

NOTE EN REPONSE DE



A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIÉE PAR
NSE HOLDING



PRÉSENTÉE PAR



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a, apposé le visa n°11-444 en date du 4 octobre 2011 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par ECT Industries et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'Autorité des marchés financiers a vérifié "si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

Portzamparc Société de Bourse
13, rue de la Brasserie
44100 Nantes

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'ECT Industries seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée.

SOMMAIRE

1	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	3
2	CONTEXTE DE L'OFFRE.....	4
3	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	7
4	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ECT INDUSTRIES	37
4.1	Avis motivé du Conseil d'Administration du 14 septembre 2011.....	37
4.2	Accord avec des tiers dans le cadre de l'opération	40
5	INTENTIONS D'ECT INDUSTRIES RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES.....	41
6	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE.....	41
7	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	41
7.1	Structure et répartition du capital.....	41
7.2	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration	41
7.3	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	41
7.3.1	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions	42
7.3.2	Accords entre actionnaires dont ECT Industries a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	42
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	42
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	42
7.6	Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	42
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts	42
7.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs.....	42
7.7.2	Règles applicables aux modifications des statuts	42
7.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions	42
7.9	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	43
7.10	Autres informations	43
8	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ECT INDUSTRIES	43
9	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE.....	45

1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 235-2 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"**AMF**"), NSE Holding, société anonyme au capital de 9.257.750 euros dont le siège social est Les Seignes Nizerolles, 03250 Nizerolles, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Cusset sous le numéro 438 689 234 (ci-après l'"**Initiateur**" ou "**NSE Holding**") et après délibération de son conseil d'administration en date du 25 août 2011, propose de manière irrévocable aux actionnaires d'ECT Industries, société anonyme au capital de 1.884.169 euros dont le siège social est 11, boulevard Champy, ZI Les Richardets, 93160 Noisy Le Grand, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny sous le numéro 394 020 903 (ci-après "**ECT Industries**" ou la "**Société**"), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché de NYSE Alternext Paris sous le code ISIN FR0004065639 d'acquérir la totalité de leurs actions ECT Industries au prix unitaire de 12 euros dans les conditions décrites ci-après (l'"**Offre**").

L'offre s'inscrit à la suite du franchissement à la hausse du seuil des 50% en capital et en droits de vote de la société ECT Industries par NSE Holding.

En effet, NSE Holding a signé des contrats d'acquisition intitulés "engagement de cession et d'acquisition sous conditions suspensives d'actions ECT Industries" au prix de 12 euros par action avec les actionnaires suivants :

Nom de l'actionnaire	Nombre d'actions cédées
Mr De la Tribouille Jean-Claude	137 253
Mr Maillard Pierre	89 000
Société Bluebird Venture	75 000
Mr Barbier de Chalais Michel	67 091
CA Holding SAS	47 379
Mr Zabouri Gilbert	40 000
Cogepar SA	38 222
Mr Desforges Bernard	37 637
Mr Bloch Jean-Pierre	26 866
Mme Konczewski Alda	18 000
Mme Capion Marie-Laure	10 875
Mme Ernoult Dairaine Isabelle	10 875
Mr Eskenazi Gerard	10 750
Mme Desforges Laure	8 190
Mr Laurin Guillaume	5 000
Mr Bourcier Louis	2 000
Mr Disdier Patrick	1 000
Mme Graftiaux Edwige	1 000
Total	626 138

Aux termes de ces accords, NSE Holding a acquis, le 31 août 2011, un total de 626.138 actions et détient donc désormais le contrôle avec 51,51 % du capital et 50,25 % des droits de vote d'ECT Industries (le nombre total d'actions d'ECT Industries est de 1.215.593 et le nombre total de droits de vote théoriques post opération, calculé selon l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF, est de 1.245.935), cotée sur le marché NYSE Alternext Paris. L'Offre Publique est ainsi déposée en application des articles 235-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

Portzamparc Société de Bourse, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé l'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur, le 8 septembre 2011. Conformément aux dispositions de l'article 231-13-I du règlement général de l'AMF, Portzamparc Société de Bourse garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur

dans le cadre de l'Offre. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, soit, au 1^{er} septembre 2011, 555.699 actions ECT Industries, hors prise en compte des 33.756 actions auto-détenues par la société ECT qui s'est engagée, aux termes d'une décision de son Conseil d'Administration en date du 14 septembre 2011, à ne pas les apporter à l'Offre.

En outre, des actionnaires participants à la cession du bloc de contrôle ont conservé des actions après la cession du 31 août 2011:

Nom de l'actionnaire	Nombre d'actions conservées
Mr Maillard Pierre	8 159
Mr Barbier de Chalais Michel	15 000
Mr Zabouri Gilbert	3 000
Mr Desforges Bernard	12 545
Mme Konczewski Alda	1 200
Mme Desforges Laure	2 730
Mr Laurin Guillaume	3 000
Mr Bourcier Louis	3 000
Mr Disdier Patrick	3 000
Mme Graftiaux Edwige	2 000
Total	53 634

Messieurs Maillard et Laurin se sont engagés au cours d'un conseil d'administration d'ECT en date du 14 septembre à ne pas apporter leurs titres encore détenus à la présente Offre.

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

2 CONTEXTE DE L'OFFRE

Le 11 février 2011, l'Initiateur et la Société ont signé un accord de confidentialité afin d'étudier un projet de rapprochement industriel.

Le 1^{er} juillet 2011, l'Initiateur de l'Offre a envoyé une lettre d'intention à ECT Industries, sous conditions suspensives, pour se porter acquéreur d'un minimum de 51% des titres de la Société au prix de 12 euros par action.

Le 18 juillet 2011, le Président d'ECT Industries dans un courrier adressé à l'Initiateur, a fait savoir que la Société était prête à examiner plus avant les modalités d'un rapprochement éventuel et que plus de 50% des actionnaires d'ECT Industries ont déjà donné leur accord de principe sur la cession de leurs titres au prix de 12€ par action.

Au terme d'engagements de cession et d'acquisition sous conditions suspensives d'actions ECT Industries" conclus entre des actionnaires (**les "Cédants"**) et l'Initiateur de l'offre, l'Initiateur et les Cédants étant désignés ensemble **les "Parties"**, les Parties ont notamment convenu de la cession de 626.138 actions à l'Initiateur, au prix de 12 euros par action (**l' "Opération"**).

Le 31 août 2011, les Parties ont réalisé l'Opération dans le cadre d'une transaction de bloc hors marché, conformément aux engagements de cession signés entre les Parties. A cette même date, la Société a demandé la suspension du cours de bourse auprès de NYSE Euronext Paris.

Un communiqué annonçant la prise de contrôle de ECT Industries par NSE Holding, après que la cotation des actions ait été suspendue jusqu'au jour de l'ouverture de l'Offre Publique, a été publié le 31 août 2011.

Préalablement à la réalisation de l'Opération, le nombre total de droits de vote de la Société (calculé selon l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF) s'établissait à 1 854 840, du fait de l'attribution de droits de vote double en application des statuts de la Société. Le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis, à la connaissance de la Société, de la manière suivante :

Actionnariat ECT Industries au 31/08/2011 avant cession	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Actionnaires parties prenantes à la cession du bloc majoritaire				
Monsieur Jean-Claude de La Tribouille	137 253	11.29%	259 506	13.99%
Monsieur Pierre Maillard	97 159	7.99%	187 807	10.13%
Monsieur Michel Barbier de Chalais	82 091	6.75%	162 482	8.76%
Bluebird Venture	75 000	6.17%	150 000	8.09%
Monsieur Bernard Desforges	50 182	4.13%	100 364	5.41%
Monsieur Gilbert Zabouri	43 000	3.54%	83 000	4.47%
CA Holding SAS	47 379	3.90%	93 455	5.04%
Cogepar SA	38 222	3.14%	68 686	3.70%
Mr Bloch Jean-Pierre	26 866	2.21%	53 732	2.90%
Mme Konczewski Alda	19 200	1.58%	38 400	2.07%
Mme Capiion Marie-Laure	10 875	0.89%	21 750	1.17%
Mme Ernoult Dairaine Isabelle	10 875	0.89%	21 750	1.17%
Mr Eskenazi Gerard	10 750	0.88%	21 500	1.16%
Mme Desforges Laure	10 920	0.90%	21 840	1.18%
Mr Laurin Guillaume	8 000	0.66%	13 000	0.70%
Mr Bourcier Louis	5 000	0.41%	7 000	0.38%
Mr Disdier Patrick	4 000	0.33%	5 000	0.27%
Mme Graftiaux Edwige	3 000	0.25%	4 000	0.22%
Total	679 772	55.92%	1 313 272	70.80%
Auto-détention	33 756	2.78%	33 756	1.82%
Autres actionnaires	502 065	41.30%	507 812	27.38%
Total	1 215 593	100.00%	1 854 840	100.00%

* cf article 223-11 du Règlement Général de l'AMF : "le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachées des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote"

Il est précisé qu'il n'existe aucune clause de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre du rachat des actions détenues par les Cédants.

A l'issue de l'Opération, l'Initiateur détient 626.138 actions représentant 51,51% du capital et 50,25% des droits de vote de la Société, tel que décrit ci-après :

Actionnariat ECT Industries à l'issue de l'Opération	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
NSE Holding	626 138	51.51%	626 138	50.25%
Actionnaires parties prenantes à la cession du bloc majoritaire				
Monsieur Michel Barbier de Chalais	15 000	1.23%	30 000	2.41%
Monsieur Bernard Desforges	12 545	1.03%	12 545	1.01%
Monsieur Pierre Maillard	8 159	0.67%	9 554	0.77%
Mr Laurin Guillaume	3 000	0.25%	6 000	0.48%
Mr Bourcier Louis	3 000	0.25%	5 000	0.40%
Mr Disdier Patrick	3 000	0.25%	4 000	0.32%
Monsieur Gilbert Zabouri	3 000	0.25%	3 000	0.24%
Mme Desforges Laure	2 730	0.22%	2 730	0.22%
Mme Graftiaux Edwige	2 000	0.16%	3 000	0.24%
Mme Konczewski Alda	1 200	0.10%	2 400	0.19%
Monsieur Jean-Claude de La Tribouille	0	0.00%	0	0.00%
Bluebird Venture	0	0.00%	0	0.00%
CA Holding SAS	0	0.00%	0	0.00%
Cogepar SA	0	0.00%	0	0.00%
Mr Bloch Jean-Pierre	0	0.00%	0	0.00%
Mme Capion Marie-Laure	0	0.00%	0	0.00%
Mme Ernoult Dairaine Isabelle	0	0.00%	0	0.00%
Mr Eskenazi Gerard	0	0.00%	0	0.00%
Total	53 634	4.41%	78 229	6.28%
Auto-détention	33 756	2.78%	33 756	2.71%
Autres actionnaires	502 065	41.30%	507 812	40.76%
Total	1 215 593	100.00%	1 245 935	100.00%

** cf article 223-11 du Règlement Général de l'AMF : "le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachées des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote"*

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital de la Société.

Par ailleurs, il est rappelé que les actions bénéficiant d'un droit de vote double, qui seront apportées à l'Offre, perdront ce droit lors de leur transfert.

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré par courrier en date du 6 septembre 2011 à l'AMF et à ECT Industries, avoir franchi à la hausse le 31 août 2011 les seuils légaux de 50% du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis AMF n°211C1650 publié le 7 septembre 2011.

Il est précisé que NSE Holding n'a acquis aucune action ECT Industries au cours des douze derniers mois, au 31 août 2011, date d'acquisition du bloc de contrôle.

3 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1-I du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration d'ECT Industries, réuni le 24 août 2011, a désigné le Cabinet CROWE HORWATH, représenté par Monsieur Olivier Grivillers en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de sa mission, le Cabinet CROWE HORWATH a rendu le rapport figurant ci-après.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE D' ACTIONS PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE ECT INDUSTRIES

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée d'actions portant sur les actions de la société ECT Industries, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1-I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du conseil d'administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil ; l'initiateur qui détient environ 51% du capital social ayant des représentants au conseil d'administration de la cible.

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

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

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

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

1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1.1 Présentation de la Société initiatrice

Le groupe NSE, créé en 1983 par François Lacoste, emploie près de 700 salariés. Il est divisé en deux branches d'activité :

- NSE Services : à travers cette branche, la société fournit à ses clients des services de support, d'assistance et de logistique pour leurs produits IT, de télécommunication et d'électronique professionnelle et grand public. NSE Services est présente dans plusieurs pays européens, à travers ses propres sites (en France et en Hongrie) ou son réseau de partenaires européen "European Services Network".
- NSE Intégrations a pour activité l'ingénierie, la réalisation, l'installation et le Maintien en Condition Opérationnelle de systèmes intégrés à destination des sociétés industrielles, et en particulier des secteurs de la défense et de l'aéronautique. Le développement du groupe s'est réalisé par croissance organique et par croissances externes. Le groupe est présent en France, au Canada, au Maroc et depuis le mois de mars 2011 au Brésil.

La société NSE Holding (ci-après « l'initiateur ») est une société holding qui dirige et anime les filiales opérationnelles du groupe NSE.

1.2 Présentation de la Société concernée par l'opération

La société ECT Industries est une société anonyme au capital de 1 884 169 euros dont le siège social est à Noisy Le Grand. ECT Industries est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bobigny sous le numéro 394 020 903.

Le groupe ECT Industries a été constitué en 1994. Ses actions sont admises aux négociations sur le marché de NYSE Alternext Paris depuis 2006.

Le groupe ECT Industries est spécialisé dans la conception, la fabrication, la commercialisation et la maintenance de systèmes et d'équipement électroniques et électromagnétiques embarqués, principalement destinés à l'aéronautique. Ces activités se répartissent de façon assez équilibrée sur les marchés civils et militaires, en France et à l'étranger.

ECT Industries possède 7 établissements en France et une filiale (Bayo). Elle a une cellule de recherche et développement (ci après « R&D ») composée de 24 ingénieurs et techniciens.

1.3 Contexte et termes du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée

L'initiateur souhaite se rapprocher d'ECT Industries de façon à bénéficier de la complémentarité de leurs activités pour faire converger les deux sociétés vers une plus grande croissance combinée.

L'offre s'inscrit à la suite du franchissement à la hausse du seuil des 50% en capital et en droits de vote de la société ECT Industries par NSE holding.

En effet, NSE Holding a signé des contrats d'acquisition intitulés « engagement de cession et d'acquisition sous conditions suspensives d'actions ECT Industries » au prix de 12€ par action avec un certain nombre d'actionnaires.

Aux termes de ces accords, NSE Holding a acquis, le 31 août 2011, un total de 626 138 actions représentant 51,51% du capital de la société ECT Industries.

La présente opération porte sur la totalité des actions d'ECT Industries non détenues par NSE holding, soit, au 1er septembre 2011, 589 455 actions d'ECT Industries.

L'initiateur n'a pas l'intention de procéder, ni à un retrait obligatoire, ni à une radiation des titres ECT Industries de NYSE Alternext Paris, à la clôture de l'offre publique ou dans les 12 prochains mois.

2 PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

2.1 Présentation d'Horwath Audit France

2.1.1 Présentation générale

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 26 000 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

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

Crowe Horwath Partenaires France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Au sein de Crowe Horwath Partenaires France, Horwath Audit France coordonne les missions à caractère transnational ou international.

2.1.2 Présentation de l'activité « évaluation d'entreprises et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Horwath Audit France a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises et des expertises indépendantes.

Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

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

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertises indépendantes et a dirigé le département « évaluation » de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Horwath Audit France.

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

Olivier Grivillers est notamment l'auteur d'une thèse « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'offres publiques » primée par l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris en 2007 et publiée chez DALLOZ en 2009 dans l'ouvrage « ingénierie financière, juridique et fiscale »

Dans le cadre d'offres publiques, il est notamment intervenu sur de nombreuses expertises indépendantes.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé d'Horwath Audit France, expert-comptable, commissaire aux comptes et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté de trois collaborateurs disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 2 et 5 ans :

- Louis de Sivry, diplômé d'un mastère spécialisé d'ingénierie financière de l'EM Lyon,
- Diane Houx, expert-comptable stagiaire, diplômée de l'ESSCA.
- Olivier Salva, expert-comptable stagiaire, diplômé de l'ESC Toulouse.

Une revue indépendante a été effectuée par Marc de Prémare, associé chez Horwath Audit France.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Horwath Audit France au cours des 12 derniers mois

Olivier Grivillers a participé à la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique alternative simplifiée visant les actions EDF Energies Nouvelles (mai 2011) ainsi qu'à la mission relative au retrait obligatoire visant les actions EDF Energies Nouvelles (juillet 2011).

2.3 Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Horwath Audit France sont indépendants de la société ECT Industries ainsi que de ses actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec la société et n'ont jamais exercé de missions auprès d'elle.

Ils ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, Olivier Grivillers et le cabinet Horwath Audit France attestent donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'eux avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

2.4 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Horwath Audit France est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Horwath Audit France au titre de la présente mission s'élève à 21 000€, hors taxes et hors frais.

2.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

2.6.1 Programme de travail détaillé

I Prise de connaissance et analyse du contexte

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

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

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

Analyse des données historiques

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

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction générale d'ECT Industries et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan d'ECT Industries ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;

- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence) ;

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

Analyse du contrat d'engagement de cession et d'acquisition signé entre plusieurs actionnaires représentant environ 51% du capital d'ECT Industries et NSE Holding.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues :

Méthode des flux de trésorerie actualisés

- construction des flux ;
- détermination du taux d'actualisation ;
- valorisation de l'action ECT Industries ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers

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

Méthode du cours de bourse

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

Méthode des transactions comparables

- analyse des transactions récentes intervenues sur le capital d'ECT Industries ;
- obtention d'une lettre d'affirmation.

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

V Rédaction du rapport d'évaluation

VI Revue indépendante

VII Présentation des conclusions au Conseil d'Administration d'ECT Industries

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration d'ECT Industries a nommé Horwath Audit France en qualité d'expert indépendant le 24 août 2011.

Notre mission s'est déroulée du 24 août au 14 septembre 2011. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 24 août au 26 août 2011 : Prise de connaissance et analyse du contexte.

Réunion :

Le 26 août 2011 avec le président directeur général d'ECT Industries et l'adjointe juridique et financière.

- du 27 août au 2 septembre 2011 : Préparation de l'évaluation.

Réunion :

Le 31 août 2011 avec l'établissement présentateur (Portzamparc).

Contacts téléphoniques/correspondance :

Le 31 août 2011 avec l'adjointe juridique et financière d'ECT Industries.

- du 5 au 9 septembre 2011 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche de transactions comparables, travaux de valorisation.

Contacts téléphoniques/correspondance :

Les 6, 7 et 8 septembre 2011 avec la direction juridique et financière d'ECT Industries.

Les 6, 7 et 8 septembre 2011 avec l'établissement présentateur

- du 10 au 14 septembre 2011 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'Administration

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

ECT Industries

- Mr Pierre Maillard, Président Directeur Général,
- Mme Stéphanie Ruelland, Adjointe Juridique et Financière.

Etablissement présentateur

- Mr Cyrille Gonthier, directeur corporate finance,
- Mr Vincent Le Sann, responsable Bureau d'Analyse Financière,
- Mr Fabien Guillote, chargé d'affaires corporate finance,
- Mr Nicolas Royot, analyste financier.

2.6.4 Informations utilisées

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

- les informations publiquement disponibles sur la société ECT Industries, notamment sur son site internet ;
- les états financiers d'ECT Industries au 31 décembre 2009 et 2010 arrêtés par le conseil d'administration et certifiés par les commissaires aux comptes ;
- les procès verbaux de délibération des conseils d'administration et des assemblées générales d'ECT Industries ;
- les contrats d'engagement de cession et d'acquisition signés entre plusieurs actionnaires représentant environ 51% du capital d'ECT Industries et NSE Holding ;
- les informations fournies par la société et ses conseils, notamment le business plan 2011-2014 de la société établi par la direction générale d'ECT Industries ;
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*¹, *Reuters* et *Factset* : cours boursiers historiques de la société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des comparables boursiers ;
- les informations mises à disposition sur leur site Internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité d'ECT Industries ;
- le projet de note d'information relatif à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions d'ECT Industries initié par NSE Holding intégrant les éléments d'appréciation du prix de l'offre établis par l'établissement présentateur Portzamparc.

3 ELÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX PROPOSÉ

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

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Les comptes consolidés sont établis selon les principes comptables et les règles d'évaluation fixées par la loi et le Code de Commerce, en conformité avec le règlement CRC n°99-02 du 29 avril 1999 relatifs aux comptes consolidés.

¹ : www.infinancials.com

A noter que le groupe a opté pour la méthode préférentielle de l'activation de ses frais de développement (hors frais de recherche). Les frais de développement sont amortis à compter de la mise en service des immobilisations produites, sur leur durée réelle d'utilisation qui varie de 3 à 5 ans en fonction de la nature des projets. En cas d'échec ou de perspectives commerciales insuffisantes, un amortissement exceptionnel est comptabilisé pour la valeur nette comptable et l'immobilisation incorporelle est sortie du bilan.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Le capital d'ECT Industries est composé de 1 215 593 actions. Au 30 juin 2011, comme indiqué dans un communiqué à cette même date, ECT Industries détenait 30 000 actions en autocontrôle et 4 767 actions propres dans le cadre du contrat de liquidité.

Le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux de valorisation, soit 1 180 826 actions, correspond au nombre de titres en circulation net de l'auto-détention.

Il n'existe pas aujourd'hui de valeurs mobilières (stock-options, bons de souscription d'actions...) pouvant entraîner une dilution de la valeur par action.

3.1.3 Endettement net ajusté

L'endettement net consolidé d'ECT Industries retenu dans le cadre de la valorisation selon les méthodes des flux de trésorerie actualisés et des comparables boursiers est issu des états financiers consolidés au 31/12/2010.

Les états financiers au 31/12/2010 font état d'emprunts et de dettes financières pour 3 235k€ et de disponibilité pour 3 375k€. La trésorerie nette à cette même date ressort donc à 140k€.

La dette nette consolidée doit, selon nous, également comprendre les provisions pour risques et charges réputés décaissables ainsi que le remboursement des acomptes perçus par ECT Industries dans le cadre de son contrat dénoncé par la direction générale de l'armement (ci-après « DGA »).

3.1.3.1 Provisions pour risques et charges

Après entretien avec la direction financière d'ECT Industries, nous avons considéré l'intégralité des provisions comme réputées décaissables.

En k€

Provisions pour risques & charges	31/12/10
Indemnités de départ en retraite	281
Provisions pour litiges	291
Provisions pour SAV	84
Total	656

3.1.3.2 Avances DGA

ECT Industries a perçu de la part de DGA des acomptes à hauteur de 1,5M€. Le client a dénoncé ce contrat suite à des problèmes de performances sur des produits acquis auprès d'un fournisseur étranger.

ECT Industries sera donc amenée à rembourser cette avance. Les échéances de remboursement de cet acompte ont été actualisées au coût moyen du capital dont le calcul est présenté ci-après. La valeur actualisée du remboursement des acomptes s'élève, selon nos calcul, à 1 228k€.

3.1.3.3 Dettes financières « ajustées »

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette financière « ajustée » de 1 744k€ qui se décompose comme suit :

En k€	
Trésorerie nette	-140
Provisions pour risques et charges décaissables	656
Acomptes à rembourser	1 228
Dettes financières "ajustées"	1 744

3.1.4 Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par la direction d'ECT Industries sur une durée de 4 ans de 2011 à 2014.

La société n'envisage pas aujourd'hui d'acquisitions externes qui viendraient modifier le périmètre de l'analyse.

Le business plan résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur un ensemble d'hypothèses de commercialisation ;
- au niveau du taux de marge d'exploitation (ratio résultat d'exploitation / chiffre d'affaires) ;
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

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

3.1.5 Activité de la société et environnement

ECT Industries conçoit, réalise et maintient en condition opérationnelle des équipements électroniques et électromécaniques principalement pour le secteur de l'aéronautique mais aussi pour les bâtiments ou les véhicules.

La société propose une offre globale regroupant 5 domaines spécifiques : la conception d'équipements électroniques de haute technicité, la vision de nuit, les enregistreurs de paramètres, la géolocalisation par Iridium, la maintenance et le traitement d'obsolescence, la signalisation et les systèmes ferroviaires.

Ces activités se répartissent de façon assez équilibrée sur les marchés civils et militaires, en France et à l'étranger.

La France demeure le premier marché du groupe où il réalise environ 60% de son chiffre d'affaires en 2010.

3.2 **Méthodes d'évaluation écartées**

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future d'ECT Industries. En effet, elle reflète uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

A titre indicatif, la part du groupe dans la valeur des fonds propres au 31 décembre 2010 s'élève à 10 128k€, soit une valeur de 8,3€ par action. Cette valeur reste par ailleurs proche des différentes moyennes du cours de bourse au 31 août 2011.

3.2.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est peu adaptée à l'évaluation d'ECT Industries dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 Méthode des transactions comparables

Nous n'avons pas identifié de transactions récentes dans le secteur d'ECT Industries renseignées en termes de multiples. Par conséquent, cette méthode n'a pu être mise en œuvre.

3.2.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

ECT Industries a historiquement distribué des dividendes sans définir une politique de distribution spécifique sur le plan d'affaires.

Nous ne jugeons pas utile de recourir à l'actualisation des dividendes en considérant que les résultats aboutiraient nécessairement à une valeur inférieure à celle obtenue par l'actualisation des flux de trésorerie actualisés qui comprennent implicitement les dividendes futurs.

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

3.3 **Méthodes d'évaluation retenues**

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- Transactions récentes sur le capital.
- Méthode du cours de bourse ;
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie ;
- Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;

3.3.1 Transactions récentes sur le capital

NSE Holding a signé des contrats d'acquisition intitulés "engagement de cession et d'acquisition sous conditions suspensives d'actions ECT Industries" au prix de 12€ par action avec les actionnaires suivants :

Nom de l'actionnaire	% de détention	Nombre d'actions cédées
Mr De La Tribouille Jean-Claude	11,29%	137 253
Mr Maillard Pierre	7,32%	89 000
Société Bluebird Venture	6,17%	75 000
Mr Barbier de Chalet Michel	5,52%	67 091
CA Holding SAS	3,90%	47 379
Mr Zabouri Michel	3,29%	40 000
Cogepar SA	3,14%	38 222
Mr Desforges Bernard	3,10%	37 637
Mr Bloch Jean Pierre	2,21%	26 866
Mme Konczewski Alda	1,48%	18 000
Mme Capiion Marie-Laure	0,89%	10 875
Mme Ernoult Dairaine Isabelle	0,89%	10 875
Mr Eskenazi Gérard	0,88%	10 750
Mme Desforges Laure	0,67%	8 190
Mr Laurin Guillaume	0,41%	5 000
Mr Bourcier Louis	0,16%	2 000
Mr Disdier Patrick	0,08%	1 000
Mme Grafitaux Edwige	0,08%	1 000
Total	51,51%	626 138

Aux termes de ces accords, NSE Holding a acquis, le 31 août 2011, un total de 626 138 actions et détient donc désormais le contrôle avec 51,51% du capital et 50,25% des droits de vote d'ECT Industries.

Cette transaction constitue une référence significative car elle porte sur une part importante du capital d'ECT Industries, les 626 138 titres échangés représentant 51,51% du capital.

Par ailleurs, cette transaction est concomitante au lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et intègre donc le même niveau d'information sur la société ECT Industries.

Les contrats de cession ne contiennent pas de clause accessoire au prix ni d'avantage particulier remettant en cause l'équité du prix d'offre.

Hormis ces contrats, nous n'avons connaissance d'aucun accord conclu dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

3.3.2 Méthode du cours de bourse

Les actions d'ECT Industries sont cotées sur le marché réglementé de NYSE Alternext à Paris sous le code ISIN FR0004065639.

3.3.2.1 Analyse de la liquidité de l'action ECT Industries

L'actionnariat d'ECT Industries se répartit de la manière suivante :

Composition de l'actionnariat	% du capital
Fondateurs	32,8%
Salariés	13,8%
Flottant	53,4%
Total	100%

Source : ECT Industries

Selon les données fournies par ECT Industries, le flottant représentait 53,4% du capital au 31 décembre 2010.

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

Analyse de la liquidité de l'action ECT Industries				
Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés (moyenne)	Titres échangés (cumul)	Volume cumulé (% du nombre total d'actions)	Volume cumulé (% du flottant)
Moyenne 1 mois	490	11 275	1%	2%
Moyenne 3 mois	401	26 483	2%	4%
Moyenne 6 mois	673	88 821	7%	14%
Moyenne 1 an	898	234 291	19%	36%

Source : Factset au 31/08/11

Le tableau ci-dessus synthétise les volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 401 titres (moyenne 3 mois) et 898 titres (moyenne 1 an). Les volumes échangés ont, par ailleurs, diminué au cours des derniers mois.

Le nombre total de titres échangés au cours du dernier mois s'élève à 11 275, ce qui représente environ 1% du nombre total de titres et 2% du flottant.

Sur un an, le volume moyen quotidien échangé est de 898 titres. Sur cette même période le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 234 291 ce qui représente 19% de la totalité des titres et 36% du flottant.

Au regard de ces données, nous pouvons donc considérer le titre ECT Industries comme relativement liquide et retiendrons donc la méthode du cours de bourse.

3.3.2.2 Analyse du cours de bourse l'action ECT Industries

L'évolution du titre ECT Industries depuis son introduction en bourse est présentée ci-dessous :

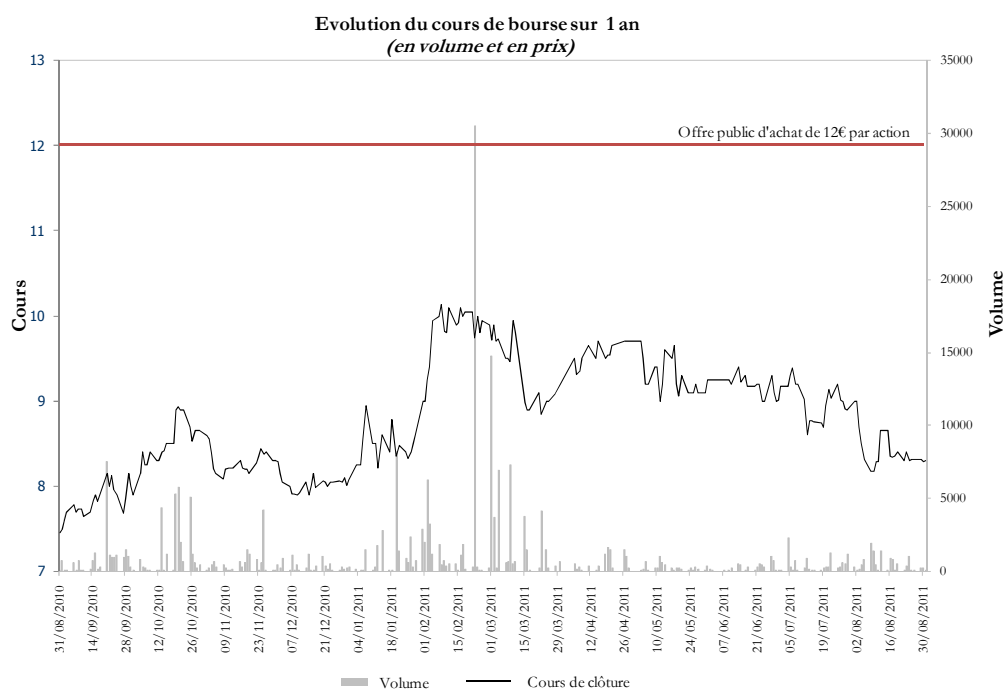


Source : Factset au 31/08/11

Le titre ECT Industries a été introduit en bourse le 20 octobre 2006 au prix de 10,5€ l'action. Le tableau ci-dessus met en évidence les fortes fluctuations du titre depuis sa date d'introduction : la valeur maximum atteinte par le titre s'élève 14,45€ (juin 2007) tandis que le minimum ressort à 4,20€ (mars 2009).

Il convient d'observer que le cours de bourse, depuis le 17 octobre 2007, se situe en dessous du prix de l'offre d'achat aujourd'hui proposé.

L'évolution du titre au cours des 12 derniers mois est la suivante :



Factset au 31/08/2011

Source :

Au cours des 12 derniers mois, le titre ECT Industries a évolué entre 7,5€ (31/08/10) et 10,1€ (08/02/11).

Au dernier jour de cotation (31/08/11), la valeur du titre ressort à 8,3€, soit une prime de 45% par rapport à l'offre d'achat proposée.

3.3.2.3 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les différentes primes offertes résultant du prix de l'offre d'achat, par rapport au cours de clôture du titre ECT Industries au 31/08/11 (dernier jour de cotation avant suspension de la cote) ainsi que par rapport aux cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens de la société pour les périodes sélectionnées :

Moyennes pondérées des cours de bourse d'ECT Industries au 31/08/11

	ECT Industries (€/action)	Prime offerte
Cours de clôture (le 31/08/11)	8,3	45%
CMPV* 1 mois	8,4	44%
CMPV* 3 mois	8,8	37%
CMPV* 6 mois	9,3	29%
CMPV* 12 mois	9,0	33%

SOURCE : Factset au 31/08/2011

* Coût moyen pondéré par les volumes

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 8,4€ (moyenne 1 mois) et 9,3€ (moyenne 6 mois). Les moyennes long terme observées sont supérieures aux moyennes court terme.

Au dernier jour de cotation, le cours de bourse s'établissait à 8,3€.

Le prix proposé de 12€ par action offre une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse et sur le cours de clôture au 31 août 2011. Les primes sont comprises entre 29% (cours moyen pondéré par les volumes 6 mois) et 45% (cours de clôture au 31 août 2011).

Le prix d'offre offre des primes plus élevées sur les moyennes court terme que sur les moyennes long terme.

A noter que la société de bourse Portzamparc, qui suivait régulièrement le titre ECT Industries, recommandait dans sa dernière note du 22 juillet 2011, l'achat pour un cours cible de 10,9€. Le prix d'offre offre donc une prime de 10,1% sur ce cours cible.

3.3.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flows)

3.3.3.1 Définition de la méthode

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

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés d'après le business plan construit par la direction de la société ECT Industries.

3.3.3.2 Analyse du business plan d'ECT Industries

Chiffre d'affaires

Sur la période du business plan, la croissance moyenne du chiffre d'affaires ressort à environ 10%. Son évolution résulte notamment :

- de nouveaux contrats dans le domaine de la maintenance;
- de la prise de commandes importantes pour l'activité Systèmes ;
- du renouvellement de marchés existants.

Analyse de la marge d'EBITDA²

L'EBITDA est calculé par différence entre le chiffre d'affaires et les charges d'exploitation qui incluent les achats consommés et les charges externes, les impôts et taxes liés à l'exploitation et les charges de personnel.

La marge d'EBITDA devrait croître de plus de deux points sur la période 2011-2014. Cette hausse s'explique essentiellement par la diminution du poids relatif des charges de personnel par rapport au chiffre d'affaires, l'entreprise prévoyant notamment le remplacement de ses effectifs partant à la retraite par des profils plus spécialisés. Les achats consommés et les charges externes évoluent, pour leur part, proportionnellement au chiffre d'affaires.

L'évolution de l'EBITDA nous semble cohérente au regard de l'analyse des différents postes de produits et de charges.

Le niveau de marge d'EBITDA projeté à l'échéance du business plan est, par ailleurs, cohérent avec la moyenne observée chez les sociétés comparables qui ont été identifiées.

Analyse de la marge d'EBIT³

² EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

La marge d'EBIT (qui s'apparente au résultat d'exploitation) est en ligne avec l'évolution de l'EBITDA.

Analyse de la rentabilité des capitaux employés

La rentabilité des capitaux employés est en légère augmentation sur la durée du business plan. Cette croissance s'explique par la hausse du taux de marge, le taux de rotation de l'actif économique étant stable.

Les autres éléments structurant pour le calcul des flux de trésorerie actualisés sont le besoin en fonds de roulement, le niveau d'investissements et le crédit d'impôt recherche.

Analyse du besoin en fonds de roulement

La détermination du niveau de besoin en fonds de roulement sur la période 2011-2014 résulte d'une extrapolation du niveau de besoin en fonds de roulement observé historiquement, proportionnellement au chiffre d'affaires réalisé.

Sur la période allant de 2011 à 2014, le besoin en fonds de roulement représente environ 77 jours de chiffre d'affaires.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements sont constitués :

- de dépenses relatives à la mise en place d'un nouvel ERP (période de 3 ans) ;
- de dépenses en recherche et développement (ci après R&D) ;
- de renouvellement d'immobilisations corporelles.

Le niveau d'investissements retenu sur la période du business plan rend cohérent la réalisation du plan d'affaires.

Crédit d'impôt recherche (ci-après « CIR »)

ECT Industries intervient dans un secteur d'activité nécessitant d'importants efforts de R&D. ECT Industries dispose ainsi d'un CIR conséquent diminuant ses charges d'imposition.

Le niveau de CIR a été estimé sur la base des observations historiques. Il représente environ 2% du chiffre d'affaires sur la période 2011-2014.

Conclusion sur le business plan

³ EBIT : Earnings Before Interest and Taxes.

Le business plan présenté peut être qualifié de volontariste. Il est cohérent pour une entreprise en phase de maturité comme ECT Industries qui a besoin de continuer à investir en R&D.

3.3.3.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan de la société sur la période 2011-2014, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBITDA

- Variation du besoin en fonds de roulement
- Investissements
- Impôt normatif net du CIR
- = Flux de trésorerie ou Free Cash Flow

3.3.3.4 Détermination du taux d'actualisation

Calcul du coût moyen pondéré du capital de ECT Industries		
Taux sans risque	(1)	2,94%
Prime de risque du marché	(2)	9,33%
Bêta désendetté	(3)	0,73
D/E	(4)	12%
Bêta réendetté		0,78
Prime spécifique	(5)	2,5%
Coût des fonds propres	(6)	12,8%
Coût de la dette après impôt	(7)	5,4%
Coût moyen pondéré du capital		12,08%
<i>(1) Moyenne 1 mois OAT 10 ans au 31 août 2011 (France Trésor) (5) Prime de taille Ibbotson 2011</i> <i>(2) Prime de risque implicite au 29 août 2011 (Natixis) (6) Formule du MEDAF</i> <i>(3) Bêta désendetté 1 an de comparables au 31 août 2011 (7) Coût de la dette net d'impôt de la société</i> <i>(4) Gearing société au 31/08/2011</i>		

Il a été retenu un taux d'actualisation de 12,08%, arrondi à 12%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois des rendements des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 2,94% ;
- une prime de risque de marché de 9,33% correspondant à la prime de risque implicite des actions à la date de notre évaluation ;
- un bêta désendetté d'entreprises comparables de 0,73 calculé d'après la moyenne des bêtas 1 an ;
- une prime de taille de 2,5% (source Ibbotson), la société ayant une taille inférieure aux entreprises servant de référence pour la détermination du taux d'actualisation,
- un coût de la dette après impôt de 5,4% calculé d'après les informations fournies par la direction de la société ;

- un gearing de 12% correspondant au gearing de la société sur la base de la dette financière nette retraitée.

3.3.3.5 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à partir d'un cash flow disponible normatif, calculé selon la formule dite de Gordon-Shapiro sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé du secteur,
- Un maintien de la rentabilité appréciée au niveau de l'EBITDA de la dernière année du business plan,
- Un investissement normatif proche du niveau atteint sur la dernière année de business plan,
- Des amortissements égaux aux investissements,
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini,
- Un niveau de CIR représentant 1% du chiffre d'affaires compte tenu des incertitudes pesant sur cette mesure fiscale sur une durée à très long terme.

3.3.3.6 Résultat chiffrés

Synthèse de l'évaluation par la méthode du DCF		k€
Flux de trésorerie actualisés cumulés		2 808
Valeur terminale		12 621
Valeur d'entreprise		15 429
Dette nette		-1 744
Valeur des capitaux propres		13 684
Nombre d'actions (en milliers)		1 181
Valeur par action		11,6€

La valeur unitaire de l'action ECT Industries s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 11,6€.

3.3.3.7 Analyse de sensibilité

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

Sensibilité aux hypothèses de la valeur de l'action ECT Industries				
		CMPC		
Taux de croissance à l'infini		11,5%	12,0%	12,5%
	1,0%	11,9	11,2	10,6
	1,5%	12,3	11,6	10,9
	2,0%	12,8	12,0	11,3

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation font ressortir une valeur de l'action de 10,9€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 12,5%) à 12,3€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 11,5%). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode, à 11,6€.

3.3.4 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

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

3.3.4.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

A partir des échantillons et des notes d'analystes recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche d'ECT Industries.

Nous avons retenu des sociétés françaises comparables opérant dans le domaine de l'équipement électronique et dans le secteur du transport dont la capitalisation boursière est inférieur à 100M€. Ces sociétés sont cotées sur NYSE Euronext, à l'exception d'Orolia, cotée sur Alternext.

Comparables boursiers	Capitalisation boursière (en M€)
Actia Group	32,2
ECA SA	92,9
Geci Intl	54,2
Gerard Perrier Industrie SA	62,9
Latecoere SA	86,2
Orolia	53,7

Source: Infineanals sur la base d'une moyenne 30 jours du cours de bourse

Calculs effectués le 31/08/2011

Actia Group est un groupe spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements automobiles et électroniques destinés aux outils de télécommunication. Ses pôles d'activité sont les appareils de diagnostics électroniques et les services de maintenance associés, la sous-traitance industrielle et la production d'équipements de télécommunication.

ECA est une société spécialisée dans la conception, la production et la commercialisation d'équipements et systèmes robotisés. La société intervient aussi bien dans le domaine civil que dans le domaine militaire.

Geci Intl est un groupe spécialisé dans l'ingénierie de haute technologie, avec une présence prépondérante dans le secteur de l'aéronautique. Il offre des solutions globales dans les domaines de l'aéronautique, des transports et des infrastructures mais aussi développe, produit et commercialise une gamme d'avions bi-turbopropulseurs.

Gerard Perrier Industrie SA fournit des solutions d'automatisation électriques et électroniques dans l'industrie, de la conception et la fabrication à l'installation et la maintenance. Ce groupe travaille pour les secteurs de l'industrie mécanique.

Latecoere SA est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de structures destinées au secteur aéronautique. Elle produit des aérostructures telles que des sections de fuselage, ainsi que des portes de secours et des bagages. Elle fournit également des équipements à bord tels que des harnais électriques ainsi que des systèmes de caméras vidéo.

Orolia est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements électroniques de précision. Les produits du groupe sont utilisés par diverses applications dans les secteurs de la défense et la sécurité, de l'aérospatiale et de la navigation.

Nous n'avons pas retenu les sociétés Safran et Thalès qui opèrent sur le même secteur compte tenu du différentiel de taille entre ces sociétés, dont la capitalisation boursière dépasse les 5 milliards d'euros, et ECT Industries.

3.3.4.2 Analyse des comparables boursiers

La capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle d'ECT Industries, une décote de taille aurait pu être appliquée afin d'obtenir une valorisation plus pertinente par la méthode des multiples.

Nous avons écarté toute application de décote pour ne pas minimiser la valeur obtenue par l'application de cette méthode.

Les taux de croissance et les taux de marge des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Sociétés	Taux de croissance CA		Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2011/2012	2012/2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Gerard Perrier Industrie SA	8,2%	6,8%	9,9%	9,9%	9,9%	8,4%	8,7%	8,8%
Actia Group	5,0%	-4,3%	7,3%	7,8%	8,4%	4,6%	5,2%	5,7%
ECA SA	9,1%	7,9%	13,2%	13,2%	13,2%	10,3%	10,5%	10,5%
Orolia	7,9%	4,1%	12,4%	13,7%	14,3%	6,7%	8,1%	8,6%
Geç Intl	22,2%	nc	22,4%	nc	nc	9,1%	nc	7,3%
Latecoere SA	8,7%	nc	8,4%	9,3%	nc	7,5%	8,6%	nc
Moyenne	10,2%	3,6%	12,3%	10,8%	11,4%	7,8%	8,2%	8,2%

Source Infineanals (31/08/2011)

nc : non communiqué

Les taux de croissance du chiffre d'affaires des comparables sont relativement proches de ceux d'ECT Industries.

Les taux de marge d'EBIT et d'EBITDA des comparables sont, en moyenne, sur la période 2011-2013, légèrement supérieurs à ceux observés chez ECT Industries (les taux de marge d'ECT Industries deviennent supérieurs à ceux des comparables en 2013).

Ces divergences en terme de rentabilité entre ECT Industries et ses comparables nous ont conduits à ajuster les multiples de chiffre d'affaires retenus sur les différentes années par la méthode des comparables boursiers.

3.3.4.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples :

- de chiffre d'affaires que nous avons ajusté par la méthode de la régression linéaire (cette méthode consiste à ajuster le multiple de chiffre d'affaires en fonction de la rentabilité observée chez les comparables) ;
- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements et des résultats non courants ;
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Nous avons exclu le multiple de PER⁴ 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.

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

Sociétés	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Gerard Perrier Industrie SA	0,42x	0,39x	0,37x	4,3x	4,0x	3,7x	5,1x	4,5x	4,2x
Actia Group	0,37x	0,35x	0,36x	5,0x	4,5x	4,4x	7,9x	6,7x	6,4x
ECA SA	0,69x	0,64x	0,59x	5,3x	4,8x	4,5x	6,8x	6,0x	5,6x
Orolia	0,85x	0,79x	0,76x	6,9x	5,8x	5,3x	12,7x	9,8x	8,9x
Geö Intl	0,80x	0,65x	0,23x	3,5x	na	na	8,8x	na	3,1x
Latecoere SA	0,82x	0,76x	na	9,8x	8,2x	na	11,0x	8,8x	na
Médiane	0,74x	0,64x	0,37x	5,1x	4,8x	4,4x	8,4x	6,7x	5,6x
Corrigés	0,46x	0,50x	0,53x						

Source : InFinancials (31/08/2011)

na: non applicable

3.3.4.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples VE / CA corrigés, VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 2011, 2012 et 2013 étant entendu que :

- la valeur d'entreprise (ci-après « VE ») correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 30 jours de cours de bourse) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées⁵,
- l'EBITDA correspond au résultat opérationnel avant dotations aux amortissements des immobilisations et avant dépréciations des actifs incorporels. Les prévisions d'EBITDA des sociétés comparables ont été établies sur la base du consensus d'analystes financiers⁶,
- l'EBIT correspond au résultat avant impact de la charge financière et de la charge d'impôt.

⁴ PER : Price Earning Ratio.

⁵ Source : Dernier consensus InFinancials / Factset au 31 Août 2011, www.infinancials.com

⁶ : Sources : Dernier consensus InFinancials / Factset au 31 Août 2011, www.infinancials.com

Nous avons donc appliqué les multiples extériorisés par les bases de données sur les années 2011, 2012 et 2013 aux agrégats d'ECT Industries.

Multiples retenus pour la valorisation d'ECT Industries				
	Année	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
Médiane	2011	0,46x	5,1x	8,4x
	2012	0,50x	4,8x	6,7x
	2013	0,53x	4,4x	5,6x

Source : dernier consensus InFinancials / Factset au 31 août 2011

3.3.4.5 Résultats

Valorisation de l'action ECT Industries				
	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
Valeur d'entreprise moyenne	14 183	14 129	15 337	
Dette financière nette ajustée	-1 744	-1 744	-1 744	
Valeur moyenne des capitaux propres (en K€)	12 439	12 385	13 593	
Nombre d'actions (en milliers)	1 181	1 181	1 181	
Valorisation moyenne de l'action ECT Industries	10,5€	10,5€	11,5€	10,8€

Nous retiendrons donc en synthèse une valeur implicite d'ECT Industries par la méthode des comparables boursiers comprise entre 10,5€ (multiple du chiffre d'affaires et d'EBITDA) et 11,5€ (multiple d'EBIT) et une valeur centrale de 10,8€ qui correspond donc à la moyenne 2011-2013 des multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT.

4 ANALYSE DES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

4.1 Eléments d'appréciation du prix d'offre

Pour apprécier le prix de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions ECT Industries :

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode des dividendes ;
- Méthode de l'actif net comptable ;
- Méthode de l'actif net réévalué ;

- Méthode des transactions comparables.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet de ces méthodes, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Transactions récentes sur le capital ;
- Méthode du cours de bourse ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés.

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant une méthode analogique (comparables boursiers) et une méthode intrinsèque (flux de trésorerie actualisés) et s'est référé au cours de bourse d'ECT Industries et à la transaction récente intervenue sur le capital.

Ces méthodes sont identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues.

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

4.2 Transactions récentes sur le capital d'ECT Industries

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu la transaction récente intervenue le 31 août 2011 portant sur l'acquisition d'un bloc majoritaire représentant 51,51% du capital.

Nous avons également retenu cette transaction comme référence d'appréciation du prix de l'action ECT Industries.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur de l'action ECT Industries retenue par cette méthode.

4.3 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 1 an arrêtés au 31 août 2011.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués et sur les différentes moyennes retenues.

4.4 Méthode des comparables boursiers

4.4.1 Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a retenu dix sociétés comparables partagés en deux échantillons distincts : les équipementiers électroniques de petites tailles et les équipementiers de transports (aéronautique, naval et défense). Quatre des dix sociétés retenues font partie de notre échantillon. L'établissement présentateur a aussi retenue des sociétés de tailles plus grandes et a appliqué une décote de taille dans ses calculs. Nous n'avons, pour notre part, pas appliqué de décote de taille, notre échantillon étant constitué de sociétés de taille plus petites dont la capitalisation boursière est inférieure à 100 millions d'euros.

Notre approche méthodologique est expliquée dans le chapitre précédent.

4.4.2 Choix des multiples

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont :

- la valeur d'entreprise, c'est-à-dire la capitalisation boursière augmentée des dettes financières nettes, divisée par le chiffre d'affaires (VE/CA),
- la valeur d'entreprise, divisée par l'EBITDA (VE/EBITDA).
- la valeur d'entreprise, divisée par l'EBIT (VE/EBIT).

Ces ratios moyens ont été appliqués par l'établissement présentateur aux éléments financiers prévisionnels d'ECT Industries pour les années 2011 et 2012.

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

Nous avons, en ce qui concerne, corrigé les multiples de chiffre d'affaires avec le niveau de rentabilité des comparables et retenu l'année 2013 en complément des années 2011 et 2012 pour l'ensemble des ratios.

Nous avons, en ce qui nous concerne, privilégié une médiane pour calculer les différents ratios en raison du spectre de multiples observés, l'établissement présentateur ayant pour sa part fait le choix d'une moyenne.

Il n'existe pas de divergence avec l'établissement présentateur sur les données prévisionnelles d'ECT Industries retenues pour appliquer cette méthode.

4.4.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action ECT Industries obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des multiples est comprise entre 7,6€ et 9,4€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur centrale de 10,8€ qui est au-dessus de la fourchette de l'établissement présentateur.

La différence observée quant au résultat par action moyen provient essentiellement d'un échantillon distinct et de la non application d'une décote de taille et d'illiquidité de notre part.

4.5 Méthode des flux de trésorerie actualisés

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

- utilisé le plan d'affaires présenté par la direction d'ECT Industries sur la période 2011-2014,
- extrapolé le plan d'affaires sur la période 2015-2021 pour atteindre, en 2021, un niveau de rentabilité d'EBITDA et d'EBIT proche de la moyenne historique 2008-2012,
- calculé une valeur terminale sur la base du flux de l'année 2021 actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5%,
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 11,2%. Ce taux arrondi intègre un coût de financement après impôt (5,4%), un gearing proche de 19%, un taux sans risque (2,84%), une prime de risque (8,18%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta endetté de 0,85 et une prime de risque spécifique Small Caps (2,5%),
- déduit de la valeur ainsi obtenue la dette nette ajustée d'ECT Industries.

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action ECT Industries de 11€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 10,2€ (croissance de 1% et taux d'actualisation de 11,7%) et 12,1€ (croissance de 2% et taux d'actualisation de 10,7%).

La méthodologie retenue par l'établissement présentateur est proche de celle que nous avons retenue.

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2014 incluant les différents paramètres rentrant dans les calculs des flux de trésorerie actualisés ;
- le taux de croissance à l'infini de 1,5%.

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

- la détermination du taux d'actualisation ;
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul de la dette nette ajustée.

4.5.1 Détermination du taux d'actualisation

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

Calcul du coût moyen pondéré du capital de ECT Industries			
		Horwath	Etablissement présentateur
Taux sans risque	(1)	2,94%	2,8%
Prime de risque du marché	(2)	9,33%	8,2%
Bêta désendetté	(3)	0,73	0,72
D/E	(4)	12%	19%
Bêta réendetté		0,78	0,85
Prime spécifique	(5)	2,5%	2,5%
Coût des fonds propres	(6)	12,8%	12,3%
Coût de la dette après impôt	(7)	5,4%	5,4%
Coût moyen pondéré du capital		12,08%	11,2%

(1) Moyenne 1 mois OAT 10 ans au 31 août 2011 (France Trésor); (5) Prime de taille Ibbotson 2011
(2) Prime de risque implicite au 29 août 2011 (Natixis); (6) Formule du MEDAF
(3) Bêta désendetté 1 an de comparables au 31 août 2011; (7) Coût de la dette net d'impôt de la société
(4) Gearing société au 31/08/2011

La différence sur le niveau de gearing s'explique principalement par l'actualisation, par notre part, des échéances de paiement de l'avance DGA que doit rembourser ECT Industries dans le calcul de la dette nette ajustée.

Les autres écarts proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau. Ces écarts restent minimes.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (11,2%) est légèrement inférieur à celui que nous avons retenu (12%).

4.5.2 Détermination du flux normatif et de la valeur terminale

Pour la détermination du flux normatif, l'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires sur la période 2015-2021. Le flux normatif correspond au flux de trésorerie dégagé au cours de l'exercice 2021.

En ce qui nous concerne, nous avons calculé la valeur terminale en considérant un maintien de la rentabilité appréciée au niveau de l'EBITDA de la dernière année du business plan et en conservant un niveau d'investissements proche du dernier flux du plan d'affaires.

Nous avons aussi intégré dans le calcul du flux normatif, contrairement à l'établissement présentateur, une économie d'impôt résultant du crédit d'impôt recherche généré par les dépenses de R&D.

4.5.3 Détermination de la dette nette ajustée

L'établissement présentateur a retenu une dette nette « ajustée » de 2 016k€ intégrant la trésorerie nette au 31/12/2010, les provisions décaissables et les acomptes à rembourser à la DGA à cette même date.

Nous avons retenu, pour notre part, une dette nette « ajustée » de 1 744k€.

L'écart observé provient de la non actualisation par l'établissement présentateur de la créance envers la DGA ; notre approche étant expliquée préalablement.

4.5.4 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 11€ et reste proche de notre valeur (11,6€).

5 CONCLUSION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DU PRIX OFFERT

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

	Etablissement présentateur			Expert indépendant			Prime (+)/Décote (-) par rapport au prix de l'offre : 12 €		
	bas	Valeur centrale	haut	bas	Valeur centrale	haut	bas	Valeur centrale	haut
Méthode des flux de trésorerie actualisés	10,2 €	11,0 €	12,1 €	10,9 €	11,6 €	12,3 €	10,1%	3,5%	-2,5%
Méthode des comparables boursiers	7,6 €	8,2 €	9,4 €	10,5 €	10,8 €	11,5 €	13,9%	10,7%	4,2%
Méthode des transactions récentes		12,0 €			12,0 €			0,0%	
Méthode du cours de bourse									
Cours spot au 31/08/2011		8,3 €			8,3 €			45%	
Moyenne pondérée 1 mois		8,4 €			8,4 €			44%	
Moyenne pondérée 3 mois		8,8 €			8,8 €			37%	
Moyenne pondérée 6 mois		9,3 €			9,3 €			29%	
Moyenne pondérée 1 an		9,0 €			9,0 €			33%	

Notre analyse fait ressortir des valeurs :

- de 11,6€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;

- de 10,8€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- de 12€ pour la méthode des transactions récentes ;
- de 8,3€ à 9,3€ pour la méthode des cours de bourse.

Nous observons que le prix de 12€ par action offert dans le cadre de la présente offre :

- présente une prime de 3,5% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 10,7% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime comprise entre 29% et 45% sur la méthode du cours de bourse.

Le prix de 12€ offert dans le cadre de la présente offre correspond au prix de la transaction en date du 31 août 2011 portant sur un bloc majoritaire représentant 51,51% du capital.

La présente offre permet aux actionnaires qui le souhaitent de vendre tout ou partie de leurs actions à un prix équitable tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

L'initiateur n'a par ailleurs pas l'intention de procéder ni à un retrait obligatoire, ni à une radiation des titres ECT Industries, à la clôture de l'offre publique dans les 12 prochains mois.

Le prix de 12€ par action ECT Industries proposé pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée d'actions est équitable pour les actionnaires minoritaires.

Fait à Paris, le 20 septembre 2011

L'expert indépendant

HORWATH AUDIT France

Olivier Grivillers

4 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ECT INDUSTRIES

4.1 Avis motivé du Conseil d'Administration du 14 septembre 2011

Le 1^{er} septembre 2011, à la suite de l'acquisition par l'Initiateur de plus de 50 % du capital et des droits de vote de ECT Industries, la Compagnie Générale de Participations et de Gestion – COGEPAR, Monsieur Michel Barbier du Mans de Chalais, Monsieur Jean-Claude de La Tribouille, Monsieur Bernard Desforges, Monsieur Christian Simonet, Monsieur Benoît Montanie et Monsieur Pierre Potet ont démissionné de leurs mandats d'administrateurs, étant précisé que Monsieur Pierre Maillard est demeuré administrateur. Le Conseil d'Administration, réuni également le 1^{er} septembre 2011, les a remplacés en partie et a coopté en qualité de nouveaux administrateurs Monsieur François Lacoste, Monsieur Georges Michel Lacoste, Monsieur Guillaume Laurin, Madame Lise Cauchy-Lacoste et Monsieur Alain Remuzon.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration d'ECT Industries s'est réuni le 14 septembre 2011, en présence de Monsieur François LACOSTE, Monsieur Alain REMUZON, Monsieur Pierre MAILLARD et Monsieur Guillaume LAURIN (sont absents et excusés Madame Lise CAUCHY-LACOSTE et Monsieur Georges Michel LACOSTE), sous la présidence de Monsieur François Lacoste, afin d'examiner le projet d'Offre et a rendu un avis motivé sur l'intérêt qu'il présente, ainsi que ses conséquences pour ECT Industries, ses actionnaires et ses salariés.

«

1. Examen du projet d'Offre Publique initié par NSE Holding et avis motivé sur ce projet d'Offre

Le Président rappelle que NSE Holding, société contrôlée par Monsieur François LACOSTE et sa famille, a acquis, le 31 août 2011, auprès de différents actionnaires, un total de 626.138 actions et détient donc désormais le contrôle de la Société avec 51,51 % du capital et 50,25 % des droits de vote de ECT Industries.

Du fait de ce franchissement de seuil de 50 %, NSE Holding a, en vertu des articles 235-2 et 234-1 du Règlement Général de l'AMF, déposé, auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'AMF), le 8 septembre 2011, un projet d'offre publique d'achat simplifiée, ci-après « l'Offre ».

L'Offre porte sur la totalité des actions de la société non détenues par l'Initiateur soit, au 1^{er} septembre 2011, 589.455 actions ECT Industries.

La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

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

Ensuite, le Président présente au Conseil :

- le projet de note d'information qui a été déposé auprès de l'AMF le 8 septembre 2011 par NSE Holding, société initiatrice de l'Offre Publique, et qui comporte notamment ses motifs et ses intentions ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établi par PORTZAMPARC Société de Bourse, établissement présentateur de l'Offre ;
- le projet de document concernant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières de NSE Holding qui a été déposé auprès de l'AMF le 8 septembre 2011 ;

- le rapport du Cabinet CROWE HORWATH en date du 14 septembre 2011, qui a été désigné en qualité d'expert indépendant aux fins de se prononcer sur le caractère équitable du prix de 12 euros par action proposé aux actionnaires de ECT Industries ;

Après avoir examiné ces différents documents relatifs à l'Offre et, en particulier, le projet de note d'information et le rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'Administration constate à l'unanimité des membres présents que :

- (i) NSE Holding a indiqué, dans son projet de note d'information, avoir l'intention, sur le plan stratégique et commercial, d'accompagner ECT Industries dans son développement en France et à l'international, en s'appuyant sur l'expertise et les compétences de la direction et des salariés de la société, tout en mettant le savoir-faire de NSE Holding au service des équipes managériales de ECT Industries ;
- (ii) NSE Holding a rappelé, dans son projet de note d'information, que la complémentarité des activités et l'expérience respective des deux entités devraient permettre notamment à la société d'accélérer son développement à l'international ;
- (iii) NSE Holding a également indiqué, dans son projet de note d'information, que l'acquisition du contrôle de la société s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par celle-ci en matière d'effectif, de politique salariale et de gestion des ressources humaines ;
- (iv) ainsi qu'il ressort de l'appréciation du prix d'Offre établi par PORTZAMPARC Société de Bourse, le prix offert, dans le cadre de l'Offre de 12 euros, se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus. « Il fait ressortir une prime médiane de 32 % et moyenne de 30 %.

	Prix par action	Prime induite en %
Appréciation par les cours de Bourse		
séance 31 août 2011	8,3€	45%
1 mois	8,4€	44%
3 mois	8,8€	37%
6 mois	9,3€	31%
1 an	9,0€	33%
Méthode des comparables boursiers		
VE/CA	9,4€	28%
VE/EBITDA	7,8€	54%
VE/EBIT	7,6€	59%
Approche par les transactions récentes	12,0€	0%
Actualisation des flux de trésorerie		
valeur min	10,2€	18%
valeur centrale	11,0€	9%
valeur max	12,1€	-1%

Source : PORTZAMPARC »

- (v) l'expert indépendant a procédé à la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères en vue de l'évaluation de la société ECT Industries et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a abouti aux conclusions suivantes :

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

	Banque présentatrice			Expert indépendant			Prime (+)/Décote (-) par rapport au prix de l'offre : 12 €		
	bas	Valeur centrale	haut	bas	Valeur centrale	haut	bas	Valeur centrale	haut
Méthode des flux de trésorerie actualisés	10,2 €	11,0 €	12,1 €	10,9 €	11,6 €	12,3 €	10,1%	3,5%	-2,5%
Méthode des comparables boursiers	7,6 €	8,2 €	9,4 €	10,5 €	10,8 €	11,5 €	13,9%	10,7%	4,2%
Méthode des transactions récentes		12,0 €			12,0 €			0,0%	
Méthode du cours de bourse									
Cours spot au 31/08/2011		8,3 €			8,3 €			45%	
Moyenne pondérée 1 mois		8,4 €			8,4 €			44%	
Moyenne pondérée 3 mois		8,8 €			8,8 €			37%	
Moyenne pondérée 6 mois		9,3 €			9,3 €			29%	
Moyenne pondérée 1 an		9,0 €			9,0 €			33%	

Notre analyse fait ressortir des valeurs :

- de 11,6€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 10,8€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- de 12€ pour la méthode des transactions récentes ;
- de 8,3€ à 9,3€ pour la méthode des cours de bourse.

Nous observons que le prix de 12€ par action offert dans le cadre de la présente offre :

- présente une prime de 3,5% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 10,7% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime comprise entre 29% et 45% sur la méthode du cours de bourse.

Le prix de 12€ offert dans le cadre de la présente offre correspond au prix de la transaction en date du 31 août 2011 portant sur un bloc majoritaire représentant 51,51% du capital.

La présente offre permet aux actionnaires qui le souhaitent de vendre tout ou partie de leurs actions à un prix équitable tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

L'initiateur n'a par ailleurs pas l'intention de procéder ni à un retrait obligatoire, ni à une radiation des titres ECT Industries, à la clôture de l'offre publique dans les 12 prochains mois.

Le prix de 12€ par action ECT Industries proposé pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée d'actions est équitable pour les actionnaires minoritaires ».

Le Conseil d'Administration de la société, après avoir effectué toutes ces constatations, estime à l'unanimité des membres présents :

- les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires, l'examen des évaluations réalisées par PORTZAMPARC Société de Bourse, la banque présentatrice de l'Offre Publique et le Cabinet CROWE HORWATH, expert indépendant, faisant apparaître que l'Offre assure aux actionnaires minoritaires une prime significative (prime médiane de

32 % et moyenne de 30 % au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans les évaluations effectuées par PORTZAMPARC Société de Bourse) ;

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

Ainsi, au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, à l'unanimité des membres présents, émet un avis favorable sur le projet d'Offre initié par NSE Holding au prix de 12 euros par action qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de ECT Industries, de ses actionnaires et de ses salariés.

En conséquence, le Conseil d'Administration recommande aux actionnaires de ECT Industries d'apporter leurs actions à l'Offre Publique.

Le Conseil d'Administration considère aussi que l'Offre est également réalisée dans le meilleur intérêt des actionnaires qui ont choisi de demeurer au capital d'ECT Industries dans la mesure où l'Initiateur souhaite poursuivre l'activité de la Société et accélérer son développement grâce notamment à des synergies commerciales, des implantations à l'international et un positionnement fort particulièrement dans les domaines de l'aéronautique civil et de la défense.

Monsieur Pierre MAILLARD, détenteur de 8.159 actions, a indiqué qu'il ne comptait pas les apporter à l'Offre.

Monsieur Guillaume LAURIN, détenteur de 3.000 actions, a indiqué qu'il ne comptait pas les apporter à l'Offre.

2. Examen du sort des actions auto-détenues

Le Président rappelle que la société détient 33.756 actions en auto-détention.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration décide, à l'unanimité des membres présents, que la société n'apportera pas à l'Offre ces 33.756 actions auto-détenues.

4.2 Accord avec des tiers dans le cadre de l'opération

Ni la Société, ni aucune personne agissant en son nom et pour son compte n'a employé, retenu ou rémunéré ou n'envisage à ce jour d'employer, retenir ou rémunérer un quelconque tiers en vue d'effectuer des recommandations ou des sollicitations au nom et pour le compte de la Société relativement à l'Offre.

5 INTENTIONS D'ECT INDUSTRIES RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES

La Société a décidé de ne pas apporter les actions auto détenues à l'Offre, soit 33.756 actions.

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

A l'exception des accords décrits au chapitre 2 ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucune clause d'accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

7 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

7.1 Structure et répartition du capital

A la suite de l'acquisition des 626 138 actions du 31 aout 2011, la répartition du capital d'ECT Industries se présente comme suit :

Actionnariat ECT Industries à l'issue de l'Opération	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
NSE Holding	626 138	51.51%	626 138	50.25%
Actionnaires parties prenantes à la cession du bloc majoritaire				
Monsieur Michel Barbier de Chalais	15 000	1.23%	30 000	2.41%
Monsieur Bernard Desforges	12 545	1.03%	12 545	1.01%
Monsieur Pierre Maillard	8 159	0.67%	9 554	0.77%
Mr Laurin Guillaume	3 000	0.25%	6 000	0.48%
Mr Bourcier Louis	3 000	0.25%	5 000	0.40%
Mr Disdier Patrick	3 000	0.25%	4 000	0.32%
Monsieur Gilbert Zabouri	3 000	0.25%	3 000	0.24%
Mme Desforges Laure	2 730	0.22%	2 730	0.22%
Mme Graftiaux Edwige	2 000	0.16%	3 000	0.24%
Mme Konczewski Alda	1 200	0.10%	2 400	0.19%
Monsieur Jean-Claude de La Tribouille	0	0.00%	0	0.00%
Bluebird Venture	0	0.00%	0	0.00%
CA Holding SAS	0	0.00%	0	0.00%
Cogepar SA	0	0.00%	0	0.00%
Mr Bloch Jean-Pierre	0	0.00%	0	0.00%
Mme Capion Marie-Laure	0	0.00%	0	0.00%
Mme Ernoult Dairaine Isabelle	0	0.00%	0	0.00%
Mr Eskenazi Gerard	0	0.00%	0	0.00%
Total	53 634	4.41%	78 229	6.28%
Auto-détention	33 756	2.78%	33 756	2.71%
Autres actionnaires	502 065	41.30%	507 812	40.76%
Total	1 215 593	100.00%	1 245 935	100.00%

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital de la Société.

7.2 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration

A l'exception de l'Opération mentionnée au chapitre 2, aucune opération n'a été réalisée sur les actions de la Société par la Société elle-même ou, à la connaissance de la Société, par l'un quelconque de ses administrateurs, dirigeants ou affiliés au cours des 60 jours précédant le dépôt de l'Offre.

7.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

7.3.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

Il n'existe pas de restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions de la Société.

7.3.2 Accords entre actionnaires dont ECT Industries a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance d'ECT Industries il n'existe pas d'accord entre actionnaires qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant, sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de la Société dans l'article 11-2 qui prévoit notamment qu'un droit de vote double de celui attribué aux autres actions est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle spécifique prévu dans le cadre de l'actionnariat du personnel.

7.6 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

A la connaissance de la Société, aucun accord significatif, auquel ECT Industries est partie, ne contient de clause de changement de contrôle pouvant entraîner la résiliation de l'accord

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé d'au moins trois membres et de dix-huit membres au plus. Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce cas, celles-ci doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'Assemblée Générale Ordinaire. La durée des fonctions des administrateurs est six années.

7.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

L'Assemblée Générale Extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance, sauf dérogation légale.

7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations stratégiques de la Société et veille à leur mise en œuvre. Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil qui

dépassent l'objet social. Le directeur général est nommé par le conseil d'administration et représente la Société à l'égard des tiers.

L'assemblée générale, ou le conseil d'administration sur délégation de l'assemblée générale, décide de l'émission d'actions nouvelles.

La Société ne peut acquérir ses propres actions à titre onéreux qu'à la condition (i) que l'assemblée générale ait autorisé le conseil d'administration à ce faire, (ii) que les réserves disponibles soient au moins égales au prix d'acquisition et (iii) que les actions détenues par la Société ne représentent pas plus de 10% de son capital émis.

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

Monsieur Pierre Maillard, bénéficie au titre, d'un avenant en date du 20 décembre 2002 de son contrat de travail conclu le 1^{er} décembre 1995, d'une indemnité de licenciement égale à une fois et demie le montant de sa rémunération annuelle brute à la charge de la Société (hormis les cas de redressement ou liquidation judiciaire, de faute grave imputable à Monsieur Maillard ou d'inaptitude physique se prolongeant au delà de la garantie d'emploi prévue par la Convention Collective ou d'arrivée de l'âge justifiant sa mise à la retraite)

7.10 Autres informations

Une mise à jour de l'information publique de la Société figure dans le document "Autres informations" qui sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF.

8 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ECT INDUSTRIES

Le présent tableau indique le nombre d'actions détenues par les administrateurs au 1^{er} septembre 2011, à l'issue de l'Opération de cession du 31 août 2011, objet de la présente note d'information.

Administrateurs	Actions ordinaires
François Lacoste	0
Pierre Maillard	8 159
Guillaume Laurin	3 000
Lise Cauchy-Lacoste	0
Alain Remuzon	0
Georges Michel Lacoste	0

Monsieur Pierre Maillard et Monsieur Guillaume Laurin ont fait part à la Société de leur intention de ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

Conformément aux dispositions des articles L225-25 du Code de Commerce et aux statuts de la Société, Monsieur François Lacoste, Madame Lise Cauchy-Lacoste, Monsieur Alain Remuzon et Monsieur Georges Michel Lacoste disposent d'un délai de 6 mois à compter de leur nomination pour

acquérir au moins une action de la Société et en conserver la propriété pendant toute la durée de leur mandat.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

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

Nizerolles et Noisy Le Grand, le 4 octobre 2011

François Lacoste
Président Directeur Général

Pierre Maillard
Administrateur – Directeur Général Délégué