impôt calculé avec un taux de 25,8% pour les autres années du business plan en conformité avec la loi de finances, le résultat étant présumé généré principalement en France.

Comme indiqué supra, l'utilisation des déficits fiscaux reportables a été prise en compte au niveau du calcul de l'endettement financier net ajusté et non au niveau des flux prévisionnels.

=> Scénario alternatif Orfis

Comme indiqué ci-dessus, nous avons établi un scénario alternatif, suite à l'analyse critique du scénario management mis à jour à la date de notre intervention. Ce scénario alternatif, également basé sur une logique "standalone" a été échangé avec la direction.

En effet, la direction a retenu pour l'établissement du scénario management, des hypothèses volontaristes à la fois en termes de chiffre d'affaires et de coûts.

Ainsi, notamment, la direction a retenu pour l'estimation des revenus une « linéarité dans le développement commercial » (fréquence de signature des nouveaux contrats), et l'absence de décalage dans la réalisation des développements, alors que l'analyse des écarts entre budgets et réalisés sur les années précédentes, a mis en évidence des décalages / écarts réguliers. Il existe en effet de nombreux aléas sur la commercialisation effective des molécules, sur l'évolution du nombre de patients, sur la durée de commercialisation. La société intervenant de manière indirecte ("outils compagnons" de molécules), et non pas directe, il existe un risque que les acteurs de la pharma cherchent à capter un niveau de marge plus élevé en cas de progression importante des revenus, dans le contexte où le succès de la solution logicielle dépendra du succès de la molécule sous-jacente.

En ce qui concerne les charges :

- La société a retenu des hypothèses qui nous paraissent rester basses sur les évolutions de salaires, après mises à jour du business plan, dans le contexte où la réalisation effective d'un plan ambitieux conduirait très probablement la direction, pour fidéliser le personnel, à optimiser la structure de la rémunération (primes, contrats d'intéressement, etc.) et mettre en place de nouveaux plans en actions (actions gratuites, etc.) ;
- De même, la très forte progression des effectifs sur la durée des prévisions se traduira certainement par des effets de seuils sur les charges de structure ;
- Les coûts de fonctionnement sont plus élevés aux Etats-Unis qu'en France. Nous avons compris qu'une partie importante de l'augmentation de l'activité serait réalisée aux Etats-Unis,
- Nous n'avons pas de recul sur le niveau d'investissements qu'il faudra réaliser sur la plateforme, qui dépendra des évolutions technologiques, comme il a pu en exister avec le portable ou le web.

La synthèse des hypothèses structurantes retenues pour le scénario alternatif Orfis est présentée ci-après.

Chiffre d'affaires

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Diminution d'environ -15%, sur la totalité de la période couverte par le plan d'affaires du nombre de nouveaux contrats signés annuellement ;
- Légère hausse du taux d'attrition (à 11 %).



EBITDA

La courbe de croissance des taux d'EBITDA est plus prudente sur l'horizon du plan d'affaires pour le scénario alternatif mais le taux de marge d'EBITDA retenu pour la valeur terminale est le même pour les deux scénarios.

Investissements et BFR

Pour le BFR, nous avons retenu une hypothèse de taux de BFR plus faible s'élevant à 30% chiffre d'affaires en flux normatif.

En ce qui concerne les investissements, nous avons maintenu un taux de CAPEX de 3%.

La méthode des DCF ayant été mise en œuvre dans une approche standalone, nous n'avons pas tenu compte des impacts éventuels négatifs liés à un changement de contrôle (exemple : remboursement du CIR, etc.).

Impôts sur les sociétés / utilisation des déficits fiscaux reportables

Les éléments sont identiques à ceux présentés pour le scenario management : calcul d'un taux théorique en fonction du résultat estimé avant impôt, et utilisation de déficits fiscaux reportables estimée au niveau de l'EFNA. A noter que nous n'avons pas obtenu de planning de résultat fiscal.

Taux d'actualisation

Les flux de l'horizon explicite ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital (wacc en anglais), déterminé en fonction des caractéristiques de la société Volantis.

Afin d'apprécier les incidences éventuelles de la pandémie liée au covid-19, nous avons calculé les wacc en retenant 2 approches : d'une part en déterminant le WACC par rapport à des paramètres de marché à la date de notre intervention, et d'autre part de paramètres calculés sur une plus longue période pour lisser les perturbations du marché.



wacc	wacc de marché	wacc ajusté
Taux sans risque ¹	-0,1%	0,3%
Prime de risque de marché ²	7,4%	7,9%
Bêta désendetté³	1,04	1,04
D/E ⁴	0,0%	0,0%
Bêta réendetté ⁵	1,04	1,04
Prime de risque taille ⁶	5,5%	5,5%
Coût des fonds propres	13,0%	14,0%
Coût de la dette	2,7%	2,7%
Taux d'imposition ⁷	25,0%	25,0%
Coût de la dette après impôt	2,0%	2,0%
D/(D+E)	0%	0,0%
E/(D+E)	100%	100,0%
wacc	13,00%	13,98%

Paramètres :

¹ Spot TEC 10 ans / reco Orfis (moyenne 5 ans)

² Prime Fairness Finance / reco Orfis (moyenne 5 ans)

³ Moyenne Beta Voluntis et Betas des comparables boursiers / idem

⁴ Sur la base de la structure financière actuelle de la société / idem

⁵ Réendetté en utilisant la formule de Hamada / idem

⁶ Prime de risque taille Ibbotson / idem

⁷ Taux d'IS normatif France / idem

Le wacc de marché est déterminé à partir des données de marché à la date de notre intervention.

Le wacc ajusté est déterminé à partir de données de marché calculées sur une période plus longue, pour corriger les effets liés aux perturbations du marché telle que détaillées infra.

Le taux d'actualisation retenu correspond au wacc ajusté qui s'élève à 13,98%. Ce taux a été déterminé selon la méthode du coût moyen pondéré du capital (CMPC). La formule appliquée peut se résumer de la façon suivante :

$$\text{Taux d'actualisation} = \frac{(\text{coût du capital} \times \text{capitaux propres}) + (\text{coût de la dette} \times \text{dettes})}{\text{Capitaux propres} + \text{dettes}}$$

Le coût du capital a été déterminé par application du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) auquel a été ajoutée une prime spécifique.

$$\text{Coût du capital} = \text{taux sans risque} + (\text{prime de marché} \times \text{beta}) + \text{primes spécifiques}$$

Taux sans risque et prime de risque de marché

Le taux sans risque retenu est de 0,3% et correspond à la moyenne 5 ans du taux TEC 10 (source : Banque de France). Ce taux reflète le rendement actuariel d'une valeur du Trésor sur un horizon de 10 ans.

La prime de risque de marché s'élève à 7,9% et correspond à la moyenne des primes sur cinq ans telles qu'elles sont calculées par Fairness Finance à partir d'un échantillon d'entreprises françaises cotées au SBF 120.



Coefficient bêta

Le coefficient bêta retenu correspond à la moyenne du bêta de la société Voluntis (soit 0,85) depuis son introduction en Bourse et du bêta médian de ses comparables boursiers calculés sur une période de 5 ans (soit 1,23, cf. ci-dessous). Il a été réendetté en fonction du gearing de la société, en fonction de la formule de Hamada.

A noter que seuls les bêtas des sociétés disposant d'un coefficient de corrélation R^2 supérieur à 5% ont été jugés pertinents et donc retenus pour la détermination du bêta médian.

La pondération retenue des dettes financières (hors dettes IFRS 16) par rapport aux capitaux engagés s'élève à 0%.

Société	Pays	Bêta désendetté
DarioHealth Corp.	Etats-Unis	1,31
DexCom, Inc.	Etats-Unis	1,13
iRhythm Technologies, Inc.	Etats-Unis	1,33
Ontrak, Inc.	Etats-Unis	1,23
ResMed Inc.	Etats-Unis	0,93
Tabula Rasa HealthCare, Inc.	Etats-Unis	0,90
Tandem Diabetes Care, Inc.	Etats-Unis	1,29
	Médiane	1,23
	Moyenne	1,16

Source : S&P Capital IQ

Prime spécifique

Une prime de risque spécifique de 5,5% a été retenue au regard de la taille de la société. Ce niveau de prime spécifique de taille est cohérent avec les indications des approches académiques telles qu'elles ressortent de l'étude sur la prime « CRSP Decile Size Premium Study » (in Valuation handbook, Duff & Phelps).

Il est à noter que ce taux est cohérent par rapport au taux recommandé par les cabinets Gilbert Dupont et Bryan Garnier qui suivent Voluntis. En mars 2021, le cabinet Bryan Garnier a ainsi utilisé un wacc de 14% dans son étude tandis que le cabinet Gilbert Dupont a utilisé un wacc de 13% pour la valorisation de la société via la méthode du DCF.

Pour information :

- La société n'établit pas de taux d'actualisation, en l'absence d'éléments à son actif tels que fonds de commerce, qui l'auraient conduit à réaliser des tests de dépréciation. Les taux d'actualisation déterminés par les comparables au 31 décembre 2020 s'élèvent à 13% en moyenne, allant de 7,5% à 18% (l'information n'a pas été communiquée par les comparables américains, seuls les deux comparables anglais communiquent cette information dans leurs rapports annuels) ;
- Nous avons retenu par simplification le même taux d'actualisation pour les scénarii management et alternatif Orfis. En pratique, l'incertitude liée à la réalisation des prévisions du scénario management aurait dû conduire à retenir une prime de risques plus élevée (liée aux incertitudes non traduites dans les prévisions), ce qui aurait conduit à baisser la valeur ;
- Le calcul des DCF ayant été effectué par simplification au 31/12/2020 avec la prise en compte des flux 2021 sur un an, nous avons en revanche déterminé des coefficients d'actualisation en partant du 30 juin 2021 (coefficient de 0,5 sur 2021).

Valeur terminale

=> Scenario management

La valeur terminale a été calculée en retenant les hypothèses suivantes :

- Flux normatifs en cohérence avec les flux de l'année 2030 (la dernière année de l'extrapolation), en termes de CA et de taux d'EBITDA : CA d'environ 75 m€ et taux d'EBITDA d'environ 35 % (inférieur au taux d'EBITDA cible de 45% indiqué dans les "guidance" de mai 2021) ;



- Pour le scénario management (plan d'affaires 2021-2030 arrêté par le Conseil d'Administration) ;
- Il est à noter que les prévisions des analystes sur le taux EBITDA à long terme sont comprises entre 35% et 50% ;
- Actualisation du flux normatif en utilisant la méthode de Gordon Shapiro, en utilisant les deux paramètres suivants :
 - o Taux d'actualisation identique à celui retenu pour l'horizon explicite, soit 14,0% ;
 - o Taux de croissance à l'infini : nous avons retenu un taux de 2%.

Il est à noter les taux de croissance à l'infini retenus par les analystes suivant la valeur sont compris entre 1,5% et 3% (l'analyste qui a retenu le wacc le plus élevé a également retenu le taux de croissance à l'infini le plus élevé). Par ailleurs, parmi les comparables boursiers, seule une société a communiqué un taux de croissance à l'infini nul pour l'année 2020.

=> Scénario alternatif Orfis

La valeur terminale a été calculée en retenant l'hypothèse suivante :

- Flux normatifs en cohérence avec les flux de l'année 2030 (la dernière année de l'extrapolation), soit un CA d'environ 60 m€ pour le scénario alternatif et un taux d'EBITDA d'environ 35% actualisation du flux normatif en utilisant la méthode de Gordon Shapiro, en utilisant les deux paramètres suivants :
 - o Taux d'actualisation identique à celui retenu pour l'horizon explicite, soit 14,0% ;
 - o Taux de croissance à l'infini : nous avons retenu un taux de 2%.

Endettement financier net ajusté

Nous avons retenu l'endettement financier net au 31 décembre 2020 (en pratique, trésorerie nette ajustée). Le détail du calcul a été présenté au chapitre 4.1.3 ci-dessus. Pour rappel, pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, le niveau d'EFNA au 31 décembre 2020 a été retraité notamment de notre appréciation de la valeur actualisée des déficits reportables. Il est à noter que cette valeur est différente entre le scénario management, 6,5 m€, et le scénario alternatif, 4,8 m€, du fait des différences de prévisions de résultats.

L'endettement financier a été ajusté pour le scénario alternatif de l'écart d'appréciation d'utilisation des déficits fiscaux reportables.

Synthèse de la mise en œuvre de la méthode des DCF

Sur la base des paramètres retenus, la valeur d'entreprise du scénario management ressort à 61 951 k€ quand celle du scénario alternatif atteint 48 538 k€. Après prise en compte des éléments permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, cette dernière s'élève à 69 962 k€ pour le scénario management et 54 798 k€ pour le second scénario :



Méthode des DCF

En k€	Scénario management	Scénario alternatif
Valeur d'entreprise	61 951	48 538
Endettement financier net ajusté au 31/12/2020	(8 010)	(6 260)
Valeur des capitaux propres	69 962	54 798
Nombre d'actions dilué (milliers)	9 054	9 054
Valeur des capitaux propres par action (€)	7,7	6,1
Prime / décote en % par rapport au prix de l'Offre de 8,7 €	12,6%	43,7%

L'écart de l'endettement financier entre le scénario management et le scénario alternatif est lié aux impôts différés actifs sur les déficits fiscaux reportables, tenant compte des écarts sur les prévisions entre les 2 scénarii.

Comme indiqué ci-dessus, les valeurs ont été déterminées dans les 2 cas avec les mêmes paramètres actuariels. En pratique, il aurait été cohérent d'augmenter la prime de risques spécifique dans le cas du scénario management, pour tenir compte des incertitudes plus élevées sur les prévisions.

La valeur par action atteint 7,7 € pour le scénario management et s'élève à 6,1 € pour le scénario alternatif. A titre d'information, la valeur par action pour le scénario management se serait élevée à 6,9 € avec la prise en compte dans le taux d'actualisation d'une prime spécifique de risque complémentaire s'élevant à 1%.

Synthèse des tests de sensibilité

La synthèse des tests de sensibilité (en valeur par action) porte, pour le scénario management, sur les paramètres actuariels dès lors que les agrégats opérationnels ont donné lieu à la mise en œuvre du scénario alternatif. Les tableaux de sensibilité suivants illustrent la fourchette de valeurs obtenues lorsque les principales hypothèses de modélisation sont modifiées. Les sensibilités à une variation de +/- 1% de taux d'actualisation et de +/- 0,5% du taux de croissance à l'infini sont présentées ci-après :

Scénario management :

€		Taux de croissance à l'infini				
Taux d'actualisation		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
	14,5%	7,1	7,2	7,3	7,3	7,4
	14,2%	7,4	7,4	7,5	7,6	7,7
	14,0%	7,6	7,6	7,7	7,8	7,9
	13,7%	7,8	7,9	8,0	8,1	8,1
	13,5%	8,0	8,1	8,2	8,3	8,4

Scénario alternatif :

€		Taux de croissance à l'infini				
Taux d'actualisation		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
	14,5%	5,6	5,6	5,7	5,8	5,8
	14,2%	5,7	5,8	5,9	5,9	6,0
	14,0%	5,9	6,0	6,1	6,1	6,2
	13,7%	6,1	6,2	6,2	6,3	6,4
	13,5%	6,3	6,4	6,4	6,5	6,6



€		Investissements en % du CA				
		4,00%	3,50%	3,00%	2,50%	2,00%
BFR en % du CA	40,0%	5,3	5,4	5,6	5,7	5,9
	35,0%	5,5	5,7	5,8	6,0	6,1
	30,0%	5,7	5,9	6,1	6,2	6,4
	25,0%	6,0	6,1	6,3	6,4	6,6
	20,0%	6,2	6,4	6,5	6,7	6,8

Ainsi, la méthode des DCF, pour le scénario central, met en évidence une prime de -12,6 %, pour le scénario management, et une prime de + 43,7%, pour le scénario alternatif, par rapport au prix de l'Offre de 8,7 €.

4.4. Méthodes retenues à titre indicatif

Nous avons retenu à titre indicatif les approches suivantes :

- La méthode des comparables boursiers ;
- La méthode des transactions comparables.

4.4.1. Comparables boursiers

Présentation de la méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers, qui est une méthode dite analogique, consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

La difficulté, qui est également souvent une limite, est liée à la comparabilité entre la société évaluée et les sociétés identifiées dans l'échantillon.

Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Détermination et composition de l'échantillon

Nous avons identifié un échantillon de 9 sociétés cotées, construit selon trois critères :

- Activité : santé numérique (thérapies digitales et logiciels de suivi de patients notamment de gestion des symptômes et d'aide à la prise de médicaments) ;
- Taille : sociétés ayant une capitalisation boursière minimum d'environ 50 m€ ;
- Géographie : sociétés européennes et nord-américaines.

Les sociétés composant l'échantillon retenu sont les suivantes :

- **Dexcom** : conception, fabrication et commercialisation de systèmes de surveillance continue du glucose (CGM) destinés aux personnes diabétiques et aux prestataires de soins de santé. La société propose un appareil implantable permettant la mesure en continu des taux de glycémie et un transmetteur externe auquel le capteur transmet les niveaux du glucose à des intervalles spécifiés ;
- **ResMed** : conception, fabrication et commercialisation de dispositifs médicaux (masques, dispositifs dentaires, etc.) et de logiciels de diagnostic, de traitement et de gestion des troubles respiratoires (notamment troubles respiratoires du sommeil) ;
- **Tandem Diabetes Care** : société d'appareils médicaux qui conçoit, développe et commercialise des produits destinés aux personnes atteintes de diabète insulino-dépendant. Les activités de fabrication, de vente et de soutien de la société se concentrent principalement sur une plateforme de pompe basée sur un outil technologique capable de mettre à jour les fonctionnalités à distance ;
- **iRhythm Technologies** : société de santé numérique qui fournit des produits de surveillance ambulatoire par électrocardiogramme (ECG) pour les patients présentant un risque d'arythmie. Elle propose le service Zio, une solution de surveillance cardiaque ambulatoire qui combine un biocapteur



sans fil, basé sur un patch et portable, avec une plateforme d'analyse de données basée sur le cloud pour aider les médecins à surveiller les patients et à diagnostiquer les arythmies ;

- **Tabula Rasa HealthCare** : société de technologie des soins proposant une plateforme cloud d'aide à la décision en matière de médication et de prescription à distance ainsi qu'un logiciel qui fournit des composants d'aide à la décision en matière de médication pour les clients cherchant à gérer leur risque lié au traitement et à améliorer les résultats de la médication, ainsi que les relations avec les patients en améliorant leurs programmes ou systèmes existants ;
- **Ontrak** : société de traitement ambulatoire virtualisé des soins de santé, alimentée par l'intelligence artificielle (IA) et la télésanté. Sa plateforme Ontrak prédit les personnes dont la maladie chronique (diabète, hypertension, maladie coronarienne, etc.) s'améliorera avec un changement de comportement, recommande des parcours de soins que les gens sont prêts à suivre et engage les personnes qui ne reçoivent pas les soins dont elles ont besoin ;
- **DarioHealth** : société de Digital Therapeutics (DTx) active dans la glycémie et le diabète. Les solutions sont fournies à ses utilisateurs sous la forme d'une application pour smartphone qui permet la diffusion de contenu et de rapports périodiques basés sur des preuves. La plateforme fournit une assistance et une connectivité bidirectionnelle en temps réel entre ses utilisateurs et leurs soignants et des analyses pouvant aider les prestataires de soins de santé dans les traitements et la prévisibilité des maladies ;
- **Sensyne Health** : développe des produits logiciels qui mettent en relation les professionnels de la santé et les patients. La société propose notamment les solutions suivantes : une application web pour l'autosurveillance du coronavirus, une solution aidant les individus à surveiller leur taux de glycémie et à partager leurs lectures avec les professionnels de la santé, un traitement numérique prescrit pour la gestion à distance du diabète pendant la grossesse, un système d'alerte précoce pour la surveillance des signes vitaux des patients à l'hôpital, une thérapie numérique prescrite pour la surveillance de la maladie pulmonaire obstructive chronique à domicile, etc. ;
- **Cambridge Cognition Holdings** : société technologique spécialisée dans les neurosciences développant des solutions de santé numérique. Elle propose notamment les solutions suivantes : une plateforme de recrutement de patients en ligne pour les sociétés pharmaceutiques et biotechnologiques afin d'identifier des participants qualifiés pour les essais cliniques, une plateforme de santé numérique (qui fournit des applications portables et pour smartphone pour la collecte de données), un outil numérique d'évaluation de la santé en ligne pour mesurer et surveiller le bien-être mental et la performance cognitive sur le lieu de travail, etc..

Nous présentons en [annexe VIII](#) de ce rapport des descriptions détaillées des sociétés de cet échantillon.

Nous n'avons pas intégré dans notre approche des éditeurs de logiciels "classiques", compte tenu de l'évolution du business model de Voluntis (cf. chapitre Présentation de Voluntis).

Nos analyses des caractéristiques financières et opérationnelles nous ont conduit à retenir cette méthode à titre de recoupement pour les raisons suivantes :

- Business model : les sociétés retenues (i) commercialisent pour certaines des dispositifs médicaux, (ii) n'opèrent pas toutes uniquement en BtoB et (iii) ne sont pas toutes impactées par de fortes contraintes réglementaires (autorisation FDA par exemple) au contraire de Voluntis ;
- Cycle de vie : Voluntis se situe encore majoritairement dans la phase de développement de son activité lorsque la majorité des sociétés composant l'échantillon se situe à un stade plus mature de commercialisation ;
- Taille : compte tenu de la taille restreinte de Voluntis par rapport aux sociétés cotées citées dont la capitalisation boursière est comprise entre environ 50 m€ et 30 000 m€ avec une moyenne proche des 7 000 m€ ;
- Rentabilité : depuis sa focalisation sur l'activité « Digital Therapeutics » Voluntis n'a pratiquement jamais dégagé une marge d'EBITDA positive contrairement à certaines des sociétés cotées citées dont le niveau de marge d'EBITDA peut atteindre environ 30% ;



- Présence géographique : Voluntis est présent quasi exclusivement en France et aux Etats-Unis lorsque les sociétés composant les échantillons opèrent soit internationalement soit exclusivement aux Etats-Unis ;
- Clientèle adressée : les sociétés cotées disposent d'un portefeuille clients davantage diversifié et sont donc moins dépendantes d'un Top 10 clients par exemple.

Bien que partiellement comparables pour l'ensemble des raisons évoquées supra, les sociétés composant l'échantillon retenu paraissent néanmoins comme les références boursières les plus proches de Voluntis.

Les taux de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA pour la période 2017-2023 sont présentés ci-dessous :

Société	Croissance du chiffre d'affaires						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Voluntis S.A.	-29%	-38%	-19%	20%	92%	29%	42%
DexCom, Inc.	25%	44%	43%	31%	22%	22%	21%
ResMed Inc.	12%	13%	11%	13%	5%	12%	8%
Tandem Diabetes Care, Inc.	28%	71%	97%	38%	28%	18%	24%
iRhythm Technologies, Inc.	55%	49%	46%	24%	14%	10%	16%
Tabula Rasa HealthCare, Inc.	41%	53%	39%	4%	15%	17%	18%
Ontrak, Inc.	9%	97%	131%	136%	2%	46%	61%
DarioHealth Corp.	84%	43%	2%	0%	196%	92%	50%
Sensyne Health plc	-	-	68%	1407%	300%	241%	98%
Cambridge Cognition Holdings Plc	-2%	-9%	-18%	34%	26%	-	-
Moyenne	32%	45%	47%	187%	68%	57%	37%
Médiane	27%	46%	43%	31%	22%	20%	22%

Société	EBITDA en % du chiffre d'affaires						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Voluntis S.A.	-126,9%	-343,3%	-399,4%	-174,7%	-60,8%	-18,8%	-0,7%
DexCom, Inc.	-3,7%	-15,2%	12,3%	18,4%	17,7%	20,2%	22,8%
ResMed Inc.	27,5%	28,2%	28,9%	31,2%	34,2%	34,0%	34,2%
Tandem Diabetes Care, Inc.	-52,1%	-21,1%	-2,9%	0,5%	4,7%	9,3%	14,8%
iRhythm Technologies, Inc.	-26,2%	-29,5%	-23,9%	-13,9%	-26,0%	-19,7%	-5,8%
Tabula Rasa HealthCare, Inc.	5,1%	7,9%	1,6%	-7,2%	8,3%	9,8%	11,2%
Ontrak, Inc.	-135,9%	-86,7%	-54,7%	-16,2%	-11,8%	-0,7%	11,7%
DarioHealth Corp.	-275,1%	-236,4%	-231,8%	-392,2%	-163,1%	-68,7%	-28,8%
Sensyne Health plc	-	-7709,9%	-9236,8%	-798,7%	-212,6%	-17,7%	32,0%
Cambridge Cognition Holdings Plc	-3,1%	-23,4%	-58,7%	-9,1%	3,5%	-	-
Moyenne	-57,9%	-898,4%	-1062,9%	-131,9%	-38,3%	-4,2%	11,5%
Médiane	-14,9%	-23,4%	-23,9%	-9,1%	3,5%	4,3%	13,2%

Source : S&P Capital IQ

Nota Bene : les données Voluntis sont indiquées à titre indicatif mais ne sont pas prises en compte dans le calcul des moyennes et médianes. Ces données sont en normes IFRS telles qu'elles sont présentées par S&P Capital IQ

Multiples obtenus et choix des multiples

La valeur d'entreprise des sociétés composant notre échantillon est fondée sur :

- L'endettement net disponible retraité de la dette IFRS 16 relative aux contrats de locations au 31 décembre 2020. Il est à noter que la dette IFRS 16 n'était pas significative au 31 décembre 2020. La prise en compte de l'EFNA au 31 décembre 2020 est favorable aux minoritaires dans le contexte où nous n'avons pas d'analyse détaillée de l'évolution du BFR ni de la trésorerie mensuelle ;
- Les capitalisations boursières déterminées sur la base des cours moyens 1 mois au 22 juin 2021.

Nous avons privilégié le multiple de valeur d'entreprise rapporté au chiffre d'affaires, favorable aux minoritaires dans le contexte d'un niveau négatif de l'EBITDA historique de la Société et en croissance sur l'horizon du plan d'affaires. En conséquence, les résultats de cette approche représentent des valeurs hautes qui ne tiennent pas compte de la situation actuelle de non-profitabilité de la Société. L'application d'un multiple de chiffre d'affaires



sans faire référence à la rentabilité actuelle n'est pas défavorable aux actionnaires minoritaires. Elle conduit à intégrer des synergies, dans le contexte où l'analyse stratégique conduit fréquemment les sociétés ayant le profil de Voluntis à se tourner vers un rapprochement avec un acteur majeur, compte tenu des difficultés à assurer un développement standalone, pour différentes raisons (besoins en financement, effet de taille, etc.).

Nous avons écarté les multiples suivants :

- VE/EBITDA dès lors que la société n'a pas dégagé historiquement de marge d'EBITDA positive et dont le niveau est en croissance sur l'horizon du plan d'affaires ;
- VE/EBIT pour les mêmes raisons que le multiple VE/EBITDA. De plus, l'EBIT est un agrégat qui peut être influencé par les politiques d'amortissement différentes appliquées par les sociétés de l'échantillon, en particulier en matière de recherche et développement ;
- 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.

Il ressort de notre échantillon, les multiples suivants :

Sociétés comparables	Pays	Devise	Capitalisation boursière (en millions)	VE (en millions)	EV / CA		
					2021	2022	2023
DexCom, Inc.	United States	USD	37 702	36 830	15,7x	13,0x	10,8x
ResMed Inc.	United States	USD	32 215	32 706	10,5x	9,6x	8,8x
Tandem Diabetes Care, Inc.	United States	USD	5 573	5 353	8,4x	7,1x	5,8x
iRhythm Technologies, Inc.	United States	USD	1 904	1 676	5,5x	5,1x	4,5x
Tabula Rasa HealthCare, Inc.	United States	USD	1 120	1 448	4,2x	3,6x	3,1x
Ontrak, Inc.	United States	USD	591	546	6,5x	4,4x	2,8x
DarioHealth Corp.	United States	USD	323	242	10,7x	5,4x	3,4x
Sensyne Health plc	United Kingdom	GBP	234	216		7,7x	3,9x
Cambridge Cognition Holdings Plc	United Kingdom	GBP	42	39	4,6x	n.d.	n.d.
Moyenne					8,3x	7,0x	5,4x
Médiane					7,4x	6,3x	4,2x

Source : S&P Capital IQ

Application des multiples retenus

Les multiples médians 2021, 2022 et 2023 ont été appliqués au consensus des prévisions de Bryan Garnier et de Gilbert Dupont (remarque : nous n'avons en effet pas utilisé les prévisions de la méthode des DCF, car ces prévisions ont été établies selon une approche "flux", sans intégrer les retraitements IFRS).

Ces prévisions sont ainsi réalisées par les analystes en conformité avec le référentiel IFRS ce qui permet une comparabilité avec les chiffres d'affaires des sociétés retenues qui sont impactées par des règles identiques relatives à la reconnaissance du chiffre d'affaires. Nous avons déterminé la valeur d'entreprise pour Voluntis en se basant sur notre calcul de l'endettement financier net au 31 décembre 2020 qui intègre pour rappel notre estimation de la valeur des déficits reportables accumulés. Nous avons opté par prudence pour cette hypothèse dès lors que nous n'avions pas l'assurance que les déficits accumulés par certaines des sociétés composant l'échantillon étaient reflétés dans les niveaux de multiples.

Il est à noter que les prévisions des analystes, notamment pour 2021 nous semblent élevées pour des prévisions établies en normes IFRS, dans le contexte où les prévisions du CA facturé en 2021 s'élèvent à 9,0 m€ dans le scénario management (comme indiqué ci-dessus, l'application des normes IFRS conduit à différer une partie très significative du CA facturé).



Scenario management : valeur centrale				
en m€	2021	2022	2023	Moyenne (2021-2023)
Chiffre d'affaires (consensus)	8,4	10,8	15,3	11,5
Multiple (médiane)	x 7,44	x 6,27	x 4,21	x 5,64
Valeur d'entreprise	62,7	68,0	64,6	65,1
EFN 31/12/2020		8,0		8,0
Valeur de titres	70,7	76,0	72,6	73,1
Nombre d'actions 30/06/2021 (millions)		9,1		9,1
Valeur unitaire des titres (€)	7,8	8,4	8,0	8,1

Il ressort de l'application de la méthode des comparables boursiers une valeur centrale par action de 8,1€ comprise entre 7,5 € et 8,6 € par action. Cette méthode met en évidence une prime de 7,4% par rapport au prix de l'offre.

Table de sensibilité sur la valeur unitaire des titres (€)

€		Moyenne des chiffres d'affaires 2021-2023				
		11,0	11,2	11,5	11,8	12,1
Moyenne des multiples médians 2021-2023	5,09x	7,1	7,2	7,4	7,5	7,7
	5,36x	7,4	7,5	7,7	7,9	8,1
	5,64x	7,7	7,9	8,1	8,3	8,4
	5,93x	8,1	8,2	8,4	8,6	8,8
	6,22x	8,4	8,6	8,8	9,0	9,2

Ainsi, l'approche par comparaison avec les sociétés cotées, que nous avons retenue, extériorise une fourchette haute de valorisation, favorable aux actionnaires minoritaires.

Comme indiqué ci-dessus, et dans le contexte de forte volatilité de la trésorerie nette en fonction de l'échéancier de versement des upfronts / milestones, nous avons retenu l'EFNA du 31 décembre 2020, comme pour la méthode des DCF. Notons qu'avec l'EFNA au 30 juin 2021, le prix par action serait de 7,8 € avec une prime de 12,2%.

4.4.2. Transactions comparables

Présentation de la méthode des transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur de l'entreprise évaluée.

Nos analyses des caractéristiques financières et opérationnelles nous ont conduits à retenir cette méthode à titre de recoupement pour les raisons suivantes :

- La difficulté d'identifier des entreprises comparables ;
- La volatilité souvent élevée des multiples, notamment dans le secteur des Biotechs / Medtechs ;
- Les différences de niveaux de valorisation en fonction de la présence géographique des sociétés : Voluntis est présent quasi exclusivement en France et aux Etats-Unis lorsque les sociétés composant les échantillons opèrent soit internationalement soit exclusivement aux Etats-Unis ;
- La taille restreinte de Voluntis par rapport aux sociétés cibles citées dont la valeur d'entreprise est comprise entre environ 110 m€ et 13 750 m€ avec une moyenne proche des 3 330 m€ ;



- Le niveau de rentabilité de Voluntas qui n'a jamais dégagé une marge d'EBITDA positive depuis sa focalisation sur l'activité Digital Therapeutics contrairement à certaines des sociétés cibles citées dont le niveau de marge d'EBITDA peut atteindre environ 60% ;
- Les biais induits par le fait que les bases de données ne comportent généralement pas l'ensemble des informations permettant de rationaliser des niveaux élevés ou bas des multiples, et que les transactions déclarées portent fréquemment sur les « belles opérations ». Ainsi, à titre d'exemple ; le multiple retenu peut être très variable à société identique en fonction : du contexte de l'opération, de la prime stratégique (synergies, ...), des perspectives de croissance (le multiple appliqué sera plus élevé selon que la croissance attendue est de 10%, 50% ou 100%), la manière dont l'acheteur est lui-même évalué (opération relative pour l'acquéreur, au-delà du multiple lui-même, ...).

Notre analyse a porté sur des transactions comparables externes portant sur des opérations réalisées depuis janvier 2019, portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%), et intégrant de ce fait une prime de contrôle.

Mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

L'échantillon retenu comprend 6 transactions dans le domaine d'activité des thérapies digitales, de logiciels de gestion des symptômes des patients, d'aide à la prise de traitements, de gestion des médicaments et de coordination des soins des patients.

Par cohérence, et pour les raisons indiquées dans le chapitre sur la méthode des comparables boursiers, la méthode a été appliquée aux agrégats de chiffre d'affaires, agrégat qui n'est pas défavorable aux minoritaires.

Les transactions retenues sont les suivantes :

- En janvier 2021, la société cotée américaine Boston Scientific Corporation qui développe et commercialise du matériel médical a annoncé l'acquisition de Preventice Solutions pour une valeur d'entreprise de 938 m€. Preventice est une société américaine qui développe une plateforme cloud et des moniteurs cardiaques mobiles permettant aux professionnels de santé de gérer à distance les symptômes de patients atteints d'arythmies cardiaques. La transaction valorisait Preventice Solutions à x7,21 son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération ;
- En décembre 2020, Philips Holding USA, société américaine fournissant des soins cardiaques, des soins aigus et des soins à domicile, a annoncé l'acquisition de BioTelemetry pour une valeur d'entreprise de 2 081 m€. BioTelemetry est une société américaine qui fournit des technologies médicales permettant de surveiller à distance le niveau de glycémie ainsi que l'activité cardiaque de patients. La transaction valorisait BioTelemetry à x6,70 son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération et à x5,60 son chiffre d'affaires prévu sur les douze mois suivant l'opération ;
- En octobre 2020, WellSky Corporation, une société américaine qui fournit des logiciels et des services de soins de santé à différents acteurs de la santé notamment les systèmes hospitaliers, les banques de sang et laboratoires et les organisations de services à la personne, a annoncé l'acquisition de CarePort Health pour une valeur d'entreprise de 1 150 m€. CarePort Health est une société américaine qui développe des solutions logicielles de coordination des soins des patients. La société propose une plateforme de gestion des patients dans tous les établissements de soins post-aigus avec des données patients et des alertes en temps réel ainsi qu'une plateforme qui évalue les résultats des patients et les mesures de performance des prestataires de soins post-aigus. La transaction valorisait CarePort Health à x13,00 son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération ;
- En août 2020, Siemens Healthineers, société américaine spécialisée dans la fabrication et la distribution de produits et services d'imagerie médicale, a annoncé l'acquisition de Varian Medical Systems pour



une valeur d'entreprise de 13 750 m€. Varian Medical Systems est une société américaine qui conçoit, fabrique, vend et entretient des dispositifs médicaux et des logiciels pour le traitement du cancer. La transaction valorisait Varian Medical Systems à x5,13 son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération et à x5,14 son chiffre d'affaires prévu sur les douze mois suivant l'opération ;

- En juillet 2019, Dassault Systemes Americas Corp., société américaine spécialisée dans l'édition de logiciels de conception 3D, a annoncé l'acquisition de Medidata Solutions pour une valeur d'entreprise de 5 144 m€. Medidata Solutions est une société technologique américaine qui développe et commercialise des logiciels médicaux pour les essais cliniques. La transaction valorisait Medidata Solutions à x8,82 son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération et à x7,50 son chiffre d'affaires prévu sur les douze mois suivant l'opération ;
- En mars 2019, Tabula Rasa Healthcare, une société de technologie américaine cotée proposant une plateforme cloud d'aide à la décision en matière de médication et de prescription à distance, a annoncé l'acquisition de Prescribe Wellness pour une valeur d'entreprise de 133 m€. Prescribe Wellness est une société américaine qui développe une plateforme cloud de communication de soins de santé pour les professionnels de la santé afin d'aborder l'adhésion aux médicaments, la fidélité des patients et la comparaison des plans d'assurance maladie. La transaction valorisait Prescribe Wellness à x5,17 son chiffre d'affaires réalisé sur les douze mois précédant l'opération.

L'échantillon de transactions comparables retenu ainsi que les principales caractéristiques associées sont présentées ci-dessous :

Transactions comparables retenues								
Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays	VE (en m€)	CA LTM	CA NTM	x EV / CA LTM	x EV / CA NTM
janv.-21	Boston Scientific Corporation	Preventice Solutions	Etats-Unis	938	130	145	x 7,2	x 6,5
déc.-20	Philips Holding USA	BioTelemetry	Etats-Unis	2 081	311	372	x 6,7	x 5,6
oct.-20	WellSky Corporation	CarePort Health	Etats-Unis	1 150	88	99	x 13,0	x 11,6
août-20	Siemens Healthineers	Varian Medical Systems	Etats-Unis	13 750	2 680	2 675	x 5,1	x 5,1
juil.-19	Dassault Systemes Americas Corp	Medidata Solutions	Etats-Unis	5 144	583	686	x 8,8	x 7,5
mars-19	Tabula Rasa Healthcare	Prescribe Wellness	Etats-Unis	133	26	29	x 5,2	x 4,6
Moyenne							x 7,7	x 6,8
Médiane							x 7,0	x 6,0

Source : S&P Capital IQ

Nous présentons en **annexe IX** de ce rapport les transactions comparables identifiées ayant été écartées en raison de l'absence de multiple pertinent.

Application des multiples retenus

Dans la mesure où les multiples ont été déterminés par rapport aux mois glissants, nous avons retenu le CA des 12 mois glissants avant décembre 2020 et les 12 mois avant décembre 2021. Le chiffre d'affaires de Voluntis n'étant pas au même niveau de maturité que celui des sociétés cibles citées au cours de ces périodes, le multiple moyen des multiples LTM et NTM a été appliqué aux chiffres d'affaires 2022 et 2023.

Pour déterminer les multiples NTM qui ne sont pas disponibles dans les bases de données (car la comparabilité du NTM n'est pas satisfaisante avec seulement 3 transactions NTM contre 6 transactions LTM), il a été déterminé l'écart entre les multiples LTM et NTM des 3 transactions pour lesquelles les deux multiples étaient communiqués. Il en ressort une décote de 10% (écart type de 9,2%). Après recalcul le multiple NTM médian ressort à x6,03 contre x5,60 avant régression.



Les multiples médians retenus ont été appliqués au consensus des prévisions de Bryan Garnier et de Gilbert Dupont (cf supra commentaires pour la méthode des comparables boursiers). Ces prévisions sont réalisées en conformité avec le référentiel IFRS ce qui permet une comparabilité avec les chiffres d'affaires des sociétés retenues qui sont impactées par des règles identiques relatives à la reconnaissance du chiffre d'affaires.

Nous avons déterminé la valeur d'entreprise pour Voluntis en se basant sur notre calcul de l'endettement financier net au 31 décembre 2020 qui intègre pour rappel notre estimation de la valeur des déficits reportables accumulés. Nous avons opté par prudence pour cette hypothèse dès lors que nous n'avions pas l'assurance que les déficits accumulés par certaines des sociétés composant l'échantillon étaient reflétés dans les niveaux de multiples.

Transactions comparables					
en m€	2020	2021	2022	2023	Moyenne (2020-2023)
Chiffre d'affaires	4,4	8,4	10,8	15,3	9,8
Multiple	x 6,96	x 6,03	x 6,49	x 6,49	x 6,44
Valeur d'entreprise	30,6	50,8	70,4	99,6	62,8
EFN 31/12/2020		8,0			8,0
Valeur de titres	38,6	58,8	78,4	107,6	70,9
Nombre d'actions 30/06/2021 (millions)		9,1			9,1
Valeur unitaire des titres (€)	4,3	6,5	8,7	11,9	7,8

Table de sensibilité sur la valeur unitaire des titres (€)

€		Moyenne des chiffres d'affaires 2020-2023				
		9,3	9,5	9,8	10,0	10,2
Moyenne des multiples médians 2020-2023	5,82x	6,8	7,0	7,1	7,3	7,5
	6,12x	7,2	7,3	7,5	7,6	7,8
	6,44x	7,5	7,7	7,8	8,0	8,2
	6,77x	7,8	8,0	8,2	8,4	8,5
	7,11x	8,2	8,3	8,5	8,7	8,9

Il ressort de l'application de la méthode des transactions comparables une valeur centrale par action de 7,8 € comprise entre 7,3 € et 8,4 € par action.

Ainsi, l'approche par comparaison avec des transactions récentes, que nous avons retenue, extériorise une prime de 11,5%.

Notons que si nous avons pris en compte l'EFNA au 30 juin 2021 (cf commentaires dans la méthode de comparables boursiers), le prix par action aurait été de 7,4 € mettant en évidence une prime de 16,9%.



5. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'établissement présentateur

La Société Générale, ci-après « l'établissement présentateur » agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation de l'Offre figurant à la section 3 du projet de la note d'information.

Nous avons analysé ces éléments, et nous sommes rapprochés des représentants de l'établissement présentateur en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

5.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes d'accord avec l'établissement présentateur sur :

- Les méthodes retenues à titre principal : analyse du cours de Bourse historique, DCF, référence aux objectifs de cours de bourse, prix d'émission d'une augmentation de capital récente ;
- Les méthodes retenues à titre indicatif : comparables boursiers et transactions comparables.

La méthode de référence aux objectifs de cours des analystes financiers a été retenue à titre indicatif par l'établissement présentateur. Nous l'avons retenue à titre principal.

Pour information, nous avons retenu la méthode des transactions comparables à titre de recoupement et non à titre principal, sans incidence sur la conclusion du prix de l'Offre.

Il est également à noter que l'établissement présentateur a indiqué la valeur nette comptable d'une action dans la synthèse soit 1,1 € par action.

Nous sommes d'accord avec l'établissement présentateur pour retenir :

- des agrégats de Voluntis avant l'application des normes IFRS 15 et 16 pour la méthode des DCF ;
- des agrégats après IFRS 15 et avant IFRS 16 (retraités pour les agrégats de Voluntis et des comparables boursiers) pour les méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables (appelées « méthodes des comparables » ci-après). Les retraitements n'ont pu être effectués sur les sociétés cibles des transactions comparables par manque d'information.

L'établissement présentateur a écarté les méthodes de l'actif net réévalué et l'actualisation des dividendes comme nous l'avons fait dans notre approche d'évaluation.

5.2. Endettement financier net

L'établissement présentateur a effectué le calcul de l'endettement financier net au 31 décembre 2020 en excluant les impacts d'IFRS 16 pour la méthode des DCF et des comparables comme nous l'avons retenu dans le cadre de notre approche (cf. commentaires au chapitre 4.1).

Le montant de la trésorerie nette d'endettement ajustée s'élève à 9,0 m€ contre 8,0 m€ dans nos calculs de valorisation.

La différence entre les deux approches n'est pas significative.



Nous présentons ci-après les principales différences :

- Nous avons pris en compte dans l'endettement financier net, pour la méthode des DCF et les méthodes des comparables, un impôt différé actif sur les déficits fiscaux reportables estimés à 6,5 m€. L'établissement présentateur a pris en compte une estimation de l'impôt différé au niveau de l'endettement financier net (impact 6,6 m€) et n'a pas tenu compte de cet impact pour la méthode des comparables. En l'absence de détails (et notamment de ventilation entre le résultat fiscal généré par les sociétés française et américaine), la Société Générale a retenu une hypothèse d'imputation des déficits fiscaux existants sur le résultat du business plan (cf. commentaire Orfis au chapitre 4.1.3) ;
- Nous avons éliminé l'impact du retraitement du crédit impôt recherche au titre de l'exercice 2019 (1,1 m€) et de la dette d'IS (impact non significatif), contrairement à l'établissement présentateur, que nous considérons comme des éléments du besoin en fonds de roulement ;
- Nous avons intégré le poste « autres dettes » (0,1 m€ sur l'exercice 2020) relatif à l'emprunt Kreos ainsi qu'un retraitement au titre du remboursement anticipé de la dette Kreos (impact non significatif) ;
- Les dettes fournisseurs ont également été intégrées, pour leur fraction représentative de retards de paiement négociés supérieurs au minimum à 120 jours, et présentant de ce fait un caractère financier (impact non significatif) ;
- Enfin, nous avons également intégré l'impact lié à l'exercice des BSPCE, BSA et OSA dans la monnaie pour 0,3 m€. La société générale a quant à elle limité l'impact aux instruments dilutifs exercés *post closing*.

5.3. Nombre d'actions retenues

Le nombre d'actions retenues par l'établissement présentateur s'élève à 9 053 864 actions (calcul au 30 juin 2021 avec actualisation des BSPCE d'après le procès-verbal du conseil d'administration du 2 septembre 2021). Nous avons retenu le même nombre d'actions.

5.4. Approche par les cours de Bourse

L'établissement présentateur a mis en œuvre une approche de cours de Bourse historique sur la base du cours avant l'annonce de négociations exclusives concernant une acquisition potentielle de Volantis par Aptar le 22 juin 2021, et a présenté à titre illustratif les derniers cours avant l'annonce de l'Offre, et le cours spot et les moyennes pondérées 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 12 mois.

Nous avons retenu comme cours de référence le jour de l'annonce des négociations pour l'acquisition de Volantis par Aptar, soit le 22 juin 2021. Comme indiqué au chapitre 4.3.1, les cours ayant été bloqués les 21 et 22 juin 2021, la prise en compte des cours au 22 juin 2021 n'a pas affecté notre analyse. Les valeurs obtenues pour le cours moyen pondéré un mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois sont relativement proches de celles de l'établissement présentateur.

L'établissement présentateur a retenu une fourchette de valeur par action comprise entre 4,0€ et 4,6€, alors que nos travaux ont conduit à une fourchette de 3,9€ et 4,6€.



5.5. Transactions pertinentes opérées sur le capital de Voluntis au cours des 12 derniers mois

L'établissement présentateur a retenu dans son analyse le prix d'émission de l'augmentation de capital réalisée en novembre 2020 (4,43€ intégrant une décote de 15% par rapport au cours de Bourse des 3 jours précédant l'augmentation de capital) et le prix d'émission de l'augmentation de capital réalisée en avril 2021 (4,15 € intégrant une décote de 2,5 % par rapport au cours de Bourse des 3 jours précédant l'augmentation de capital).

La prise en compte de ces transactions est justifiée.

5.6. Approche par les multiples de comparables boursiers

5.6.1. Agrégats

Nous sommes d'accord avec la prise en compte d'un seul agrégat lié au chiffre d'affaires pour les raisons évoquées au chapitre ci-dessus.

L'établissement présentateur a retenu deux agrégats : les chiffres d'affaires liés aux exercices 2021 et 2022. Pour mettre en évidence la dynamique de croissance dans un *timing* différent pour les sociétés de l'échantillon, il nous a paru plus cohérent de retenir trois exercices : 2021, 2022 et 2023.

5.6.2. Echantillon et multiples

L'établissement présentateur a retenu un échantillon de comparables boursiers composé de 9 sociétés spécialisées dans le suivi des patients et les thérapies digitales.

Après échange avec la direction de la société, nous avons constitué un échantillon de sociétés comparables spécialisées dans les thérapies digitales (dans notre échantillon, 7 sociétés sur 9 sont communes à l'échantillon de l'établissement présentateur).

L'établissement présentateur a retenu des multiples calculés à partir des cours moyens pondérés sur un mois au 18 juin 2021 tandis que nous avons retenu des multiples calculés à partir des cours moyens pondérés sur un mois au 22 juin 2021. L'endettement des sociétés comparables retenu dans nos travaux n'inclut pas la dette liée à la norme IFRS 16.

L'établissement présentateur a retenu un multiple de 8,1 x de chiffre d'affaires pour l'exercice 2021 et de 5,9 x pour l'exercice 2022. Pour information, le multiple de chiffre d'affaires de l'exercice 2023 s'élève à 4,9 x (non pris en compte pour rappel). Notre analyse nous a conduit à retenir un multiple de 7,4 x pour l'exercice 2021, de 6,3 x pour l'exercice 2022 et de 4,2 x pour l'exercice 2023.

L'approche que nous avons retenue conduit à une valeur plus élevée.

5.6.3. Passage de la VE à la VCP (endettement financier ajusté)

L'établissement présentateur a retenu un endettement financier net ajusté au 31 décembre 2020 de 2,6 m€.

Nous avons retenu un endettement financier net ajusté au 31 décembre 2020 de 8,0 m€ incluant notamment l'impôt différé actif sur les déficits fiscaux reportables pour un montant 6,5 m€ pour le scénario management.

L'écart est expliqué au paragraphe 5.2.



5.6.4. Prix par action

L'établissement présentateur arrive à une fourchette comprise entre 7,3 € et 7,9 € par action, alors que nous arrivons à une fourchette comprise entre 7,5 € et 8,6 € par action.

5.7. Approche par les multiples de transactions comparables

5.7.1. Agrégats

Nous sommes d'accord avec la prise en compte d'un seul agrégat lié au chiffre d'affaires pour les raisons évoquées au chapitre ci-dessus.

L'établissement présentateur a retenu deux agrégats du chiffre d'affaires :

- un chiffre d'affaires lié aux 12 derniers mois à compter de la date d'opération, soit 4,4 m€ ;
- un chiffre d'affaires lié aux 12 mois précédant la date d'opération, soit 6,4 m€.

L'application stricte de la méthode conduit à minorer la valeur dans le contexte où le profil de développement / croissance est différent selon les sociétés de l'échantillon. Par conséquent, nous avons retenu trois approches :

- Le CA de l'exercice 2020 auquel a été appliqué un multiple médian LTM ;
- Le CA de l'exercice 2021 auquel a été appliqué un multiple médian NTM ;
- Les CA des exercices 2022 et 2023 auxquels ont été appliqués un multiple moyen (moyenne des multiples médians LTM et NTM).

Notre approche conduit à des valeurs d'entreprise plus élevées.

5.7.2. Echantillon et multiples

L'établissement présentateur a constitué un échantillon de 22 transactions et en a retenu 8 dont l'activité de la cible était considérée comme plus particulièrement comparable à celle de Voluntis.

Nous avons constitué un échantillon de 27 transactions et en avons retenu 6 parmi les transactions les plus récentes ayant des données chiffrées publiques dont 4 sont communes avec l'échantillon restreint de l'établissement présentateur. (cf. [annexe IX](#))

Pour information, les 6 transactions retenues font parties de l'échantillon des 22 transactions évoquées ci-dessus.

L'établissement présentateur a retenu un multiple de 7,2 x le CA des 12 derniers mois (LTM). Notre analyse nous a conduit à retenir les multiples suivants : 7,0 x pour le CA des 12 derniers mois (LTM), 6,0 x pour le CA des 12 mois suivants (NTM) et 6,5 x comme multiple moyen.

Cf. commentaires supra sur les limites de cette méthode.

5.7.3. Passage de la VE à la CVP (endettement financier ajusté)

Cf supra comparables boursiers.



5.7.4. Prix par action

L'établissement présentateur arrive à une valeur par action comprise entre 3,8 € et 5,4 €. Notre analyse nous a conduit à des valeurs par action plus élevées, comprises entre 7,3 € et 8,4 €.

5.8. Approche par les DCF

5.8.1. Hypothèses actuarielles

L'établissement présentateur a retenu un CMPC de 13,3 % et un taux de croissance à l'infini (TCI) de 2,0%. Nous avons retenu un CMPC de 14,0 %, et un TCI de 2,0%. Ces taux sont proches dans les deux cas des recommandations des analystes.

L'établissement présentateur a retenu comme nous le même taux d'actualisation pour l'horizon explicite et le calcul de la valeur terminale.

Le taux de 14,0% nous semble « raisonnable » compte tenu des incertitudes et des risques spécifiques liés à la société.

5.8.2. Scenarii

L'établissement présentateur a retenu le business plan de la société sur la période 2021 à 2030 et a pris en compte une valeur terminale.

Le business plan a été établi en tenant compte d'une part des prévisions des analystes, d'autre part des hypothèses revues et modifiées par l'initiateur.

Il repose sur des hypothèses plus prudentes que le scénario management à la fois en termes de revenus et de rentabilité.

Ainsi, le business plan de l'établissement de l'établissement présentateur extériorise :

- une croissance moyenne du chiffre d'affaires sur la période 2021-2030 de 37,5 %. Le chiffre d'affaires normatif estimé pour la valeur terminale atteint 63,9 m€ ;
- une progression du taux d'EBITDA pour atteindre 30,7 % en 2030 et 35,0 % en flux normatif.

Le business plan de l'établissement présentateur repose sur des hypothèses moins volontaristes que le scénario management (chiffre d'affaires et EBITDA en valeur terminale respectivement de 63,9 m€ et de 22,4 m€).

L'établissement présentateur a retenu par ailleurs :

- une hypothèse de ratio variation de besoin en fonds de roulement sur chiffre d'affaires stable à 12,3 % sur la durée du business plan ;
- Un taux de CAPEX (hors frais de développement activés considérés en dépenses d'exploitation comme dans notre approche) stable à 1,0 % sur la durée des prévisions.
- Un taux d'imposition de 25,8 % sur l'horizon des prévisions.

Le business plan alternatif Orfis extériorise :

- une croissance moyenne du chiffre d'affaires sur la période 2021-2030 de 24,0%. Le chiffre d'affaires normatif estimé pour la valeur terminale est d'environ 63 m€ ;
- une progression du taux d'EBITDA pour atteindre 33% en 2030 et 34% en flux normatif.



Nous avons par ailleurs retenu pour ce business plan :

- une augmentation du nombre de nouveaux contrats signés annuellement sur la totalité de la période couverte par le plan d'affaires de 0,5 ;
- une hausse de 11% du taux d'attrition
- un pourcentage de besoin en fonds de roulement sur chiffre d'affaires stable à hauteur de 30% sur la période 2021-2030 et sur le flux normatif qui conduit en pratique à des variations de besoin en fonds de roulement supérieures à celles retenues par l'établissement présentateur.

L'établissement présentateur a également intégré l'utilisation des déficits fiscaux reportables au niveau de l'EFN (cf. Supra).

Deux scénarii ont été réalisés et repris dans la synthèse :

- L'un intégrant le déficit fiscal du Groupe ;
- L'autre excluant le déficit fiscal du Groupe.

La mise en œuvre de la méthode des DCF par l'établissement présentateur conduit à une valeur d'entreprise de 63,5 m€ avec utilisation des déficits fiscaux reportables et 70,1 m€ sans utilisation des déficits fiscaux reportables.

5.8.3. Passage de la VE à la CVP (endettement financier ajusté)

Cf. supra comparables boursiers.

5.8.4. Prix par action

L'établissement présentateur arrive à une valeur par action de 8,0 € par action (7,3 € sans utilisation des déficits fiscaux reportables), alors que nous arrivons à une valeur par action de 7,7 € pour le scénario management, et de 6,1 € pour le scénario alternatif.

Le scénario « management » est le reflet de valeur intrinsèque de la société, reposant sur des hypothèses considérées comme réalisables par la Direction.

5.9. Synthèse des travaux d'évaluation de l'établissement présentateur

L'établissement présentateur ne présente pas de prix moyen résultant de ses travaux d'évaluation. Les différentes méthodes mises en œuvre conduisent à des valeurs par action inférieures voire largement inférieures au prix de l'Offre. Les seules valeurs conduisant à un prix supérieur sont celles résultants des dernières recommandations des deux analystes qui suivent la valeur Voluntis. (cf. chapitre 4.3).



6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, 2° du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à l'examen des accords signés avec l'initiateur (« accords connexes entre les parties ») pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

- L'accord sur l'offre (« Tender Offer Agreement ») signée en date du 21 juin 2021,
- La promesse d'achat (« Put Option Agreement ») adressée le 21 juin 2021 aux vendeurs du bloc d'acquisition accompagnée du contrat de cession (« Share Purchase Agreement »)
- Le contrat d'acquisition (« SPA »), signé le 22 juillet 2021, avec réalisation de l'acquisition différée à la levée des conditions suspensives,
- Le projet du Management Incentive Program (« MIP ») finalisé le 8 septembre 2021 entre Aptar et 4 managers.

6.1. Accord sur l'offre (« Tender Offer Agreement ») en date du 21 juin 2021

L'accord sur l'offre d'acquisition signée le 21 juin 2021 entre Aptar et Volutis détaillait les termes et conditions de l'offre d'acquisition (obligations des parties, coopération entre les parties, évolution de la gouvernance, contrats prévoyant des dispositions spécifiques en cas de changement de contrôle, etc.).

Le Conseil d'Administration avait donné son accord de principe à l'Offre ainsi qu'au processus de retrait obligatoire suivant l'acquisition des titres de la société par Aptar. Le Conseil d'Administration s'était engagé notamment à approuver l'Offre après réception de l'attestation d'équité présente.

L'offre d'acquisition faisait référence au paragraphe 3.9. à un processus d'accélération des périodes d'acquisition et de conservation des actions gratuites afin que les détenteurs d'actions gratuites indisponibles soient en droit d'apporter leurs actions respectives à l'Offre, ou à la mise en place de liquidité dans le cas contraire. En pratique, le Conseil d'administration du 2 septembre 2021 a entériné l'accélération des périodes d'acquisition et la suppression des périodes de conservation.

Les dispositions de l'article 5 prévoyait qu'une indemnité de rupture d'un montant de 1 480 k€ serait versée par la Société à Aptar dans les cas suivants :

- le Conseil d'Administration, pour quelque raison que ce soit, ne réitère pas, retire, change, modifie ou qualifie sa recommandation initiale avant que sa composition ne soit modifiée ;
- la Société ou sa filiale américaine viole la clause de non-sollicitation, la clause relative à la recommandation initiale du CA ou la clause relative à la recommandation du CA après réception de l'attestation d'équité ;
- la Société approuve et recommande aux porteurs d'actions d'accepter une proposition supérieure ;
- la Société prend toute mesure ayant pour effet de faire échouer l'Offre ou l'Offre est retirée conformément à l'article 232-11 du Règlement Général de l'AMF. Dans ce cas, le Tender Offer Agreement serait résilié.



Les dispositions autres que celles liées aux dispositions traitées ci-dessus n'appellent pas de commentaire de notre part. Elles ne portent pas sur des éléments relatifs au prix des actions Voluntas, ni plus généralement sur des dispositions susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix de l'Offre.

L'Offre d'acquisition ne fait référence à aucun accord prévoyant des indemnités pour les salariés et les mandataires sociaux si leur emploi prend fin en raison de l'offre publique.

6.2. Promesse d'achat (« Put Option Agreement ») adressée le 21 juin 2021 aux vendeurs du bloc d'acquisition accompagnée du projet de contrat de cession (« Share Purchase Agreement »)

La promesse d'achat adressée le 21 juin 2021 par Aptar aux vendeurs du bloc d'acquisition représentant 64,3% du capital reprend les principaux engagements du contrat de cession afin de les confirmer (garanties prises, clause d'exclusivité, etc.), et détaille les termes et conditions de mise en œuvre de la promesse d'achat donnée aux vendeurs (engagement d'achat des titres anciens et nouveaux en cas d'exercice, processus d'exercice de l'option, etc.).

La promesse d'achat était accompagnée du contrat de cession en annexe qui détaillait les termes et conditions de l'offre d'acquisition (prix de l'offre, obligations des parties, coopération entre les parties, ...).

La promesse d'achat est devenue caduque avec la signature du contrat d'acquisition le 22 juillet 2021.

Pour information, la promesse d'achat ne faisait référence à aucun accord prévoyant des indemnités pour les salariés et les mandataires sociaux si leur emploi prend fin en raison de l'offre publique.

6.3 Contrat d'acquisition "SPA"

Un SPA a été signé le 22 juillet 2021, avec des conditions suspensives.

Un SPA a été signé le 22 juillet 2021 (un communiqué a été publié le 23 juillet 2021) entre Aptargroup holding SAS et 9 actionnaires détenant 64,3% du capital de Voluntas, dont les 3 co-fondateurs et 6 actionnaires de référence qui avaient signé le Put Option Agreement (Bpifrance Participations, Sham Innovation Santé, FPCI Services Innovants Santé et Autonomie, Vesalius Biocapital II S.A. SICAR, Debiopharm Innovation Funds SA et Indigo), après réception de l'avis favorable avec réserve reçu le 16 juillet 2021 du CSE de Voluntas sur le projet de cession d'un bloc majoritaire de titres à Aptargroup holding SAS suivie d'une offre publique d'achat simplifiée.

La réalisation de la cession était soumise aux conditions suspensives suivantes :

- Autorisation du Ministère français de l'Economie au titre de la réglementation relative au contrôle des investissements étrangers,
- Accord de Kreos sur la renonciation aux BSA (remarque : les BSA sont "hors la monnaie"), et sur la levée des nantissements liés au contrat d'emprunt obligataire (portant notamment sur la propriété intellectuelle) et remboursement anticipé du prêt,
- Accord sur l'abandon de l'avance versée par l'Etat américain à la filiale américaine en 2021 dans le cadre de la crise sanitaire (Paycheck Protection Program notes),
- Accélération de la période d'acquisition des actions gratuites et lever par anticipation des périodes de conservation afin que ces actions gratuites soient apportées à l'offre,
- Obtention de l'accord des tiers, lorsqu'un tel accord est prévu en cas de changement de contrôle.



Par ailleurs, un accord de transfert à titre exclusif de l'ensemble des droits et intérêts liés à la propriété intellectuelle relative à la "plateforme virtuelle destinée à permettre à des opérateurs d'échanger des informations concernant la gestion des pathologies" a été signé entre Pierre Leurent (CEO de la société Voluntis), et la société Voluntis en date du 2 septembre 2021 (invention, solutions logicielles liées, droits liés). Cet accord ne prévoit aucune rémunération ou autre contrepartie financière, à la date de l'accord et future ; Voluntis est notamment libre de sous céder ou sous-louer les droits sans avoir une obligation de reverser une partie des revenus à Pierre Leurent. Cet accord n'a pas été considéré comme un accord connexe dans la note d'information, car il a été signé entre le directeur général et la société Voluntis et non avec l'initiateur. Cet accord a été validé par le conseil d'administration du 2 septembre 2021.

Réalisation définitive de l'acquisition du bloc de contrôle le 2 septembre 2021 :

Le Conseil d'administration du 2 septembre 2021 a constaté la réalisation de l'ensemble des conditions suspensives.

Le prix d'acquisition du bloc d'actions est de 8,70 €.

L'acquisition du bloc est ferme et définitive. Elle ne sera pas remise en cause en cas d'échec de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée ou du Retrait Obligatoire.

Le contrat lié à l'acquisition du bloc d'acquisition prévoit :

- une indemnisation de l'acheteur par Voluntis, si le total des honoraires liés à l'acquisition du bloc est supérieur à un montant de 2 031 k€ (a), sans impact sur le prix de l'offre,
- une indemnisation par la personne concernée, si la prime exceptionnelle versée aux 3 co-fondateurs et au directeur financier est supérieure à un montant défini individuellement, dont le total ne doit pas dépasser 469,6 k€ (a), sans impact sur le prix de l'offre (cette indemnité est soumise à l'autorisation du conseil d'administration du 9 septembre 2021),
- un supplément de prix, si l'initiateur augmente volontairement le prix dans le cadre de l'offre. En revanche, le SPA ne prévoit qu'aucun ajustement du prix d'acquisition du bloc d'actions n'interviendra, en cas d'augmentation du prix de l'offre demandée par l'AMF, et/ou résultant des travaux de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée ou du retrait Obligatoire.

(a) Le contrat d'acquisition prévoit en annexe 5 un bonus exceptionnel maximum versé par Voluntis aux 3 co-fondateurs et au directeur financier, pour un montant maximum de 469,6 k€. Le principe de ces bonus a été validé par le Conseil d'Administration du 29 mars 2021, sur recommandation du Comité des Nominations et des Rémunérations. L'acquisition de ce bonus était liée à la réalisation de l'une de 4 transactions identifiées, dont un changement de contrôle. Aucun ajustement du prix de l'offre ne sera réalisé dans ces 2 cas

Le contrat d'acquisition ne prévoit pas de garantie de passif.

Le contrat d'acquisition prévoit une clause de non-sollicitation, par les 9 actionnaires signataires de salariés clés pendant une période de 2 ans à compter de la signature définitive.

Le SPA ne prévoit pas d'engagement d'apporter les actions à l'offre.



6.4 Management incentive program

Un projet de contrat d'intéressement appelé Management Incentive Program (« MIP ») a été établi entre l'initiateur et les managers suivants :

- Pierre Leurent (CEO),
- Romain Marmot (CBO et directeur général délégué),
- Etienne Vial (CTO non-mandataire),
- Et Geneviève d'Orsay (CMO non-mandataire).

Les actions détenues par Geneviève d'Orsay ne font pas partie du bloc d'actions acquises par Aptar le 2 septembre 2021.

Ce projet répond au souhait de l'initiateur suite à l'acquisition du bloc de contrôle d'harmoniser les règles de rémunération des dirigeants au regard des pratiques habituelles du groupe.

Nous avons obtenu la version finale du projet le 8 septembre 2021.

Ce projet ne deviendra définitif qu'après l'accord du conseil d'administration de Voluntis. Nous avons compris que l'application de ce plan devrait intervenir rapidement après l'accord du conseil d'administration.

Ce projet a été validé à l'unanimité des membres présents du Comité des Nominations et des Rémunérations le 8 septembre, dont deux membres ont été désignés par Aptar le 2 septembre 2021 à la suite du changement de contrôle. Ce projet a également été soumis au Comité ad hoc, qui va émettre un avis. Par suite des échanges avec le comité ad hoc, nous avons compris qu'il devrait émettre un avis favorable à l'unanimité le 9 septembre 2021.

Ce plan deviendra définitif après accord du Conseil d'Administration, prévu pour le 9 septembre 2021. Nous avons compris des échanges avec le conseil d'administration que le conseil devrait donner un avis favorable.

Pour information, le MIP n'était pas mentionné dans le SPA, et n'est pas lié au succès de l'Offre Publique d'Achat ni du Retrait obligatoire, le cas échéant.

Les règles d'application des plans sont définies dans un document partagé à titre de projet entre l'initiateur et les managers.

Les régimes définis dans ce plan remplaceront les régimes existants. Les documents transmis stipulent que les dispositions contractuelles existantes, non adressées par le plan, continueront de s'appliquer (redevances de relocalisation, frais de déplacements, etc.).

Le plan de rétention comprend 4 composantes :

- **Une composante rémunération en numéraire, qui sera versée par Voluntis, qui se substituera aux règles existantes, le cas échéant (cf supra) :**
 - Nous avons compris des échanges avec l'initiateur que la structure de la rémunération proposée est en ligne avec les pratiques existant dans le groupe Aptar applicables aux dirigeants. Elle comprend une partie fixe et une partie variable, basée sur des critères qualitatifs et quantitatifs, comme c'est le cas actuellement chez Voluntis.
 - La composante fixe serait supérieure à la rémunération de base actuelle autorisée en mars 2021 par le conseil d'administration de Voluntis au titre de 2021 (30%, 9%, 10% et 17% selon les managers),



- La composante variable serait plafonnée entre 20% et 30% selon les managers, alors que le % actuel validé par le conseil d'administration en mars 2021 est plus élevé en cas de performance atteinte, et notamment en cas de surperformance, et dans le contexte où un des éléments de la rémunération variable applicable en 2021 lié au CA facturé aux nouveaux clients avait été déplafonné. La composante globale –salaire de base et plafond du variable- du MIP est supérieure à celle autorisée en mars 2021 au titre de 2021 (20%, 15%, 3% et 11% selon les managers),

La structure proposée ne prévoit pas de primes ou bonus exceptionnels complémentaires versés en numéraire, contrairement aux principes définis actuellement par Voluntis.

- **Une composante “Long term equity (RSU & PSU), qui sera attribuée par Aptar” :**

La composante “long term equity” est exprimée en nombre de fois la rémunération annuelle de base. Nous avons compris des échanges que le multiple s'applique à la rémunération de base telle que mentionnée dans le MIP (absence de réévaluation en fonction des évolutions de la rémunération de base).

Nous avons compris que l'attribution des actions prévues dans le plan ne sera acquise qu'en cas de respect de conditions d'acquisitions des droits. Nous avons compris des échanges que les actions attribuées correspondront aux actions de la société cotée aux Etats-Unis.

Le “Long term equity” se répartit comme suit :

- 40% de l'avantage exprimé en multiple de la rémunération de base est attribué en actions APTAR (“Restricted Stock Unit”), en fonction de conditions de présence : 60% seront attribués après 3 ans de présence, et 40% après 5 ans de présence,
- 60% de l'avantage exprimé en multiple de la rémunération de base est attribué en actions APTAR (“Performance Stock Unit”), en fonction des conditions de performance, décrites ci-après :
 - L'avantage est basé sur des objectifs (“target” de CA facturé et d'EBITDA exprimés en euros et de grille d'atteinte des seuils qui sont identiques pour les 4 managers.
 - Des seuils (“threshold”) ont été définis à 75% des objectifs, pour le CA et l'EBITDA, communs à chaque manager. L'avantage sera extrapolé sur une base linéaire entre le seuil et l'objectif,
 - les agrégats de CA et d'EBITDA sont basés sur des données de facturation. Nous avons compris à la lecture des projets que le Groupe Aptar souhaite que le reporting soit établi dans le futur en US GAAP. Les parties ont convenu dans ce cas de renégocier les seuils et objectifs, dans le contexte où l'impact du référentiel comptable est très significatif, comme indiqué dans le chapitre de notre rapport sur l'analyse des performances,
 - Les seuils sont basés sur des performances sans synergies, et les objectifs sur des performances intégrant des synergies attendues,
 - Les seuils sont déterminés sur une base cumulée sur 5 ans, mais l'attribution d'actions après 3 ans pourra intervenir si certaines conditions sont respectées,
 - L'attribution d'actions est selon les objectifs atteints, comprise entre 50% et 200% de la valeur définie,
 - Même si les documents ne le précisent pas explicitement, nous avons compris que l'attribution des avantages est soumise implicitement à une condition de présence de 3 ou 5 ans. Cette condition de présence a été intégrée explicitement dans l'avis du comité des rémunérations.



- **Une composante «avantages additionnels » qui sera rémunéré en actions Aptar (RSU) :**
 - Montants d’actions attribués le 1er avril 2022, avec une période d’acquisition par tiers, étalée sur 3 ans : Pierre Leurent : 110 k\$, Etienne Vial : 24 k€, Romain Marmot : 105 k\$, Geneviève d’Orsay : 48 k€.
- **Autres éléments:**
- le plan prévoit la possibilité pour Pierre Leurent et Romain Marmot de recevoir d’autres rémunérations en cas de fonctions dans les conseils d’administration de sociétés qui ne font pas partie du groupe Aptar, avec l’accord préalable du groupe Aptar. Aucune rémunération n’est définie dans le projet de plan.
- Le plan prévoit le maintien des dispositions contractuelles existantes avec les managers (notamment en matière de retraite, couverture médicale, frais transports), sauf si elles sont incompatibles avec les règles du groupe Aptar. Le cas échéant, une négociation interviendrait afin que de nouvelles règles ne soient pas moins favorables pour le dirigeant. Ces dispositions s’appliquent uniquement pour Pierre Leurent et pour Romain Marmot.
- La redevance hébergement et transports forfaitaire annuelle (de 100 \$ pour Pierre Leurent et 20 k\$ pour Romain Marmot), en vigueur au titre de leur relocalisation aux Etats-Unis à la demande de la société, est maintenue.

La revue du projet de Management Incentive Program appelle de notre part les commentaires suivants :

- Le projet de Management Incentive Program a été finalisé après la réalisation définitive de l’acquisition. Il est soumis à l’avis du comité de rémunération et à l’autorisation du conseil d’administration de Voluntis, dont la portée est en pratique limitée dans le contexte du changement de contrôle. L’avis préalable du Comité ad hoc prend ainsi tous son sens ;
- Le projet de Management Incentive Program finalisé a vocation à harmoniser les règles de rémunération de dirigeant par rapport aux pratiques du groupe et à se substituer à la structure de rémunération et aux plans en actions existants. Le cadre de la rémunération (rémunération en numéraires, en actions,) est proche de la structure de rémunération actuelle chez Voluntis, avec la définition de conditions d’acquisitions de droits pour les plans en actions proposés par Voluntis,
- Le projet de plan s’appliquerait à 4 dirigeants clés, dont 2 sont mandataires, et 3 ont signé le contrat d’acquisition du bloc le 2 septembre 2021,
- Ce plan vient remplacer de plans existants, dans le contexte où les actions attribuées seront des actions Aptar et non Voluntis,
- La mise en place d’un plan rémunéré par des actions (Long term equity program) répond à des objectifs de fidélisation et de motivation à moyen terme des managers considérés comme clés pour le développement de la société. Elle correspond à une pratique courante dans les sociétés ayant le profil de Voluntis. Les conditions de présence de 3 ou 5 ans nous paraissent cohérentes avec l’objectif de fidélisation à moyen terme. Les conditions de performance applicables pour le PSU (60% du Long term Equity plan) comportent des aléas dans le principe qui dépendent de la réalisation d’un business plan. Les objectif CA et d’EBITDA à 5 ans correspondent à des progressions importantes des 2 agrégats au regard de la situation actuelle.

Il est à noter que le Conseil d’Administration de Voluntis du 29 mars 2021 avait « souhaité à l’avenir soumettre à de conditions de performance l’exercice de instruments dilutifs qui seront émis au bénéfice de dirigeants mandataires sociaux ». Cet objectif est atteint pour les PSU”.



Après attribution des actions, les 4 managers supporteront les risques liés à la détention d'actions. Le projet de Management Incentive Program finalisé ne comporte pas de clauses de liquidité tel qu'engagement de rachat de actions attribuées.

- Les enjeux financiers sont potentiellement significatifs liés au long term equity program au regard :
 - o de la rémunération de base : ils correspondent à des multiples entre 4 et 7,25x selon les managers (les multiples sont compris entre 3,3X et 5,6X en prenant en compte les plafonds de rémunération variable),
 - o du prix de cession des actions détenues par les managers (hors effet démultiplicateur lié à l'EBITDA) : *dirigeants mandataires : 87% pour Pierre Leurent, 147% pour Romain Marmot ; 66% pour Etienne Vial.*

Cependant, ces enjeux sont à apprécier par rapport aux aléas liés aux conditions d'acquisition des droits (cf supra).

Le projet de Management Incentive Program finalisé ne comporte pas de rémunération dont le fait générateur serait lié au succès de l'offre ou le cas échéant, du retrait obligatoire, ni de clauses liées à des indemnités de non-concurrence ou de départs, autres que celles définies dans les contrats existants, le cas échéant.

Les documents reçus liés au projet de plan ne mentionnent aucune disposition liée à une garantie de liquidité, ni aucune condition de prix de sortie garanti. Nous avons eu la confirmation de ce point lors de nos échanges avec l'initiateur et le CEO.

Ainsi, les dispositions prévues dans le projet de Management Incentive Program finalisé correspondent au souhait de l'acquéreur du bloc d'actions d'harmoniser les règles en matière de rémunération des dirigeants au regard des pratiques appliquées dans le groupe. L'homogénéisation souhaitée par un acquéreur par rapport aux règles de rémunération correspond à une pratique habituelle. La mise en place d'un Management Incentive Program comportant un plan en actions incitatif est courante dans les sociétés ayant le profil de Volantis. Ce plan se substituerait, après accord du conseil d'administration de Volantis aux règles existantes, le cadre du plan est très proche de la structure actuelle de rémunération à l'exception du fait que les actions seront attribuées par l'initiateur et Volantis, et de la mise en place de conditions d'acquisitions des droits liés à des objectifs de performance (non systématique précédemment). Ce plan répond à des objectifs de fidélisation et de motivation à moyen terme de 4 managers considérés dans le Groupe Aptar comme clés dans la réalisation d'un plan de développement volontariste au regard de la situation actuelle. L'appréciation des enjeux financiers liés à l'acquisition des droits relatifs aux plans en actions repose sur des aléas (conditions de présence, et/ou conditions de performance reposant sur de hypothèses de progression importantes du CA et de l'EBITDA au regard de la situation actuelle). En ce sens, ils présentent une contrepartie distincte de l'Offre, et ne modifient pas les conditions financières de l'Offre, et notamment le prix de l'Offre.



7. Remarques reçues d'actionnaires minoritaires

Nous n'avons pas reçu à ce jour de commentaires de minoritaires, directement ou indirectement.

8. Synthèse des échanges avec le Comité ad hoc

Comme indiqué ci-dessus, la composition du Comité ad hoc n'a pas été modifiée par suite de l'acquisition d'un bloc de contrôle par l'initiateur, actée par le Conseil d'Administration de Voluntis du 2 septembre 2021.

Nous avons eu plusieurs échanges avec la Présidente du Comité ad hoc pendant la réalisation de la mission, et notamment sur :

- Le Business Plan Management mis à jour à la date de notre intervention (dont les hypothèses retenues pour le calcul de la valeur terminale),
- Le projet du Management Incentive Program finalisé mentionné dans les accords connexes (cf chapitre 6 de notre rapport), dont la version finalisée (cf chapitre 6) nous a été transmise le 8 septembre 2021,
- et le prix de l'Offre de 8,70€.

Un avis spécifique du Comité ad hoc nous a en effet semblé pertinent, dans le contexte de changement du contrôle le 2 septembre et des changements induits des comités dont le comité d'administration, qui s'est prononcé sur le projet du Management Incentive Program finalisé le 8 septembre 2021.

Nous avons eu connaissance du projet d'avis motivé sur l'Offre qui sera transmis au Conseil d'Administration. L'avis définitif sera établi après prise de connaissance de notre rapport définitif.

Nous avons compris des échanges avec le Comité ad hoc et de la lecture du projet d'avis que le Comité ad hoc a l'intention d'émettre à l'unanimité un avis favorable sur l'Offre (conditions financières, prix de l'Offre et accords connexes), et notamment sur le Business Plan Management mis à jour par la direction et arrêté par le Conseil d'Administration du 1er septembre 2021, et de manière spécifique sur le projet du Management Incentive Program finalisé.



9. Revue des autres offres reçues par Voluntis

2019/2020 :

La direction de la société nous a informé avoir engagé une 1^{ère} réflexion sur cette période sur une cession éventuelle. Cette démarche a conduit à recevoir des offres non engageantes, auxquelles il n'a pas été donné suite. La direction nous a indiqué que ces offres étaient à des niveaux de prix inférieurs à celui de l'offre d'Aptar.

Nous n'avons pas eu communication de synthèses formalisées, ni de comptes rendus formalisés des organes de direction.

2021 :

A l'issue de la réception par la société d'intérêts entrants pour une éventuelle acquisition, Voluntis a mandaté la banque d'affaires Canaccord Genuity au cours du premier trimestre 2021 pour organiser le processus de recherche et de sélection d'un potentiel acquéreur pour racheter 100% des actions de la société, afin d'accélérer le développement de la société et renforcer sa structure financière.

Nous avons eu communication du document de synthèse de l'analyse des offres (« Process Summary and Offer analysis ») présenté au CA de Voluntis le 20 mai 2021, et nous avons échangé avec les responsables de la mission sur cette synthèse.

Canaccord Genuity a initié des contacts avec plusieurs dizaines de sociétés et une douzaine d'accords de confidentialités ont été signés. A la suite de l'envoi des « info-packs », trois sociétés dont Aptar ont fait parvenir des offres non engageantes (NBO).

Les propositions formulées dans les 3 NBO étaient très similaires au regard des profils des acquéreurs potentiels, des intérêts stratégiques, de la structuration de l'offre, ou encore de la liquidité proposée aux actionnaires (acquisition de 100% en numéraire, financement sur fonds propres ou par utilisation de lignes de crédit existantes ; acquisition stratégique par des groupes internationaux présents dans le secteur de la santé ; souhait de développer une offre numérique ; fortes synergies identifiées -commerciales, technologiques ; volonté de maintenir l'organisation Voluntis en place ; accord de principe pour mettre en place un management package pour fidéliser les hommes clés ;...).

Il est à noter que CG n'a pas réalisé de valorisation formelle préalable. Les fourchettes de prix proposés dans les NBO (avant réalisation des due diligences) étaient larges, mais toutes extériorisaient une prime par rapport au cours de Bourse le plus élevé des 12 derniers mois (sauf dans le cas d'une des fourchettes basses). Le prix final de l'offre (prix ferme), après négociation entre les parties, soit 8,7€, est supérieur à la fourchette haute des prix proposés dans les NBO.

Les offres non engageantes envoyées par les deux autres potentiels acquéreurs étaient, en termes de prix par action, inférieures à l'offre faite par Aptar.

Nous n'avons pas eu communication d'autres offres engageantes reçues, après échanges avec la direction de Voluntis et avec la Présidente du Comité ad hoc.

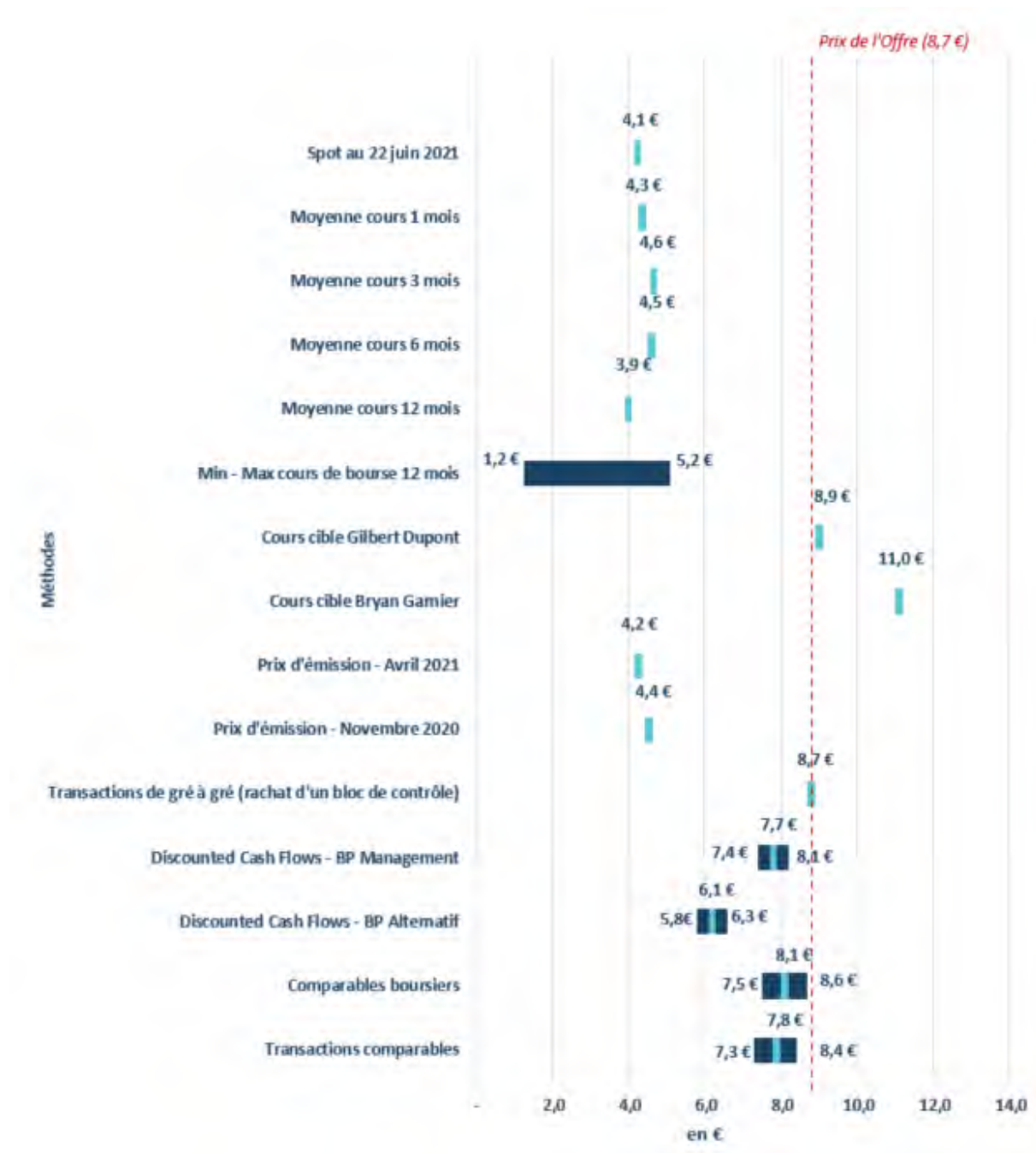
En conclusion, la revue des documents qui nous ont été transmis sur l'analyse des offres reçues n'appelle pas de commentaires de notre part. L'Offre d'Aptar est la seule à avoir atteint le stade de la formulation d'une proposition engageante, les 2 autres acquéreurs potentiels n'étant in fine pas allés jusqu'à ce stade. L'offre retenue est celle qui présente les conditions financières les plus intéressantes.



10. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

Synthèse de nos travaux d'évaluation

Le prix de l'Offre fait ressortir, à l'issue de nos travaux, les primes et décotes suivantes, par rapport aux valeurs résultants de nos évaluations selon les méthodes que nous avons jugées pertinentes :



Ces valeurs correspondent à des primes ou des décotes présentées ci-après :



Prime (+) / Décote (-) résultant du prix de l'offre de 8,7 euros

	Valeur min	Valeur centrale	Valeur max
Spot au 22 juin 2021		110,1%	
Moyenne cours 1 mois		103,6%	
Moyenne cours 3 mois		90,8%	
Moyenne cours 6 mois		93,5%	
Moyenne cours 12 mois		123,3%	
Min - Max cours de bourse 12 mois	601,6%		66,3%
Cours cible Gilbert Dupont		-2,2%	
Cours cible Bryan Garnier		-20,9%	
Prix d'émission - Avril 2021		109,6%	
Prix d'émission - Novembre 2020		96,4%	
Transactions de gré à gré (rachat d'un bloc de contrôle)		0,0%	
Discounted Cash Flows - BP Management	17,6%	12,6%	7,4%
Discounted Cash Flows - BP Alternatif	50,0%	43,7%	38,1%
Comparables boursiers	16,0%	7,4%	1,2%
Transactions comparables	19,2%	11,5%	3,6%

L'approche multicritères fait ressortir les principales remarques suivantes :

- Le prix de l'offre correspond au prix d'acquisition par l'initiateur en numéraire d'un bloc d'actions de Volantis représentatif du contrôle de la société (64,3%). L'acquisition des actions a été réalisée le 2 septembre 2021, après la levée des conditions suspensives, prévues dans le contrat d'acquisition signé le 22 juillet 2021. Le prix de l'offre est identique au prix d'acquisition, dans le contexte où ce dernier intègre implicitement une prime de contrôle. Le choix de l'initiateur résulte d'un process de recherche d'un acquéreur, dans le cadre duquel Volantis a mandaté la banque d'affaires Canaccord Genuity. Seul l'initiateur a fait une proposition engageante, à des conditions financières plus intéressantes que les 2 autres acquéreurs potentiels.
- Au regard du cours de Bourse et des objectifs des cours :
 - o Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 110,1 % par rapport au dernier cours avant l'annonce de l'Offre (soit une prime d'environ 4,6€),
 - o La recommandation de l'analyste Bryan Garnier qui s'élevait à 8,3 € en avril 2021 (8,9 € pour Gilbert Dupont), a été mise à jour en mai 2021 à 11€ pour tenir compte du partenariat avec Eisai associé à une meilleure visibilité à moyen terme suite à l'annonce du plan 2025 (cf. supra) qui l'emporte implicitement sur les risques liés à la pandémie et la situation financière tendue du groupe,
- Au regard de la méthode des DCF, méthode considérée comme pertinente dans le cas de sociétés ayant le profil de Volantis et représentative de la valeur intrinsèque de la société :
 - o Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 12,6% par rapport à la valeur induite par la méthode des DCF mise en œuvre à partir du scénario du management, mis à jour à la date de notre intervention, qui repose sur des hypothèses volontaristes, compte tenu des différentes incertitudes liées au développement et à la montée en phase de la commercialisation des solutions logicielles.
 - o Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 43,7% par rapport à la valeur induite par la méthode des DCF mise en œuvre à partir d'un scénario « alternatif ». En l'absence de recul sur les impacts d'un business model basé sur des royalties en termes de revenus (contre un modèle actuel basé sur des revenus liés aux phases de développement), nous avons en effet établi un scénario alternatif en retenant des hypothèses plus conservatrices.



- Au regard de la méthode des comparables boursiers :
 - Cette méthode a été utilisée à titre de recoupement, dans le contexte où il existe peu de sociétés cotées directement comparables à Voluntis. Le prix de l'Offre fait ressortir une prime par rapport à la valeur centrale de 7,4 %,
 - Par ailleurs, les multiples ont été calculés par rapport à des prévisions de chiffre d'affaires, qui est une pratique habituelle pour des sociétés de type Biotech présentant un historique de pertes, mais qui dans sa construction dans le cas présent, est favorable aux minoritaires.
- Au regard des transactions comparables :
 - Cette méthode a également été utilisée à titre de recoupement, en utilisant l'agrégat de chiffre d'affaires (cf commentaires / comparables boursiers),
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime par rapport à la valeur centrale de 11,5%.
 - Il est à noter que la méthode des transactions comparables intègre implicitement une partie des synergies estimées par les acquéreurs, avec des contextes d'acquisition conduisant, pour les secteurs d'activité dans lesquels évolue Voluntis, à une dispersion élevée des multiples selon les transactions,
 - Il est à noter que :
 - D'une part, certaines transactions comparables ont été réalisées avant crise du Covid-19. Nous n'avons pas le recul permettant de connaître dans la durée les impacts sur les multiples,
 - D'autre part, compte tenu des contextes qui peuvent être différents d'une transaction à une autre, la méthode des comparables est souvent utilisée en évaluation de manière combinée à une autre méthode (par exemple la méthode des DCF).
- Au regard du prix de souscription à l'augmentation de capital de 5,9 m€ réalisée en novembre 2020 :
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 96,4 %, dans le contexte où l'augmentation de capital a été souscrite principalement par Debiopharm (nouvel actionnaire) ;
- Au regard du prix de souscription à l'augmentation de capital de 0,4 m€ réalisée en avril 2021 :
 - Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 109,6 %, dans le contexte où l'augmentation de capital a été souscrite principalement par Eisai (nouvel actionnaire) ;

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons examiné comment ont été traitées les synergies au regard du prix de l'Offre. Dans le cas présent, Aptar n'a pas communiqué sur des synergies, notamment de coûts, et l'établissement présentateur n'a pas intégré de synergies dans son approche de valorisation. Il ne rentrait pas dans notre mission de chercher à identifier des synergies.

Pour information, l'Initiateur n'a pas indiqué dans le communiqué de presse du 22 juin 2021 l'impact de l'acquisition sur le résultat futur, ni le délai pour remplir les critères financiers définis par le groupe Aptar pour ses acquisitions ».

Nous avons compris des échanges avec l'Initiateur et son établissement présentateur que l'analyse des synergies suppose un diagnostic plus approfondi avant de prendre des décisions stratégiques, dans un contexte où Aptar était peu présente jusqu'à présent sur le segment de la thérapie digitale. La note 1.2.2 du projet de note d'information sur les synergies présente en effet l'acquisition de Voluntis dans un contexte d'extension de la gamme des thérapies digitales du groupe et d'accélération /soutien du développement de Voluntis.

Nous considérons que la prime extériorisée par rapport au cours précédent l'annonce de l'Offre, et dans le cadre de la mise en œuvre de la majorité des méthodes utilisée intègre une prime stratégique.



Attestation sur le caractère équitable du prix de l'offre publique d'achat obligatoire simplifiée suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire

En ce qui concerne le prix de l'Offre

Le prix de l'Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions à un prix identique à celui de l'acquisition d'un bloc d'actions représentatif d'un contrôle. Les actionnaires minoritaires ont ainsi accès à un prix de l'offre intégrant cette prime de contrôle. Le choix de l'initiateur résulte d'un process détaillé de mise en concurrence pour sélectionner un acquéreur engagé sur le 1er trimestre 2021 par la société Voluntis ayant conduit à ne recevoir qu'une seule offre engageante de la société Aptar. Les autres offres reçues (non engageantes) présentaient des conditions financières moins intéressantes. Le prix d'acquisition est dans ce contexte nécessairement une référence pertinente pour l'appréciation du prix de l'offre.

Le prix de l'offre intègre une prime stratégique pour la plupart des méthodes utilisées, très significative dans le cas des méthodes du cours de bourse, des prix d'émissions récentes, et du DCF-BP alternatif. La prime reste positive dans le cas de la méthode des DCF – BP management, qui repose sur des hypothèses volontaristes.

La seule méthode qui extériorise une décote est liée à la recommandation d'un des analystes, mise à jour en mai 2021 (soit 11€), après l'annonce de la signature d'un contrat et une meilleure visibilité estimée. La recommandation s'élevait à 8,3€ avant la mise à jour. L'analyste n'a pas modifié sa recommandation suite à l'annonce de la prise de contrôle par Aptar, ni fait de commentaires sur le prix de l'offre, tout en soulignant l'intérêt du rapprochement stratégique. Les recommandations s'inscrivent dans un contexte de complexité d'établissement des prévisions, au regard notamment du référentiel IFRS, et d'une sensibilité forte aux annonces telles que signatures de contrats, sans que la société n'ait de recul à ce jour sur les impacts du business model "royalties".

Le prix de l'Offre de 8,7€ par action, qui valorise la société (valeur d'entreprise) à 8,6x le CA facturé 2021 nous semble équitable, au regard de l'Offre Publique, et le cas échéant de la procédure de retrait obligatoire envisagée.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords connexes pouvant exercer une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, telle que présentés dans le projet de note d'information, n'a pas fait apparaître de dispositions financières de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable du prix de l'Offre, d'un point de vue financier.

Le projet de Management Incentive Program (MIP) finalisé le 08/09/2021 établi entre l'initiateur et 4 managers (dont 2 mandataires et 3 qui ont signé le contrat de cession le 2 septembre) répond au souhait de l'initiateur d'homogénéiser les règles de rémunération des dirigeants au regard des pratiques du groupe, et a vocation à se substituer, après accord par le Conseil d'administration du 9 septembre, aux règles appliquées chez Voluntis, dont le cadre général est proche. Ce projet a fait l'objet d'un avis favorable du Comité des rémunérations, et nous avons noté des échanges avec le comité ad hoc que celui-ci devrait également donner un avis favorable sur ce plan le 9 septembre. Ce plan comporte une composante de plans en actions (qui seront attribuées par Aptar et non Voluntis), dont les enjeux sont à apprécier au regard du caractère aléatoire lié aux conditions d'acquisition des droits (conditions de présence sur des périodes de 3 ou 5 ans et/ou de performances liées à plan de développement significatif au regard de la situation actuelle). Les plans qui étaient mis en place par Voluntis ne comportaient pas systématiquement des conditions de performance.



L'analyse des dispositions prévues dans le projet qui nous a été transmis et les échanges avec l'initiateur et le CEO de Voluntis nous ont conduit à considérer que la contrepartie de ce plan était distincte de l'offre, et ne modifiait pas les conditions financières de l'Offre, et notamment le prix de l'Offre.

En conclusion, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre publique d'achat obligatoire simplifiée suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, soit 8,7 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Voluntis.

Le 9 septembre 2021

Christophe Velut



11. Sommaire annexe

Annexe I – Principaux partenariats

Annexe II – Exemple d'un contrat (de la facturation à la reconnaissance d'un chiffre d'affaires)

Annexe III – Ventilation du chiffre d'affaires par accord de partenariat

Annexe IV - Autorisations réglementaires obtenues par le Groupe

Annexe V - Palmarès clients

Annexe VI - Chiffres d'affaires facturés par accord de partenariat

Annexe VII - Ecart budget et réalisé

Annexe VIII - Echantillon Comparables Boursiers

Annexe IX - Transactions comparables récentes



Annexe I : Principaux partenariats

[CONFIDENTIEL]



Annexe II : Exemple d'un contrat (de la facturation à la reconnaissance d'un chiffre d'affaires)

[CONFIDENTIEL]



Annexe III : Ventilation du chiffre d'affaires par accord de partenariat

[CONFIDENTIEL]



Annexe IV : Autorisations réglementaires obtenues par le Groupe

[CONFIDENTIEL]



Annexe V : Palmarès clients

[CONFIDENTIEL]

Annexe VI : Chiffres d'affaires facturés par accord de partenariat

[CONFIDENTIEL]



Annexe VII : Ecart budget et réalisé

[CONFIDENTIEL]



Annexe VIII : Echantillon Comparables Boursiers

Société	Description activité						Répartition géographique du CA
Cambridge Cognition Holdings	Cambridge Cognition Holdings Plc, une société technologique spécialisée dans les neurosciences, développe des solutions de santé numérique aux États-Unis, au Royaume-Uni, dans l'Union européenne et à l'international. Elle propose notamment les solutions suivantes : une plateforme de recrutement de patients en ligne pour les sociétés pharmaceutiques et biotechnologiques afin d'identifier des participants qualifiés pour les essais cliniques dans les indications à fort besoin, comme la maladie d'Alzheimer, une plateforme de santé numérique, qui fournit des applications portables et pour smartphone pour la collecte de données afin de fournir des solutions de santé numérique attrayantes pour l'amélioration de l'engagement du patient, la démonstration de l'efficacité du traitement, et la compréhension d'une maladie et de la réponse du patient à la médication, un logiciel de recherche qui offre des mesures numériques sensibles de la fonction cognitive pour divers domaines de recherche sur le cerveau, un outil numérique d'évaluation de la santé en ligne pour mesurer et surveiller le bien-être mental et la performance cognitive sur le lieu de travail...						Rest of World 11% European Union 16% United States of America 73%
	Pays	Royaume-Uni	Employés	58	Capitalisation boursière	53 M£	
	CA	7 M£	% marge Ebitda	-10%	Ratio d'intensité capitalistique	0,52	
Société	Description activité						Répartition sectorielle du CA
DarioHealth Corp.	DarioHealth Corp. opère en tant que société de thérapie numérique aux États-Unis, au Canada, dans l'Union européenne, en Australie et en Nouvelle-Zélande. La société propose des solutions numériques pour les diabétiques notamment des appareils qui s'intègrent aux applications sur le smartphone d'un utilisateur, une plateforme de gestion de la santé de la population diabétique et des outils pour aider les patients diabétiques à gérer leur maladie. Il vend également des cartouches de bandelettes de test jetables spécifiques à l'appareil, des lancettes et le système de surveillance de la glycémie.						Diagnostic Kits / Equipment 100%
	Pays	Etats-Unis	Employés	133	Capitalisation boursière	242 M\$	
	CA	10 M\$	% marge Ebitda	-387%	Ratio d'intensité capitalistique	-0,28	
Société	Description activité						Répartition géographique du CA
Dexcom	DexCom, Inc. est une société de dispositifs médicaux qui se concentre sur la conception, le développement et la commercialisation de systèmes de surveillance du glucose en continu (CGM) aux États-Unis et à l'étranger. La société propose ses systèmes aux personnes atteintes de diabète ainsi qu'aux prestataires de soins de santé. Ses produits comprennent DexCom G6, un système CGM intégré pour la gestion du diabète ; Dexcom G7, un système CGM G7 de nouvelle génération ; et Dexcom Share, un système de surveillance à distance.						Outside of The United States 21,7% United States (U.S.) 78,3%
	Pays	Etats-Unis	Employés	5 500	Capitalisation boursière (m€)	44 477	
	CA (m€)	2 027	% marge Ebitda	15%	Ratio d'intensité capitalistique	-0,04	Répartition sectorielle du CA Patient Monitoring Equipment 100%



Société	Description activité					Répartition géographique du CA
iRhythm Technologies	iRhythm Technologies, Inc, une entreprise de santé numérique, fournit des produits de surveillance ambulatoire par électrocardiogramme (ECG) pour les patients présentant un risque d'arythmie aux États-Unis. Elle propose le service Zio, une solution de surveillance cardiaque ambulatoire qui combine un biocapteur sans fil, basé sur un patch et portable, avec une plateforme d'analyse de données basée sur le cloud pour aider les médecins à surveiller les patients et à diagnostiquer les arythmies.					United States 100,0%
						Répartition sectorielle du CA
	Pays	Etats-Unis	Employés	1 157	Capitalisation boursière	1 531 M\$
	CA	276 M\$	% marge Ebitda	-22%	Ratio d'intensité capitalistique	0,40
						Medical Labs & Research 100%

Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Ontrak	Ontrak, Inc. est une entreprise de traitement des soins de santé ambulatoires virtualisés, alimentée par l'intelligence artificielle, qui fournit des services d'intervention en personne ou par télésanté aux plans de santé et autres tiers payeurs. Sa plateforme Ontrak PRE (Predict-Recommend-Engage) prédit les personnes dont la maladie chronique s'améliorera avec un changement de comportement, recommande des parcours de soins que les personnes sont prêtes à suivre.					United States 100,0%
						Répartition sectorielle du CA
	Pays	Etats-Unis	Employés	724	Capitalisation boursière	512 M\$
	CA	99 M\$	% marge Ebitda	-9%	Ratio d'intensité capitalistique	0,53
						Healthcare Services 100%

Société	Description activité					Répartition géographique du CA
ResMed	ResMed Inc. développe, fabrique, distribue et commercialise des dispositifs médicaux et des applications logicielles basées sur le cloud qui permettent de diagnostiquer, traiter et gérer les troubles respiratoires comprenant l'apnée du sommeil, la bronchopneumopathie chronique obstructive, les maladies neuromusculaires et d'autres maladies chroniques. L'entreprise opère dans deux segments : les soins du sommeil et les soins respiratoires, et les logiciels en tant que service. Elle offre divers produits et solutions pour une gamme de troubles respiratoires, y compris des technologies à appliquer dans des produits médicaux et de consommation, des dispositifs de ventilation, des produits de diagnostic, des systèmes de masques à utiliser à l'hôpital et à domicile, des casques et autres accessoires, des dispositifs dentaires, des concentrateurs d'oxygène portables, et des solutions informatiques logicielles basées sur le cloud pour gérer les résultats des patients, ainsi que pour fournir des processus clients et commerciaux.					United States 61,8% Rest of The World 38,2%
						Répartition sectorielle du CA
	Pays	Etats-Unis	Employés	7 770	Capitalisation boursière	38 712 M\$
	CA	3 091 M\$	% marge Ebitda	30%	Ratio d'intensité capitalistique	-0,07
						Sleep and Respiratory Care 88% Software as a Service 12%



Société	Description activité					
Sensyne Health plc	Sensyne Health développe des produits logiciels qui mettent en relation les professionnels de la santé et les patients au Royaume-Uni et aux États-Unis. La société propose notamment les solutions suivantes : une application web pour l'autosurveillance du coronavirus, une solution aidant les individus à surveiller leur taux de glycémie et à partager leurs lectures avec les professionnels de la santé, un traitement numérique prescrit pour la gestion à distance du diabète pendant la grossesse, un système d'alerte précoce pour la surveillance des signes vitaux des patients à l'hôpital, une thérapie numérique prescrite pour la surveillance de la maladie pulmonaire obstructive chronique à domicile...					Répartition géographique du CA
	Pays	Royaume-Uni	Employés	135	Capitalisation boursière	249 M£
	CA	4 M£	% marge Ebitda	-797%	Ratio d'intensité capitalistique	2,33
						Répartition sectorielle du CA

Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Tabula Rasa HealthCare	Tabula Rasa HealthCare, Inc. est une entreprise de technologie des soins de santé aux États-Unis. Elle propose une plateforme cloud d'aide à la décision en matière de médication et de prescription à distance ainsi qu'un logiciel qui fournit des composants d'aide à la décision en matière de médication pour les clients cherchant à gérer leur risque lié au traitement et à améliorer les résultats de la médication, ainsi que les relations avec les patients en améliorant leurs programmes ou systèmes existants. L'entreprise propose également une plateforme logicielle basée sur l'informatique dématérialisée, conçue pour faciliter l'identification et la résolution des problèmes de traitement et d'autres problèmes de santé et un dossier médical électronique bas sur le Web pour les organisations PACE (Programs of All-Inclusive Care for the Elderly).					Répartition géographique du CA
	Pays	Etats-Unis	Employés	1 614	Capitalisation boursière	1 089 M\$
	CA	301 M\$	% marge Ebitda	-10%	Ratio d'intensité capitalistique	0,24
						Répartition sectorielle du CA

Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Tandem Diabetes Care	Tandem Diabetes Care est une société de dispositifs médicaux qui conçoit, développe et commercialise divers produits destinés aux personnes atteintes de diabète insulinodépendant aux États-Unis. Le produit phare de la société est une plateforme de pompe qui comprend une pompe, sa cartouche d'insuline jetable de 300 unités et un ensemble de perfusion. Elle propose également un outil qui permet aux utilisateurs de mettre à jour le logiciel de leur pompe. En outre, la société propose une application Vweb de gestion des données, qui offre un moyen visuel d'afficher les données de gestion du traitement du diabète provenant de la pompe, de la surveillance du glucose en continu et des lecteurs de glycémie pris en charge pour les utilisateurs, leurs soignants et leurs prestataires de soins de santé, ainsi que Sugarmate, une application mobile pour les personnes diabétiques qui utilisent de l'insuline.					Répartition géographique du CA
	Pays	Etats-Unis	Employés	1 500	Capitalisation boursière	6 548 M\$
	CA	542 M\$	% marge Ebitda	1%	Ratio d'intensité capitalistique	0,23
						Répartition sectorielle du CA



Annexe IX : Transactions comparables récentes

Date	Cible	Pays	Activité	Acquéreur	Pays	Contexte et/ou activité de l'acquéreur	Minorité / Majorité	EV (m€)	LTM VE/CA	NTM VE/CA
11/05/2021	BeCare Link	USA	BeCare Link LLC développe une plateforme thérapeutique numérique d'intelligence artificielle prédictive appliquée à la séroase en plaques.	InnovHealth Group	France	InnovHealth Group, SAS développe PassCare, une plateforme de santé interactive.	Majorité	35	n.d.	n.d.
06/04/2021	Better Therapeutics	USA	Better Therapeutics, développe des thérapies numériques sur ordonnance qui proposent des thérapies comportementales notamment une thérapie cognitivo-comportementale nutritionnelle, une thérapie comportementale pour les patients atteints de diabète de type 2 et d'autres maladies cardiométaboliques.	Farallon Capital Monashee Investment Sectoral Asset	USA	Fonds d'investissements.	Minorité	-	n.d.	n.d.
21/01/2021	Preventice Solutions	Etats-Unis	Preventice Solutions propose une plateforme cloud qui permet aux prestataires de recueillir, d'interpréter et de gérer de manière indépendante les données des patients en temps réel atteints d'arythmies cardiaques ainsi qu'un moniteur portable et un capteur cardiaque à distance à double modalité pour les médecins.	Boston Scientific Corporation	Etats-Unis	Boston Scientific Corporation développe, fabrique et commercialise des dispositifs médicaux destinés à être utilisés dans diverses spécialités médicales interventionnelles dans le monde entier.	Majorité	938	x 7,2	n.d.
18/12/2020	BioTelemetry	Etats-Unis	BioTelemetry fournit des technologies médicales permettant de surveiller à distance le niveau de glycémie ainsi que l'activité cardiaque.	Philips Holding USA	Etats-Unis	Philips Holding USA fabrique et commercialise des soins cardiaques, des soins aigus et des soins à domicile, des solutions d'éclairage à haut rendement énergétique ...	Majorité	2 081	x 6,7	x 5,6
04/12/2020	Pear Therapeutics	USA	Pear Therapeutics, découvre, développe et fournit des thérapies logicielles validées cliniquement, des thérapies numériques et des combinaisons médicament/logiciel pour traiter les troubles du comportement ainsi que des affections psychiatriques et neurologiques.	Fonds d'investissements	USA	Accord d'achat d'actions privilégiées de série D-1 et de série D-2.	Minorité	-	n.d.	n.d.
12/10/2020	CarePort Health	Etats-Unis	CarePort Health développe des solutions logicielles de coordination des soins des patients. La société propose une plateforme de gestion des patients dans tous les établissements de soins post-aigus avec des données et des alertes en temps réel et une plateforme qui évalue les résultats des patients et les mesures de performance des prestataires de soins post-aigus.	WellSky Corporation	Etats-Unis	WellSky Corporation fournit des logiciels et des services de soins de santé aux différents acteurs de la santé.	Majorité	1 150	x 13,0	n.d.
04/10/2020	Cohero Health	USA	Cohero Health, est une entreprise de santé respiratoire numérique qui développe et fournit des solutions de gestion des maladies respiratoires pour l'asthme et les troubles pulmonaires obstructifs chroniques notamment des solutions de gestion des symptômes et médicaments.	AptarGroup	USA	AptarGroup, fournit une gamme de solutions d'emballage, de distribution et de scellement principalement pour les marchés de la beauté, des soins personnels, des soins à domicile, des médicaments sur ordonnance, des soins de santé grand public, des produits injectables et des aliments et boissons.	Majorité	2	n.d.	n.d.
29/09/2020	Sensyne Health	UK	Sensyne Health propose des solutions numériques permettant la gestion à distance du diabète pendant la grossesse et la surveillance des signes vitaux des patients à l'hôpital, de la maladie pulmonaire obstructive chronique et de l'insuffisance cardiaque à domicile, des taux de glycémie...	Acacia Research Corporation	USA	Acacia Research Corporation investit également dans la propriété intellectuelle et les actifs à rendement absolu connexes, ainsi que dans l'octroi de licences et l'application de technologies brevetées.	Minorité	-	n.d.	n.d.
05/08/2020	Livongo Health	USA	Livongo Health fournit une suite intégrée de solutions favorisant le changement de comportement en matière de santé et traitant notamment les problématiques de diabète, d'hypertension et de gestion du poids.	Teladoc Health	USA	Teladoc Health fournit des services de soins de santé virtuels. Elle couvre diverses conditions cliniques, notamment les soins non critiques et épisodiques, les cas chroniques et compliqués comme le cancer et l'insuffisance cardiaque congestive, et propose des solutions de télésanté, la	Majorité	15 340	x 70,8	x 48,1
02/08/2020	Varian Medical Systems	Etats-Unis	Varian Medical Systems conçoit, fabrique, vend et entretient des dispositifs médicaux et des logiciels pour le traitement du cancer et d'autres maladies.	Siemens Healthineers	Etats-Unis	Siemens Healthineers, par l'intermédiaire de ses filiales, développe, fabrique et distribue des produits et services d'imagerie, de diagnostic et de thérapies avancées aux prestataires de soins de santé.	Majorité	13 750	x 5,1	x 5,1
19/05/2020	Kaiku Health Oy	Finlande	Kaiku Health Oy, une entreprise de science des données de santé, développe des interventions de santé numérique personnalisées pour les patients atteints de cancer en Suède, en Allemagne et en Suisse.	Elekta	Suède	Elekta AB, une société de technologie médicale, fournit des solutions cliniques pour le cancer et les troubles du cerveau dans le monde entier.	Majorité	22	n.d.	n.d.
19/05/2020	Physera	USA	Physera conçoit et développe une application qui met en relation des patients souffrant de lésions musculo-squelettiques avec des kinésithérapeutes.	Omada Health	USA	Omada Health conçoit et développe des programmes de soins de santé numériques en ligne pour des patients souffrant de maladies chroniques telles que le diabète, le diabète, l'hypertension et les maladies cardiaques.	Majorité	27	n.d.	n.d.
13/05/2020	My Pain Sensei	Canada	My Pain Sensei développe une application thérapeutique numérique basée sur l'intelligence artificielle qui aide à lutter contre la douleur chronique.	Next Health	Canada	Next Health développe une application de gestion de la santé basée sur les génotypes individuels.	Majorité	28	n.d.	n.d.
21/04/2020	Sonmol	Chine	Sonmol fournit des solutions pour les maladies respiratoires grâce à des outils numériques modernes. Elle propose des dispositifs technologiques pour le diagnostic et le traitement des maladies respiratoires, de la rhinite allergique, de l'asthme bronchique et des maladies pulmonaires obstructives chroniques.	AptarGroup	USA	AptarGroup, fournit une gamme de solutions d'emballage, de distribution et de scellement principalement pour les marchés de la beauté, des soins personnels, des soins à domicile, des médicaments sur ordonnance, des soins de santé grand public, des produits injectables et des aliments et boissons.	Minorité	-	n.d.	n.d.
10/03/2020	Sensyne Health	UK	Sensyne Health propose des solutions numériques permettant la gestion à distance du diabète pendant la grossesse et la surveillance des signes vitaux des patients à l'hôpital, de la maladie pulmonaire obstructive chronique et de l'insuffisance cardiaque à domicile, des taux de glycémie...	Gatemoire Capital Management LLP	UK	Gatemoire est un fonds d'investissements qui gère une stratégie activiste axée sur les redressements, les récupérations et les opportunités de croissance, principalement au Royaume-Uni et aux États-Unis.	Minorité	-	n.d.	n.d.
09/01/2020	Blue Mesa Health	USA	Blue Mesa Health, société de thérapie numérique, développe et exploite une plateforme pour offrir un programme de prévention du diabète. La société propose Transform, qui est une plateforme de santé numérique qui aide à inverser le diabète grâce au coaching et au soutien en matière de santé.	Virgin Pulse	USA	Virgin Pulse conçoit et développe une technologie visant à promouvoir de bonnes habitudes de vie pour les employés.	Majorité	-	n.d.	n.d.



Date	Cible	Pays	Activité	Acquéreur	Pays	Contexte et/ou activité de l'acquéreur	Minorité / Majorité	EV (m€)	LTM	NTM
									VE/CA	VE/CA
04/10/2019	RMDY Health	USA	RMDY Health opère en tant que fournisseur de solutions thérapeutiques numériques pour les industries de la santé et du bien-être.	OptimizeRx Corporation	USA	OptimizeRx Corporation fonctionne comme une société de santé numérique qui fournit des solutions de communication pour les entreprises des sciences de la vie, les médecins et les patients.	Majorité	42	x 19,4	n.d.
12/07/2019	Medidata Solutions	Etats-Unis	Medidata Solutions fournit des solutions cloud notamment une plateforme pour les essais cliniques permettant le développement et la commercialisation de nouvelles thérapies et une solution centralisée de suivi statistique.	Dassault Systemes Americas Corp	Etats-Unis	Dassault Systemes Americas Corp. développe et fournit des solutions logicielles de dessin CADAM aux États-Unis.	Majorité	5 144	x 8,8	x 7,5
05/03/2019	Prescribe Wellness	Etats-Unis	Prescribe Wellness développe une plateforme cloud de communication de soins de santé pour les professionnels de la santé afin d'aborder l'adhésion aux médicaments, la fidélité des patients et la comparaison des plans d'assurance maladie.	Tabula Rasa Healthcare	Etats-Unis	Tabula Rasa HealthCare est une entreprise de technologie des soins de santé qui propose une plateforme cloud d'aide à la décision en matière de médication et de prescription à distance.	Majorité	133	x 5,2	n.d.
30/01/2019	myStrength	USA	myStrength, développe des applications web et mobiles interactives axées sur des programmes de santé comportementale pour la dépression, l'anxiété et les troubles liés à la consommation de substances.	Livongo Health	USA	Livongo Health fournit une suite intégrée de solutions favorisant le changement de comportement en matière de santé et traitant notamment les problématiques de diabète, d'hypertension et de gestion du poids.	Majorité	31	n.d.	n.d.
03/02/2018	Propeller Health (Reciprocal Labs Corporation)	USA	Reciprocal Labs Corporation développe des produits pour aider les personnes souffrant d'asthme ou de maladies pulmonaires obstructives chroniques à gérer leurs conditions respiratoires.	ResMed	USA	ResMed développe, fabrique, distribue et commercialise des dispositifs médicaux et des applications logicielles qui permettent de diagnostiquer, de traiter et de gérer les troubles respiratoires.	Majorité	214	n.d.	n.d.
12/11/2018	Noona Healthcare Oy	Finlande	Noona Healthcare Oy développe une plateforme permettant aux patients atteints de cancer de signaler leur traitement ou les symptômes liés à la maladie directement à leur clinique.	Varian Medical Systems	USA	Varian Medical Systems conçoit, fabrique, vend et entretient des dispositifs médicaux et des logiciels pour le traitement du cancer et d'autres maladies.	Majorité	-	n.d.	n.d.
22/05/2018	Propeller Health (Reciprocal Labs Corporation)	USA	Reciprocal Labs Corporation développe des produits pour aider les personnes souffrant d'asthme ou de maladies pulmonaires obstructives chroniques à gérer leurs conditions respiratoires.	AptarGroup	USA	AptarGroup, fournit une gamme de solutions d'emballage, de distribution et de scellement principalement pour les marchés de la beauté, des soins personnels, des soins à domicile, des médicaments sur ordonnance...	Majorité	-	n.d.	n.d.
15/02/2018	Flatiron Health	USA	Flatiron Health est une entreprise de technologie des soins de santé qui construit des bases de données structurées pour l'oncologie et les marchés des soins de santé.	Roche Holding	Suisse	Roche Holding AG offre des produits pharmaceutiques.	Majorité	1 741	n.d.	n.d.
06/09/2017	SinfoniaRx	Etats-Unis	SinfoniaRx est une société de soins de santé américaine développant une plateforme de gestion thérapeutique des médicaments.	Tabula Rasa Healthcare	Etats-Unis	Tabula Rasa HealthCare est une entreprise de technologie des soins de santé qui propose une plateforme cloud d'aide à la décision en matière de médication et de prescription à distance.	Majorité	110	x 4,9	n.d.
29/06/2017	mySugr GmbH	Autriche	mySugr GmbH conçoit et développe des applications logicielles de gestion du diabète aux États-Unis et dans l'Union européenne. Les solutions de l'entreprise comprennent des bandelettes de test, des lecteurs de glycémie, des logiciels d'application, des conseils sur le diabète et des autopiéteurs.	Roche Holding	Suisse	Roche Holding AG offre des produits pharmaceutiques.	Majorité	64	n.d.	n.d.
28/02/2017	Kali Care	USA	Kali Care développe une plateforme en ligne pour connecter les médicaments du patient avec les médecins et soignants en temps réel. Sa plateforme est principalement axée sur les essais cliniques en ophtalmologie, ainsi que sur les produits pharmaceutiques et les médicaments pour les soins oculaires.	AptarGroup	USA	AptarGroup, fournit une gamme de solutions d'emballage, de distribution et de scellement principalement pour les marchés de la beauté, des soins personnels, des soins à domicile, des médicaments sur ordonnance...	Minorité	23	n.d.	n.d.

Source : S&P Capital IQ
Transactions retenues

