

NOTE D'INFORMATION PRESENTEE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIEE PAR

THERMO TECHNOLOGIES

VISANT LES ACTIONS DE THERMOCOMPACT



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° 13-014 en date du 22 janvier 2013 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Thermocompact et engage la responsabilité de son signataire. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-1 du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport de Crowe Horwath agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur le site Internet de Thermocompact (www.thermocompact.com) et peut être obtenu sans frais auprès de Thermocompact, Z.I. Les Iles - 74370 METZ TESSY (Mme Martine Vial – Directeur financier).

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

SOMMAIRE

- 1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L’OFFRE PUBLIQUE DEPOSEE PAR THERMO TECHNOLOGIES**
 - 1.1 Descriptif de l’Offre
 - 1.2 Déroulement de l’Offre
 - 1.3 Existence de liens entre la Société et l’Initiateur
- 2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE THERMOCOMPACT**
- 3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE THERMOCOMPACT**
- 4. INTENTION DE THERMOCOMPACT RELATIVE AUX TITRES AUTODETENUS**
- 5. RAPPORT DE L’EXPERT INDEPENDANT**
- 6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE SUR L’APPRECIATION DE L’OFFRE OU SON ISSUE**
- 7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE**
 - 7.1 Structure du capital social de la Société
 - 7.2 Restrictions statutaires à l’exercice des droits de vote et aux transferts d’actions – conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L233-11 du code de commerce
 - 7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société
 - 7.4 Détenteurs de tous titres comportant des droits de contrôle spéciaux
 - 7.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d’actionnariat du personnel
 - 7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d’actions ou l’exercice de droits de vote
 - 7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts de la Société
 - 7.8 Pouvoirs du Conseil d’administration, en particulier en matière d’émission et de rachat d’actions
 - 7.9 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle
 - 7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d’une offre publique
- 8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE**
- 9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE**

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE DEPOSEE PAR THERMO TECHNOLOGIES

1.1 Descriptif de l'Offre

1.1.1 Introduction

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 234-2 et 233-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"**AMF**"), Thermo Technologies, société par actions simplifiée au capital de 18.222.922 euros dont le siège social est à METZ-TESSY – ZI des Iles – 181 Route des Sarves (Adresse postale : BP 21- 74371 Pringy Cedex), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Annecy sous le numéro 789 732 575 (ci-après l'"**Initiateur**" ou "**THERMO TECHNOLOGIES**"), s'est engagée irrévocablement à offrir aux actionnaires de THERMOCOMPACT, société anonyme au capital de 5 142 852,39 €, dont le siège social est à Metz Tessy (74370) – ZI Les Iles, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Annecy sous le numéro 403 038 037 (ci-après "**THERMOCOMPACT**" ou la "**Société**"), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché de NYSE Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR000004037182 d'acquérir la totalité de leurs actions THERMOCOMPACT au prix unitaire de 22,70 euros dans les conditions décrites ci-après (l'"**Offre**").

L'Offre fait suite au franchissement à la hausse des seuils de 5, 10, 15, 20, 25, 30, le tiers et 50 % en capital et droits de vote de la société THERMOCOMPACT par THERMO TECHNOLOGIES le 18 décembre 2012.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, soit 537.048 actions THERMOCOMPACT à la date du 21 janvier 2013.

En application des articles 234-2 et 233-1 du règlement général de l'AMF, l'Offre a été déposée auprès de l'AMF le 21 décembre 2012 par Portzamparc Société de Bourse agissant pour le compte de THERMO TECHNOLOGIES, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre garantissant la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par THERMO TECHNOLOGIES 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.

1.1.2 Contexte de l'Offre

Dans un communiqué paru le 30 octobre 2012, certains actionnaires de référence de THERMOCOMPACT, à savoir les familles Mollard et Cornier (actionnaires à titre personnel et/ou via la société Sofil co-détenue par lesdites familles) et les fonds gérés par Naxicap Partners, ont fait savoir qu'ils avaient engagé des discussions.

Ces discussions se sont inscrites dans le cadre d'une réflexion d'une part, des familles Mollard et Cornier (actionnaires historiques) de se désengager progressivement et d'autre part, de Naxicap Partners (actionnaire de référence de la Société depuis plus de 17 ans au travers de différents fonds) de renforcer de manière significative sa participation au capital de la Société.

Dans le cadre de leurs discussions, ces actionnaires (ci-après collectivement, les « **Apporteurs** ») ont ainsi envisagé de réaliser un apport à la société Thermo Technologies spécialement constituée pour la réalisation de l'opération.

Par communiqué en date du 6 décembre 2012, les Apporteurs ont informé le marché qu'un protocole d'accord avait été conclu le 5 décembre 2012 entre chacun des Apporteurs, le FCPR EPF IV (représenté par sa société de gestion EPF Partners) et Monsieur Amédée Nicolas (administrateur de THERMOCOMPACT) aux termes duquel notamment :

(i) les Apporteurs s'étaient engagés, sous condition suspensive de l'obtention des financements liés à l'opération, de procéder à l'apport au profit de THERMO TECHNOLOGIES (ci-après l'« **Apport** ») à une valeur de 22,70 € par action d'un total de 802 728 actions représentant 51,96% du capital de THERMOCOMPACT. Par communiqué en date du 18 décembre 2012, les Apporteurs ont annoncé la levée des conditions suspensives et la réalisation définitive notamment de l'Apport. En conséquence de la réalisation de cet Apport, THERMO TECHNOLOGIES a franchi à la hausse les seuils de 5, 10, 15, 20, 25, 30, le tiers et 50% en capital et droit de vote de THERMOCOMPACT (D&I 212C1711 du 19 décembre 2012) ;

(ii) Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Amédée Nicolas avaient, sous condition de la publication par l'Autorité des marchés financiers de l'avis de dépôt du projet d'Offre par THERMO TECHNOLOGIES, pris les engagements suivants :

OMessieurs Gilles et Bernard Mollard s'étaient engagés à procéder à la cession, le 31 décembre 2012 au plus tard, du solde des actions qu'ils détiennent directement dans Thermocompact au profit de Thermo Technologies soit 23 752 actions THERMOCOMPACT. Ces cessions ont été réalisées le 24 décembre 2012 sur le marché au prix de 22,70 € par action ;

OMonsieur Amédée Nicolas s'était engagé à apporter, au plus tard à la veille de l'ouverture de l'Offre, à Thermo Technologies 4.108 actions Thermocompact au prix unitaire de 22,70 €. Cet apport a été réalisé le 28 décembre 2012.

Par ailleurs et conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, Thermo Technologies a procédé entre le début de la période d'offre et jusqu'au 21 janvier 2013 à l'achat de 177.219 actions Thermocompact au prix de 22,70€ par action.

Au 21 janvier 2013, Thermo Technologies détient 1.007.807 actions THERMOCOMPACT représentant 1.007.807 droits de vote. Sur la base d'un capital de THERMOCOMPACT composé de 1.544.855 actions représentant, après réalisation de l'Apport, 1.576.815 droits de vote théoriques (en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) la participation de THERMO TECHNOLOGIES s'élève à 65,24 % du capital et 65,06 % des droits de vote théoriques de la Société.

Il est rappelé que le Conseil d'administration de THERMOCOMPACT a, lors de sa réunion du 26 novembre 2012, pris note du projet d'Offre et a, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, désigné la société Crowe Horwath en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'expert figure au paragraphe 5 de la présente note.

1.2 Déroulement de l'Offre

Le 21 décembre 2012, Portzamparc, agissant en qualité d'établissement présentateur pour le compte de THERMO TECHNOLOGIES, a déposé un projet d'Offre publique d'achat sur le solde des titres composant le capital de THERMO TECHNOLOGIES à un prix de 22,70 euros par action.

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

La note en réponse visée par l'AMF et le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, auprès de la Société. Ils seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF et de la Société.

1.2.1 Calendrier de l'Offre

Conformément à l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, les dates d'ouverture, de clôture et de publication des résultats de l'Offre seront publiées par l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 16 jours de négociation. L'Offre n'étant pas centralisée, le règlement-livraison des actions qui seront apportées à l'Offre aura lieu au fil de l'eau pendant toute la durée de l'Offre.

1.2.2 Nombre et nature des titres visés

Le projet d'Offre porte sur la totalité des actions THERMOCOMPACT existantes non détenues par l'Initiateur, soit un nombre maximal de 537.048 actions THERMOCOMPACT représentant 34,76 % du capital.

Il est précisé que :

- THERMOCOMPACT détient, au 17 décembre 2012, 3.384 actions d'autocontrôle,
- il n'existe aucune autre valeur mobilière donnant accès au capital de la Société, aucune option de souscription ou d'achat d'actions THERMOCOMPACT et aucune action gratuite en circulation à ce jour.

1.3 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur

Au 21 janvier 2013, Thermo Technologies détient 1.007.807 actions THERMOCOMPACT représentant 1.007.807 droits de vote, soit 65,24 % du capital et 65,06 % des droits de vote théoriques de la Société.

Monsieur Gilles Mollard est directeur général de Thermocompact et président de Thermo Technologies.

Le Groupe Naxicap Partners, administrateur de THERMOCOMPACT, détient 68,19 % de THERMO TECHNOLOGIES.

SOFIL (société co-détenue par les familles Mollard et Cornier), administrateur de le THERMOCOMPACT, détient 9,28 % de THERMO TECHNOLOGIES.

Monsieur Amédée Nicolas, administrateur de le THERMOCOMPACT, détient 0,76 % de THERMO TECHNOLOGIES.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration de la Société s'est réuni le 19 décembre 2012 sous la présidence de Monsieur Jean-Claude Cornier en sa qualité de Président du Conseil d'administration afin notamment d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que le projet d'Offre présente ainsi que ses conséquences sur la Société, ses actionnaires, ses salariés.

Tous les administrateurs ainsi que les représentants du Comité d'entreprise étaient présents.

Les résolutions présentées ci-après ont été adoptées à l'unanimité par le Conseil d'administration et notamment par l'administrateur indépendant. Elles ont été également été approuvées par les représentants du Comité d'entreprise au Conseil d'administration.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre est reproduit ci-dessous :

*« Le Président rappelle que le Conseil d'administration de Thermocompact est réuni ce jour, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, à l'effet de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente le projet d'offre publique d'achat simplifiée de Thermo Technologies sur les actions de Thermocompact au prix de 22,70 euros par action (le « **Projet d'Offre** »), ainsi que sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, étant rappelé que ce Projet d'Offre pourrait être suivi, si les conditions sont remplies, de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire au même prix que le prix de l'Offre.*

Le Président précise que les conditions de vote dans lesquelles cet avis sera obtenu seront précisées dans la note en réponse de la Société, les membres minoritaires pouvant demander qu'il soit fait état de leur identité et de leur position.

Un débat s'instaure sur la base du projet de note d'information de Thermo Technologies, du rapport établi par Crowe Horwath, expert indépendant et du projet de note d'information en réponse de la Société.

- *Le Conseil d'administration a relevé, sur la base des éléments d'appréciation du prix établis par Portzamparc Société de Bourse, que le prix proposé de 22,70 euros par action (le « **Prix d'Offre** ») offre aux actionnaires minoritaires de la Société « une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au même prix que la valeur à laquelle a été réalisée l'Apport de leurs titres par le Groupe Naxicap et les dirigeants actionnaires à Thermo Technologies le 18 décembre 2012 ».*

- *Le Conseil d'administration a en outre relevé que l'expert indépendant dans son attestation d'équité relève que le Prix d'Offre de 22,70 euros par action Thermocompact :*

« - présente une prime comprise entre 18,7% (cours de clôture du 29/10/2012) et 36,7% (cours moyen 6 mois) sur la méthode du cours de bourse ;

- présente une prime de 32,5% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;

- présente une prime de 9,2% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;

- présente une prime de 0% sur le prix retenu pour l'opération d'apport des titres Thermocompact à la société Thermo Technologies.

Le prix de 22,70€ offert dans le cadre de la présente offre correspond au prix de la transaction en date du 18 décembre 2012 portant sur un bloc majoritaire représentant 51,96% 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.

Le prix de 22,70€ par action Thermocompact proposé pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Thermocompact. ».

- *En ce qui concerne l'intérêt du Projet d'Offre pour Thermocompact, le Conseil d'administration a retenu que Thermo Technologies déclare que :*

« Thermo Technologies entend soutenir le développement stratégique de la Société :

- en poursuivant le développement et les investissements dans les activités de revêtement de surface et fils et torons ;

- en poursuivant le développement du projet Saw Wires ;

- en procédant à un développement par croissance externe sur les métiers historiques ou sur des nouveaux métiers de niches technologiques si des opportunités d'acquisition se présentaient. ».

- *Pour ce qui concerne les salariés de Thermocompact, le Conseil a retenu que :*

« Le projet d'acquisition du contrôle de la Société par Thermo Technologies s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Thermocompact en matière d'emploi, de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société.

Thermo Technologies n'anticipe donc pas de changements au sein des effectifs de la Société ou dans la politique d'emploi ou de ressources humaines de Thermocompact et des filiales. »

- *Le Conseil d'administration a également relevé l'avis favorable du Comité d'entreprise.*

A la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil, à l'unanimité (en ce compris le vote de l'administrateur indépendant) :

Finale marquée

- *a décidé que les modalités financières du Projet d'Offre sont équitables pour les actionnaires ;*
- *a conclu que le Projet d'Offre est conforme à l'intérêt des actionnaires en ce qu'il représente une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables ;*
- *a également estimé que le Projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires ;*
- *a pris acte que le Comité d'entreprise a également émis un avis favorable sur le projet d'Offre dans le cadre de la procédure d'information-consultation qui a pris place entre le 26 novembre et le 3 décembre 2012 ;*
- *a pris acte de l'avis favorable des représentants du Comité d'entreprise au Conseil d'administration.*

En conséquence et au vu de ce qui précède, le Conseil d'administration a, à l'unanimité de ses membres et notamment de l'administrateur indépendant,

- *décidé d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre ;*
- *pris acte que la Société détient au 17 décembre 2012, 3.384 actions d'autocontrôle et décide de les apporter à l'Offre Publique. »*

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Après réalisation des opérations visées au paragraphe 1.1.2 ci-dessus, seul Monsieur Michel Moggio, administrateur indépendant demeurera actionnaire de Thermocompact. Ce dernier a fait part de son intention d'apporter ses 28 actions à l'Offre Publique.

4. INTENTION DE THERMOCOMPACT RELATIVE AUX TITRES AUTODETENUS

Dans le cadre d'un contrat de liquidité, la Société détient au 17 décembre 2012, 3.384 actions d'autocontrôle et décide de les apporter à l'Offre Publique.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE THERMOCOMPACT INITIEE PAR
THERMO TECHNOLOGIES**

Siège social : 15 rue de la Baume - 75008 Paris

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris

Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France

SARL au capital de 46 250 € - RCS Paris B 413 817 743 - Siret 41381774300029 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Audit | Commissariat aux comptes | Conseil | Expertise comptable

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Horwath Audit France a été désigné par le Conseil d'administration de la société Thermocompact le 26 novembre 2012 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PORTANT
SUR LES ACTIONS DE THERMOCOMPACT INITIEE PAR THERMO
TECHNOLOGIES**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre »), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, portant sur les actions de la société Thermocompact (ci-après « Thermocompact »), 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 des articles 261-1-I 1° et 2° du règlement général de l'AMF en raison :

- de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil l'initiateur qui détient environ 52% du capital social ayant des représentants au Conseil d'administration de la cible,
 - d'accords conclus par certains dirigeants et membres du conseil d'administration avec l'initiateur de l'Offre, Thermo Technologies ;
- et de l'article 261-1-II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Thermocompact dans le cadre de l'Offre s'établit à 22,7€ par action.

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

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Thermocompact et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise

indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

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

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La société Thermo Technologies est une société par actions simplifiée au capital de 18.222.922 euros dont le siège social se situe à Metz-Tessy – ZI des Iles – 181 Route des Sarves (Adresse postale : BP 21 - 74371 Pringy Cedex), immatriculée au Registre de commerce et des sociétés de Annecy sous le numéro 789 732 575.

Thermo Technologies a été constituée le 30 novembre 2012 afin de regrouper les participations de certains actionnaires de référence de la société Thermocompact, à savoir les familles Mollard et Cornier (actionnaires à titre personnel et/ou via la société Sofil co-détenue par les dites familles) et le Groupe Naxicap.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société Thermocompact est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 5.142.852 euros dont le siège social est situé sur la Route de Sarves, ZI Les Iles, 74370 METZ TESSY, immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Annecy, sous le numéro 403 038 037, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR004037182.

1.1.2.1 Historique du groupe Thermocompact

La société a été créée en 1913 sous le nom de LAMINOR. Elle était alors spécialisée dans la création de bracelets de montre. En 1973, elle prend le nom de Thermocompact suite à son implantation sur Metz-Tessy en Haute Savoie. Son marché historique ralentissant, elle se positionne sur le secteur de la galvanoplastie, plus communément appelé revêtement de surface, en développant une solide expertise dans le traitement de surface par dépôt de métaux précieux. Cette compétence consiste à donner au produit de nouvelles caractéristiques (durabilité, qualité, fiabilité, etc.) par procédé électrolytique ou chimique.

La même année, le groupe rachète la société Galvafil, spécialisée dans le traitement du fil métallique. Cette acquisition lui permet dès lors d'innover en étendant sa compétence initiale de galvanoplastie sur pièces industrielles à l'aide de leur nouveau procédé chimique et métallurgique qui permet d'étirer les pièces industrielles sans altérer le revêtement. En utilisant le revêtement sur ce nouveau type de support, le groupe entre sur le marché des fils et des torons (utilisés notamment pour fabriquer des câbles).

En alliant les compétences issues de l'activité historique de Thermocompact et celles de sa filiale Galvafil, et grâce à un réseau de distribution étendu, le groupe devient le leader mondial sur son marché.

C'est en 1998 que le groupe s'introduit en bourse à Paris sur le second marché.

Trois ans plus tard, Thermocompact rachète FSP-one pour couvrir un éventail plus large d'utilisateurs de fils revêtus et plus largement pour couvrir la zone dollar.

Depuis, Thermocompact fabrique, revêt et toronne des fils requérant des technologies plus avancées et des alliages plus recherchés. Ces fils acquièrent ainsi des spécificités propres à chaque application industrielle, tel que des câbles à haute température pour l'aéronautique et le spatial, des câbles argentés pour les télécommunications et l'électronique, des fils argentés pour le médical ou encore des fils d'or pour la haute couture.

Le groupe continue sa croissance en ouvrant une filiale au Vietnam pour servir, cette-fois, le marché asiatique. Ces deux implantations ont souri au groupe puisque les Etats-Unis ont représenté 16% de son chiffre d'affaires et l'Asie 11% en 2011. Le groupe a aujourd'hui des vues sur l'Inde, économie qui devrait croître entre 7% et 8% en 2012.

Les importants efforts en recherche et développement de Thermocompact lui permettent aujourd'hui de maintenir son niveau d'activité en élargissant sa gamme de produits en se positionnant sur les secteurs encore porteurs en Europe : le spatial et l'aéronautique.

1.1.2.2 Activité du groupe Thermocompact

La compétence historique de Thermocompact réside dans la technique de revêtement métallique par procédé chimique et électrolytique. Thermocompact a diversifié cette technique, issue de la bijouterie, sur d'autres marchés pour couvrir actuellement plusieurs autres catégories d'applications allant du spatial à la déclinaison d'une gamme plus large de fils de découpe par électroérosion.

La gestion du groupe s'articule, aujourd'hui, autour de deux segments d'activité :

- Les fils et torons

Le groupe, selon la même technologie de galvanoplastie, revêt, tréfile et toronne des fils à base de cuivre, laiton, argent ou autres alliages utilisés dans des marchés comme les machines d'usinage par micro-étincelage, la fabrication de câbles de haute technologie pour l'aéronautique, les télécommunications, les câbles chauffants, la passementerie, les cordes de guitare, etc.

- Le revêtement technologique

Cela consiste à venir déposer une fine couche de métal - souvent précieux - par procédé électrolytique ou chimique sur des pièces industrielles. Ce processus permet de modifier les propriétés du métal de base et ainsi d'améliorer le fonctionnement des

pièces traitées. Les pièces à revêtir sont généralement fournies par les clients. Il s'agit donc d'une relation partenariale de type sous-traitance.

Le groupe a également concrétisé son entrée sur le marché du photovoltaïque. Membre du consortium PV 800 Export, Thermocompact devrait proposer un fil de découpe de silicium nécessaire à la production des panneaux photovoltaïques appelé Saw Wires. Sa commercialisation devrait commencer dès 2013 mais reste aujourd'hui hypothétique.

1.1.2.3 Performance financière historique

En k€	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	30.06.2012 ¹
CA Fils et Torons	47 571	32 222	52 372	65 146	33 789
<i>Taux de croissance</i>	2,7%	-32,3%	62,5%	24,4%	-3,2%
CA Revêtement Technologique	9 237	7 017	11 113	12 764	6 209
<i>Taux de croissance</i>	-3,5%	-24,0%	58,4%	14,9%	-8,6%
Chiffre d'affaires total	56 808	39 239	63 485	77 910	39 998
<i>Taux de croissance</i>	1,7%	-30,9%	61,8%	22,7%	-4,1%
EBITDA	4 065	2 711	7 416	8 055	4 331
<i>en % de CA total</i>	7,2%	6,9%	11,7%	10,3%	10,8%
ROC Fils et Torons	909	140	4 947	5 172	
<i>en % du CA Fils et Torons</i>	1,9%	0,4%	9,4%	7,9%	
ROC Revêtement Technologique	579	330	266	1 001	
<i>en % du CA Revêtement Technologique</i>	6,3%	4,7%	2,4%	7,8%	
Résultat Opérationnel Courant (EBIT)	1 488	470	5 213	6 173	3 274
<i>en % de CA total</i>	2,6%	1,2%	8,2%	7,9%	8,2%

¹ exercice de 6 mois - le taux de croissance du chiffre d'affaires a été calculé par rapport au 1er semestre 2011

Chiffre d'affaires

Après une baisse d'activité observée en 2009 en raison de la crise économique et de la chute du cours des matières premières comme le cuivre, Thermocompact a connu une forte croissance de son chiffre d'affaires en 2010 (+61,8%). Cette hausse s'explique par un double effet : un effet quantité du fait d'un rattrapage des volumes de ventes pré-crise mais aussi d'un effet prix, les prix des matières premières étant répercutés dans les prix de ventes. Sur 2011, le taux de croissance s'est maintenu à deux chiffres atteignant 22,7%. Même si la croissance s'explique en partie par un effet-prix des matières premières estimé à 8,8m€, l'effet volume a atteint 5% de manière homogène sur les deux activités du groupe : « fils et torons » et « revêtements technologiques ». Par activité :

- Le chiffre d'affaires de l'activité « fils et torons » a connu une forte augmentation depuis 2010 (+62% sur 2010, +24% en 2011). Thermocompact s'est en effet positionné sur des marchés peu atteints par la crise économique (aéronautique) et porteurs (télécoms et connectique) et a amélioré son positionnement à l'international

Finale marquée

(64% du chiffre d'affaires est réalisé à l'étranger à en 2010, vs. 56% en 2009) notamment grâce à la construction d'une usine au Vietnam en 2009.

- L'activité « revêtements technologiques » a vu son chiffre d'affaires augmenter respectivement de 58% et 15% en 2010 et 2011. Cette hausse s'explique par l'augmentation du prix des matières premières mais aussi par une nouvelle forme de demande de la part des clients, à savoir des produits plus « techniques », permettant d'économiser le niveau d'or sur les revêtements (dépôt du métal uniquement sur les surfaces « utiles »). Tout comme pour l'activité fils et torons, Thermocompact a choisi de se positionner sur des secteurs porteurs dans ce domaine tels que celui des véhicules électriques.

Au cours du dernier trimestre 2011, l'activité a été légèrement ralentie en raison d'un contexte économique plus tendu. Le chiffre d'affaires du premier semestre 2012 a diminué de 1% en volume et de 4% en valeur par rapport au premier semestre 2011. Il s'élève à environ 40m€ au 30 juin 2012.

Cette baisse intègre aussi la diminution du prix des matières premières (cuivre et argent notamment).

Résultat opérationnel courant

Le résultat opérationnel courant a augmenté d'environ 4,7m€ entre 2009 et 2010 passant de 0,5m€ à 5,2m€. Il atteint 6,2m€ en 2011.

Cette augmentation provient non seulement d'un effet volume favorable mais également de la mise en place de nouveaux équipements de production et de l'amélioration de la productivité, notamment au niveau de l'activité « Fils et torons ». Cette activité dégage un résultat opérationnel en hausse passant de 140k€ en 2009 à 5,2m€ en 2011.

Le résultat opérationnel courant de l'activité « revêtements technologiques » passe de 266k€ en 2010 à 1m€ en 2011. Cette amélioration est notamment l'effet des investissements de réorganisation et d'amélioration de l'outil industriel qui ont permis au groupe d'améliorer la productivité de cette branche.

Au 31 décembre 2011, le résultat opérationnel consolidé représente 7,9% du chiffre d'affaires.

Il s'élève à 3,3m€ au 30 juin 2012 (8,2% du chiffre d'affaires, soit un niveau proche de celui observé au 31 décembre 2011). Il convient de noter un phénomène de saisonnalité, le chiffre d'affaires du premier semestre étant historiquement plus élevé. Cette différence entre les deux semestres s'explique en partie par le fait que les usines françaises sont fermées deux semaines en août et une semaine pour Noël.

1.1.2.4 Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

Actif économique en k€	2009	2010	2011	30.06.2012
Ecart d'acquisition	1 994	2 017	2 027	2 036
Immobilisations incorporelles	756	741	717	759
Immobilisations corporelles	12 581	11 709	14 224	14 722
Actifs immobilisés hors immobilisations financières	15 331	14 467	16 968	17 517
BFR	6 853	8 437	11 657	10 468
Actif d'exploitation	22 184	22 904	28 625	27 985
Impôts différés nets	-358	-171	-232	-327
Actifs financiers	20	41	135	102
Actif économique	21 846	22 774	28 528	27 762
Capitaux engagés en k€	2009	2010	2011	30.06.2012
Capitaux propres	14 352	18 120	20 842	22 132
Provisions à caractère décaissable	316	343	462	563
Dette nette (+) Trésorerie nette (-) (hors provisions)	7 178	4 311	7 224	5 066
Capitaux engagés	21 846	22 774	28 528	27 762

La situation bilancielle, stable entre 2009 et 2010, a cru de 25,3% entre 2010 et 2011, les capitaux engagés passant de 22.774k€ à 28 528k€.

L'année 2011 a en effet été marquée par de nombreux investissements incluant l'extension de capacité de l'unité de production HWA au Vietnam. Ces investissements ont impacté à la fois les immobilisations corporelles (qui sont passées de 11,7m€ à 14,2m€ entre 2010 et 2011) et l'endettement net.

L'augmentation de l'actif économique sur l'exercice 2011 s'explique aussi par une augmentation du Besoin en Fonds de Roulement (ci-après dénommé « BFR ») que nous décrivons dans le paragraphe suivant.

Sur le premier semestre 2012, l'actif économique a légèrement diminué. Cela s'explique par la baisse du BFR sur la période de 1.189k€ (voir paragraphe suivant) partiellement compensée par une hausse des immobilisations de 549k€.

Le groupe Thermocompact a en effet continué son programme d'investissement lancé en 2010 pour un montant de 1,4m€ (fin des aménagements du bâtiment à Metz-Tessy, achats d'équipements pour les activités EDM et Saw Wire).

La dette financière s'établit, au 30 juin 2012, à 5.066k€, les résultats dégagés permettant de maîtriser la dette sans obérer les investissements.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Besoin en fonds de roulement en k€	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	30.06.2012
Actifs circulants				
Stock	5 916	9 821	10 855	10 191
<i>En jours de CA</i>	<i>55 jours</i>	<i>56 jours</i>	<i>51 jours</i>	<i>49 jours</i>
Clients et comptes rattachés	7 118	10 298	10 145	12 335
<i>En jours de CA</i>	<i>66 jours</i>	<i>59 jours</i>	<i>48 jours</i>	<i>59 jours</i>
Autres actifs circulants	712	774	938	877
<i>En jours de CA</i>	<i>7 jours</i>	<i>4 jours</i>	<i>4 jours</i>	<i>4 jours</i>
Créance d'impôt	499	0	407	291
	14 245	20 893	22 345	23 694
Passifs circulants				
Autres provisions	-75	-98	-54	0
<i>En jours de CA</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-1 jours</i>	<i>0 jours</i>	<i>0 jours</i>
Fournisseurs et comptes rattachés	-5 671	-7 614	-7 403	-8 767
<i>En jours de CA</i>	<i>-53 jours</i>	<i>-44 jours</i>	<i>-35 jours</i>	<i>-42 jours</i>
Autres passifs circulants	-1 646	-2 963	-3 120	-4 412
<i>En jours de CA</i>	<i>-15 jours</i>	<i>-17 jours</i>	<i>-15 jours</i>	<i>-21 jours</i>
Dettes d'impôt	0	-1 781	-111	-47
BFR	6 853	8 437	11 657	10 468
Chiffre d'affaires HT*	39 239	63 485	77 910	76 215
BFR en jours de chiffre d'affaires HT	64 jours	49 jours	55 jours	50 jours
BFR en % du chiffre d'affaires HT	17,5%	13,3%	15,0%	13,7%

*le chiffre d'affaires au 30 juin 2012 correspondant à la période de 12 mois allant du 01/07/2011 au 30/06/2012

Fin 2011, le BFR représentait 55 jours de chiffre d'affaires (soit 15%). Au 31 juin 2012, le BFR s'établissait à 10,5m€, soit 50 jours du chiffre d'affaires (13,7%).

Au regard de l'analyse détaillée des différentes composantes du BFR, la baisse de celui-ci s'explique essentiellement par l'augmentation des dettes fournisseurs ainsi que des autres passifs circulants. En effet, les délais de règlement fournisseurs sont passés de 35 jours de chiffre d'affaires en décembre 2011 à 42 jours en juin 2012. Il en est de même pour les autres passifs circulants qui sont passés de 15 à 21 jours de chiffre d'affaires.

Il est à noter également que les créances clients et les délais de règlement correspondant ont eux-aussi augmenté : ils sont passés de 48 jours en décembre 2011 à 59 jours de chiffre d'affaires en juin 2012.

Le délai de rotation des stocks est resté stable : 51 jours de chiffre d'affaires en décembre 2011 contre 49 jours en juin 2012.

L'augmentation des créances clients et des dettes fournisseurs sur le premier semestre 2012 s'explique par l'effet de saisonnalité du chiffre d'affaires. En effet, c'est au cours du premier semestre que l'entreprise réalise son plus fort volume d'activité.

Le BFR de la société reste maîtrisé et stable sur la période observée.

Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Certains actionnaires de référence de la société Thermocompact, à savoir les familles Mollard et Cornier (actionnaires à titres personnel et/ou via la société co-détenue par les dites familles) et Naxicap Partners, ont fait savoir, dans un communiqué paru le 30 octobre 2012, qu'ils avaient engagé des discussions.

La répartition du capital de la société Thermocompact à cette date était la suivante :

Nom des actionnaires	Nombre de titres	% de détention
Total Famille Mollard, Cornier et Sofil	402 742	26,07%
Groupe Naxicap	423 738	27,43%
Amédée Nicolas	4 108	0,27%
Flottant	714 267	46,24%
Total	1 544 855	100,00%

Ces discussions se sont inscrites dans le cadre d'une réflexion d'une part, de certains actionnaires historiques de se désengager progressivement et d'autre part, de Naxicap Partners (actionnaire de référence de Thermocompact depuis plus de 17 ans au travers de différents fonds) de renforcer de manière significative sa participation au capital de Thermocompact.

Dans le cadre de leurs discussions, ces actionnaires ont ainsi envisagé de réaliser un apport à la société Thermo Technologies créée spécialement pour la réalisation de l'opération.

Le 18 décembre 2012, la famille Mollard, Monsieur Jean-Claude Cornier, la société Sofil, et le Groupe Naxicap ont apporté 802.728 actions Thermocompact sur la base d'un prix unitaire de 22,7€.

Du fait de la réalisation de ces apports, Thermo Technologies a franchi à la hausse les seuils de 5, 10, 15, 20, 25, 30, le tiers et 50% en capital et en droit de vote de Thermocompact et est soumise à l'obligation de déposer une Offre publique d'achat simplifiée visant l'intégralité des titres de la société, le cas échéant suivi d'un Retrait obligatoire.

Thermo Technologies entend soutenir le développement stratégique de Thermocompact :

- en poursuivant le développement et les investissements dans les activités de revêtement de surface, des fils EDM, et des fils de haute technologie ;
- en poursuivant le développement de la nouvelle activité Saw Wires ;
- en procédant à un développement par croissance externe sur les métiers historiques ou sur des nouveaux métiers de niches technologiques si des opportunités d'acquisition se présentaient.

1.2.2 Termes de l'Offre

A la date du présent rapport, Thermo Technologies détient 802.728 actions Thermocompact, représentant 51,96% du capital social et des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Thermocompact existantes non détenues par Thermo Technologies, ce qui représentera à la date du présent rapport 742.127 actions Thermocompact moyennant le versement de 22,7€ par action.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation d'Horwath Audit France

2.1.1

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.

Fort de 80 associés et plus de 800 collaborateurs, 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.

Finale marquée

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 »

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

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Louis de Sivry et Maxime Hazim, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Horwath Audit France.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet Horwath Audit France.

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

Une mission d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers a été réalisée par le cabinet Horwath Audit France au cours des 12 derniers mois.

Le cabinet Horwath Audit France a réalisé la mission l'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions Modelabs Group initiée par Bigben Interactive (Juillet 2012).

Par ailleurs, Olivier Grivillers a participé à la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait visant les actions Paris Orléans (Avril 2012).

2.3 Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet Horwath Audit France :

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

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

Le cabinet 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 20.000€, 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 ;

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 de Thermocompact et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan de Thermocompact ;

- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence) ;

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues :

Méthode des Flux de trésorerie actualisés

- construction des flux en distinguant les activités historiques du groupe de l'activité Saw Wires,
- détermination d'un taux d'actualisation pour chacun des plans d'affaires,
- valorisation de l'action Thermocompact,
- 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 Thermocompact,
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables,
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse,
- évaluation de Thermocompact 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.

Transactions récentes intervenues sur le capital de la société

- analyse du traité d'apport des actions Thermocompact à la société Thermo Technologies signé le 5 décembre 2012,
- analyse du pacte entre titulaires de valeurs mobilières émises par la société Thermo Technologies signé le 18 décembre 2012,
- analyse des déclarations pour l'enregistrement de cessions d'actions Thermo Technologies réalisé par la famille Mollard, M. Jean-Claude Cornier, Sofil et Naxicap Partners au profit du Groupe Naxicap, M. Amédée Nicolas et EPF en date du 18 décembre 2012,
- analyse des ordres de mouvement d'actions Thermo Technologies donnés par la famille Mollard au profit de Naxicap Partners en date du 18 décembre 2012,
- analyse du protocole d'accord conclu le 5 décembre 2012 entre certains actionnaires historiques de Thermocompact, le FCPR EPF IV et Monsieur Amédée Nicolas,
- analyse du mécanisme d'intéressement pris en application de l'assemblée générale extraordinaire du 18 décembre 2012 de Thermo Technologies et lié à l'émission de 1.053.443 Bons de souscription d'action (« BSA ») de la société Thermo Technologies

au profit de Mr. Gilles Mollard et de 1.053.443 BSA au profit de salariés et/ou de mandataires sociaux du groupe Thermocompact,
- analyse des contrats de prestations entre Thermocompact et Thermo Technologies et entre Thermo Technologies et la société Monjoie conseil contrôlée par Mr. Gilles Mollard conclus en remplacement du contrat de prestation de services entre la société Sofil et Thermocompact,
- analyse du contrat d'émission d'Obligations à bons souscription d'actions (OBSA) de Thermo Technologies souscrites par le mezzaneur (IFE III SICAR).

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

V Rédaction du rapport d'évaluation

VI Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VII Revue indépendante

VIII Présentation des conclusions au Conseil d'administration de Thermocompact

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de Thermocompact a désigné Horwath Audit France en qualité d'expert indépendant le 26 novembre 2012.

Notre mission s'est déroulée du 26 novembre au 18 décembre 2012. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 26 au 28 novembre 2012 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société et ses conseils.
- du 29 au 30 novembre 2012 : Préparation de l'évaluation. Réunion avec la direction générale et financière de Thermocompact,
- du 1^{er} au 13 décembre 2012 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche de transactions comparables, analyse de la transaction récente intervenue sur le titre, travaux de valorisation
Réunion avec la direction générale et financière de Thermocompact et l'établissement présentateur.
- du 14 au 18 décembre 2012 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'administration.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Thermocompact (Société cible)

- M. Gilles Mollard, Directeur Général
- Mme Martine Vial, Directeur financier

Aelios Finance (Conseil de l'initiateur)

- Mme Véronique Laurent-Lasson, Directeur exécutif

Portzamparc (Etablissement présentateur)

- M. Cyrille Gonthier, Directeur corporate finance
- M. Laurent Vallée responsable du bureau d'analyse financière

Gramond & Associés (Avocat)

- Mme. Macha Pascale Sokolow

2.6.4 Informations utilisées

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

- les informations publiques sur la société Thermocompact, notamment sur son site internet,
- les états financiers de Thermocompact au 31 décembre 2011 certifiés par les commissaires aux comptes,
- le rapport financier semestriel incluant les états financiers semestriels de Thermocompact au 30 juin 2012 certifiés par les commissaires aux comptes,
- les informations fournies par la société et ses conseils et notamment le business plan 2012 – 2016 de la société par activité établi par la direction générale de Thermocompact,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Six Telekurs*, *Euronext*, *Thomson One Banker*, 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 de Thermocompact,
- les notes des analystes financiers (Arkeon Finance et Portzamparc) qui suivent la valeur Thermocompact,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur.

- le traité d'apport des actions de la société Thermocompact à la société Thermo Technologies signé en date du 5 décembre 2012
- le rapport du commissaire aux apports sur l'apport des actions de la société Thermocompact signé en date du 5 décembre 2012,
- le pacte, signé en date du 18 décembre 2012, entre titulaires de valeurs mobilières émises par la société Thermo Technologies (la Banque Populaire Développement, la FCPR EPF IV, Monsieur Gilles Mollard, la société SOFIL, Monsieur Amédée Nicolas et La société Intermédiaire Finance Europe III SICAR (IFE III)),
- le projet du rapport du président lors des décisions de l'associé unique de la société Thermo Technologie en date du 18 décembre 2012,
- le projet de procès verbal des décisions de l'associé unique et de la collectivité des associés de la société Thermo Technologies en date du 18 décembre 2012,
- les déclarations pour l'enregistrement de cessions d'actions Thermo Technologies réalisés par la famille Mollard, M. Jean-Claude Cornier, Sofil et Naxicap Partners au profit du Groupe Naxicap, M. Amédée Nicolas et EPF,
- les ordres de mouvement d'actions Thermo Technologies donnés par la famille Mollard au profit de Naxicap Partners.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX PROPOSE

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.

Données structurant l'évaluation

Référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur le compartiment C d'Euronext Paris, la société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2011.

Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 1.544.855 actions. La société détenant 3.384 actions en autocontrôle au 17 décembre 2012 au sein d'un contrat de liquidité, il a été retenu comme référence 1.541.471 actions.

Endettement net ajusté

L'endettement net consolidé de Thermocompact, retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la dette financière nette de Thermocompact estimée sur la base des comptes consolidés prévisionnels au 31 décembre 2012 soit 6.251k€.

Nous avons considéré les provisions pour retraites et engagements assimilés comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 31 décembre 2012, ces engagements s'élèvent à 462k€.

Nous avons également intégré à la dette nette la quote-part de la situation nette comptable revenant aux intérêts minoritaires et les immobilisations non liées à l'exploitation pour 346k€ au 30 juin 2012.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette « ajustée » de 7.059k€.

Dette nette ajustée consolidée (en k€)	
Dette nette consolidée estimée au 31.12.2012	6 251
Provisions pour retraite et engagements assimilés	462
Intérêts minoritaires et actifs non liés à l'exploitation	346
Dette nette ajustée consolidée estimée	7 059

Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management de Thermocompact sur une durée de 5 ans (exercices clos du 31 décembre 2012 au 31 décembre 2016).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur un ensemble d'hypothèses de niveau de ventes des produits élaborés par Thermocompact sur ses activités historiques : fils et torons et revêtements ; et sur sa branche en cours de lancement (Saw Wires),
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) en distinguant les deux activités,
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Le business plan retenu pour l'évaluation distingue deux activités :

- les activités historiques du groupe : fils et torons et revêtements,
- l'activité Saw Wires.

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

Les hypothèses en matière d'investissements, d'amortissements et de variation du besoin en fonds de roulement ont été construites suite à des échanges que nous avons eus avec la direction générale et financière de Thermocompact.

L'activité Saw Wires se lançant en 2014, nous avons, après différents échanges avec le management, extrapolé les prévisions de business plan jusqu'en 2020, année que nous considérons comme normative pour l'activité.

Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

Méthode de l'actif net comptable (ANC)

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

A titre indicatif, la part du groupe dans la valeur des fonds propres au 30 juin 2012 s'élève à 22,13m€, soit une valeur de 14,33€ par action.

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

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

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

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

Méthode des transactions comparables

Nous n'avons pas identifié de transactions récentes dans le secteur de Thermocompact. Par conséquent, cette méthode n'a pu être mise en œuvre.

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.

Au cours des 3 derniers exercices, les dividendes ont représenté environ un tiers du résultat net publié au titre des exercices 2011 et 2010, aucune distribution n'ayant été réalisée au titre de l'exercice 2009. Thermocompact n'a pas défini de politique particulière de distribution de dividende permettant d'établir une estimation fiable des dividendes anticipés.

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

Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

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

Transaction récente intervenue sur le capital de la société

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la Société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de Thermocompact.

Le 18 décembre 2012, la famille Mollard, Monsieur Jean-Claude Cornier, la société Sofil, et le Groupe Naxicap ont apporté 802.728 actions Thermocompact sur la base d'un prix unitaire de 22,7 euros, conformément au tableau ci-après :

Finale marquée

Nom des actionnaires	% de détention	Nombre de titres
		Thermocompact apportés
Gilles Mollard	1,20%	18 504
Bernard Mollard	1,13%	17 425
Danielle Mollard	0,14%	2 100
Didier Mollard	0,39%	6 000
Hadrien Mollard	0,49%	7 500
Charlotte Mollard	0,61%	9 387
Jean-Claude Cornier	0,73%	11 218
SOFIL	19,86%	306 856
Groupe Naxicap	27,43%	423 738
Total	51,96%	802 728

En rémunération de ces apports, chaque apporteur a reçu, en proportion de son nombre d'actions Thermocompact apportés, des actions Thermo Technologies d'un euros (1€) de valeur nominale.

Cette transaction constitue une référence significative car elle porte sur une part importante du capital de Thermocompact, les 802.728 titres apportés représentant 51,96% 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 Thermocompact.

A l'issue de ces apports, le capital de la société Thermocompact est réparti de la façon suivante :

Nom des actionnaires	Nombre de titres	% de détention
Thermo Technologies	802 728	51,96%
Gilles Mollard	13 177	0,85%
Bernard Mollard	10 575	0,68%
Amédée Nicolas	4 108	0,27%
Flottant	714 267	46,24%
Total	1 544 855	100,00%

Ces apports de titres ont été suivis d'une cession de titres Thermo Technologie au prix d'un euro (1€) réalisée par la famille Mollard, M. Jean-Claude Cornier et Naxicap Partners au profit du Groupe Naxicap, M. Amédée Nicolas et EPF¹.

A la suite de la date de publication de l'Offre, il sera procédé aux opérations suivantes :

- Cession par M. Gilles et Bernard Mollard des 23.752 titres qu'ils détiennent directement dans Thermocompact au profit de Thermo Technologies pour un prix de 22,70€. Cette opération est envisagée au plus tard avant le 31 décembre 2012 ;
- Apport en nature de 4.108 actions Thermocompact détenu par M. Amédée Nicolas au profit de Thermo Technologies au prix unitaire de 22,70€. Cet apport est prévu au plus tard la veille de la date d'ouverture de l'Offre.

L'ensemble des transactions décrites ci-dessus est ou sera effectué pour un prix de 22,70€ par action. Ces transactions sont donc conclues au même prix que le prix d'Offre.

¹ Le FCPR EPF IV représenté par sa société de gestion EPF Partners

Par ailleurs, nous avons analysé :

- le traité d'apport des actions de la société Thermocompact à la société Thermo Technologies en date du 5 décembre 2012 ;
- le pacte signé en date du 18 décembre 2012 entre titulaires de valeurs mobilières émises par la société Thermo Technologies ;
- les déclarations pour l'enregistrement de cessions d'actions Thermo Technologies réalisés par la famille Mollard, M. Jean-Claude Cornier, Sofil et Naxicap Partners au profit du Groupe Naxicap, M. Amédée Nicolas et EPF en date du 18 décembre 2012 ;
- les ordres de mouvement d'actions Thermo Technologies donnés par la famille Mollard au profit de Naxicap Partners en date du 18 décembre 2012 ;
- le protocole d'accord conclu le 5 décembre 2012 entre certains actionnaires historiques de Thermocompact, le FCPR EPF IV et Monsieur Amédée Nicolas ;
- le mécanisme d'intéressement pris en application de l'assemblée générale extraordinaire du 18 décembre 2012 de Thermo Technologies et lié à l'émission de 1.053.443 Bons de souscription d'action (« BSA ») de la société Thermo Technologies au profit de Mr. Gilles Mollard et de 1.053.443 BSA au profit de salariés et/ou de mandataires sociaux du groupe Thermocompact ;
- les contrats de prestations entre Thermocompact et Thermo Technologies et entre Thermo Technologies et la société Monjoie conseil contrôlée par Mr. Gilles Mollard conclus en remplacement du contrat de prestation de services entre la société Sofil et Thermocompact ;
le contrat d'émission d'Obligations à bons souscription d'actions (OBSA) de Thermo Technologies souscrites par le mezzaneur (IFE III SICAR)

L'examen de ces engagements et contrats ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

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

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 Thermocompact.

Analyse du business plan de Thermocompact

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires résulte de données établies par le groupe Thermocompact sur ses deux activités (fils et torons et Saw Wires).

Le 30 octobre 2012, la société a communiqué un chiffre d'affaires sur les trois premiers trimestres en baisse de 6% par rapport aux trois premiers trimestres 2011 alors que la baisse n'était que de 4% sur le second semestre. Celle-ci est principalement due à un ralentissement plus important de l'activité depuis le mois d'août lié à la conjoncture économique et à une baisse du prix des matières premières sur lequel les prix de vente sont indexés. Elle s'explique aussi par un effet mix produit, les produits à base d'or, devenant de plus en plus cher, étant substitués avec des produits à base de palladium. La société a budgété ainsi pour l'exercice 2012 une évolution du chiffre d'affaires suivant cette tendance.

Sur les exercices suivants et considérant un prix des matières premières stable sur la durée du business plan, le groupe prévoit de croître ses volumes de vente notamment à partir de 2014, année au cours de laquelle, Thermocompact compte lancer son activité Saw Wires.

Par activité, la branche fils et torons et revêtement, mature, devrait connaître un taux de croissance annuel moyen proche de 5% entre 2013 et 2016. L'entreprise espère profiter de son activité de niche et du développement de son activité à l'international notamment par le biais de son usine vietnamienne. Thermocompact souhaite aussi orienter la commercialisation de ses produits fils et torons et revêtement vers les secteurs aéronautique et spatial, secteurs encore en croissance malgré la crise.

Par son activité Saw Wires, Thermocompact devrait faire son entrée sur le marché de la découpe de silicium avec une technologie alternative qu'elle annonce plus performante et moins polluante. Thermocompact compte ainsi un démarrage de cette activité en 2014 et prévoit ensuite des taux de croissance à deux chiffres. Cette activité n'étant pas arrivée à maturité en 2016, nous avons extrapolé le business plan en maintenant des taux de croissance à deux chiffres jusqu'en 2018 pour arriver à une croissance de 5% à l'horizon 2020 (horizon normatif que nous avons choisi).

Analyse de la marge d'EBITDA²

La marge d'EBITDA de Thermocompact comprend les coûts de production des biens vendus par Thermocompact, notamment les coûts d'achat des matières premières et les charges de personnel ainsi que d'autres charges externes.

Le taux de marge d'EBITDA prévu est relativement stable jusqu'en 2014, année où devrait démarrer l'activité Saw Wires. Ce taux s'élève à environ 10% à l'horizon 2013, proche du niveau observé fin 2011. La marge d'EBITDA devrait ensuite augmenter à partir de 2014 pour atteindre environ 15% en 2016 à l'horizon du business plan.

L'analyse du taux de marge par activité fait ressortir :

- un taux de marge des activités historiques proche de 11% sur la durée du business plan (2012-2016) supérieur aux niveaux historiques observés fin 2011 et au premier semestre 2012 ;

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

- des taux de marge, de l'activité Saw Wires, élevés sur les premières années de lancement du produit (proche de 30%), c'est-à-dire de 2014 à 2016, du fait du nombre restreint d'acteurs sur le marché. Nous avons ensuite extrapolé le business plan de cette activité pour faire tendre, à l'horizon du business plan (2020), le taux de marge vers une marge d'EBITDA normative proche de 20%, taux équivalent au taux de marge d'EBITDA d'Asahi Diamond Industrial, principal concurrent de Thermocompact sur cette activité.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus dans le plan d'affaires sont en lien avec les perspectives de développement et l'amélioration de l'outil productif de Thermocompact.

Pour l'activité Saw Wires, le lancement de la production va évidemment engendrer d'importants investissements s'élevant en cumul à environ 16m€ jusqu'en 2019 avec la construction d'une nouvelle usine. Il devrait ensuite tendre vers un niveau normatif d'environ 1m€ par an.

Analyse de la rentabilité des capitaux employés

La rentabilité des capitaux employés atteint un taux proche de 19,5% à l'horizon du business plan (2016) pour les deux activités contre 11,4% en 2012.

Le dernier élément structurant pour le calcul des flux de trésorerie actualisés est le besoin en fonds de roulement.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

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

En 2011, le niveau du BFR représentait environ 15% du chiffre d'affaires de la société.

Par activité, le niveau de BFR serait proche de 16% du chiffre d'affaires pour le secteur des fils et torons et revêtements niveau cohérent avec le BFR historique. Il serait plus faible sur l'activité Saw Wires et devrait atteindre un taux proche de 11% sur les dernières années du business plan.

Les hypothèses du business plan, au vu notamment de la rentabilité des capitaux employés atteint en 2016, peuvent être considérées comme volontaristes.

Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans les business plans du groupe sur la période 2012-2016 et de l'extrapolation effectuée par nous-même sur la période 2017-2020 pour l'activité Saw Wires, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBITDA
 - Variation du BFR
 - Investissements nets des cessions d'actifs
 - Impôt normatif
 = Flux de trésorerie ou Free Cash Flow

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} décembre 2012.

Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC			
		Historique	Saw Wires
Taux sans risque	(1)	2,1%	2,1%
Prime de risque du marché	(2)	7,1%	7,1%
Bêta désendetté	(3)	1,25	1,25
D/E	(4)	25%	25%
Bêta réendetté		1,46	1,46
Prime de taille	(5)	3,4%	4,5%
Coût des fonds propres	(6)	16,0%	17,1%
Coût de la dette avant impôt	(7)	4,0%	4,0%
Taux d'impôt		33,33%	33,33%
Coût de la dette après impôt		2,7%	2,7%
D/(D+E)	(8)	20%	20%
E/(D+E)	(8)	80%	80%
Coût moyen pondéré du capital		13,3%	14,2%
(1) OAT 10 ans moyen en novembre 2012 (2) consensus : Prime de risque du marché actions (3) Bêta 3 ans moyen des comparables désendetté (4) Gearing prévisionnel société au 31 décembre 2012 (5) Ibbotson (6) Formule du MEDAF (7) Coût de la dette de la société au 31/12/12 (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$			

Il a été retenu un taux d'actualisation dissocié par activité. Les taux retenus sont de 13,3% et de 14,2% pour, respectivement, les activités historiques de la société et l'activité Saw Wires, pour actualiser les flux de trésorerie futurs de chacun des business plans sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur la moyenne 1 mois à la date du 30 novembre des rendements des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 2,1% ;
- une prime de risque de marché de 7,1% calculée sur la base d'une moyenne de primes de risque retenues sur des notes de brokers à fin 2012 (Arkéon, Société Générale et Natixis) ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 1,25 retenu a été calculé d'après la moyenne des bêtas 3 ans des sociétés retenues dans la méthode des comparables boursiers. Les coefficients bêta présentant un degré de corrélation (R^2)

inférieur à 15% ont été exclus. L'échantillon final est composé de l'intégralité des sociétés comparables présentées dans le paragraphe suivant ;

- un gearing de 25% correspondant au gearing en valeur de marché de la société Thermocompact au 31 décembre 2012 ;
- la prime de taille retenue a été établie de manière distincte entre les deux activités du groupe. Son calcul est basé sur une étude internationale de la société Ibbotson qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque observée sur le marché action, elle-même calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations bourses. Les primes retenues sont de :
 - 3,4% pour les activités historiques de la société (fourchette basse de l'étude) ;
 - 4,5% pour l'activité Saw Wires (fourchette moyenne de l'étude au regard du risque rencontré sur cette activité) ;
- un coût de la dette après impôt de 4% correspondant au coût de la dette de la société au 31 décembre 2012, qui nous a été communiqué par la société, et qui est en phase avec le coût de l'endettement observé en 2011 (4,2%).

Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon explicite de chacun des business plans (2016 pour les activités traditionnelles du groupe et 2020 pour l'activité Saw Wires) à partir d'un cash flow disponible normatif, calculé à partir de 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 et de l'économie sur le long terme,
- Un maintien de la rentabilité appréciée au niveau de l'EBIT de la dernière année du business plan c'est-à-dire :
 - 8% pour les activités traditionnelles du groupe,
 - 15% pour l'activité Saw Wires, taux cohérent avec la marge d'EBIT moyenne d'Asahi Diamond Industrial, concurrent de Thermocompact sur l'activité Saw Wires,
- Des amortissements égaux aux investissements,
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini proche de zéro.

Résultats chiffrés

Synthèse de l'évaluation par la méthode des DCF	
Flux de trésorerie actualisés cumulés (en M€)	10,7
Valeur terminale actualisée (en M€)	28,3
Valeur d'entreprise (en M€)	39,1
Dette nette (en M€)	-7,1
Valeur des capitaux propres (en M€)	32,0
Nombre d'actions (en millions d'actions)	1,5
Valeur par action (en €)	20,78

La valeur unitaire de l'action Thermocompact s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 20,78€.

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 :

Tableau de sensibilité				
		CMPC		
		- 0,5%	retenu	+ 0,5%
Taux de croissance à l'infini	1,0%	21,38	20,12	18,97
	1,5%	22,11	20,78	19,55
	2,0%	22,93	21,50	20,20

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 19,55€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 13,8% pour les activités historiques du groupe et 14,7% pour l'activité Saw Wires) à 22,11€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 12,8% pour les activités historiques du groupe et 13,7% pour l'activité Saw Wires). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 20,78€.

Le prix d'Offre de 22,7€ induit une prime de 9,2% sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.3 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

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

3.3.3.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche de Thermocompact.

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

Nous avons toutefois retenu sept sociétés comparables à Thermocompact :

- Nexans SA : société française cotée sur le NYSE - Euronext Paris.
- Prysmian SpA : société italienne cotée sur le Milan Stock Exchange.
- LEONI AG: société allemande cotée sur le Frankfurt Stock Exchange.
- General Cable Corp. : société américaine cotée sur le New York Stock Exchange.
- Bekaert SA : société belge cotée sur Euronext Brussels.
- Bobycote PLC: société anglaise cotée sur le London Stock Exchange.
- Asahi Diamond Industrial Co : société japonaise cotée sur le Tokyo Stock Exchange.

Société	Pays	Capitalisation boursière (en M€) ¹
Nexans SA	FRA	978
Prysmian SpA	ITA	3 081
LEONI AG	DEU	830
General Cable Corp.	USA	1 088
Bekaert SA	BEL	1 187
Bodycote PLC	GBR	915
Asahi Diamond Industrial Co	JPN	410
THERMOCOMPACT	FRA	33

Source : *Infineancials*

¹ Données au 7 décembre 2012 sur la base d'une moyenne de 30 jours du cours de bourse

Nexans est une société française spécialisée dans la fabrication de câbles (câbles d'énergie et fils conducteurs) pour les infrastructures, le bâtiment et l'industrie.

Finale marquée

Prysmian SA est une entreprise italienne ayant une activité de conception, de fabrication, de commercialisation et d'installation de câbles à destination des secteurs de l'énergie et des télécommunications.

LEONI AG est une société allemande qui fournit des câbles, des fibres optiques ainsi que des services de développement connexes principalement pour des entreprises industrielles.

General Cable Corp. est une société américaine qui conçoit, fabrique et distribue des fils et des câbles à destination des secteurs de l'énergie, de la construction et des télécommunications.

Bekaert SA est une société belge spécialisée dans les revêtements avancés et les produits tréfilés et applications (câbles et fils) à destination des secteurs de l'automobile, de l'énergie et de la construction.

Bodycote PLC est une société anglaise spécialisée dans les techniques et les procédés d'ingénierie qui améliorent les propriétés des métaux et alliages. Elle intervient dans les secteurs de l'aérospatiale, de l'énergie et de l'automobile.

Asahi Diamond Industrial est une société japonaise spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'instruments de précision diamantés (câbles électrolytiques,...) et dont l'activité s'apparente au Saw Wires.

3.3.3.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de marges d'EBITDA et d'EBIT des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Société	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Nexans SA	7,1%	8,2%	8,3%	4,0%	4,9%	5,2%
Prysmian SpA	7,9%	8,6%	8,7%	5,9%	6,5%	6,6%
LEONI AG	9,4%	8,8%	9,1%	6,3%	5,6%	5,9%
General Cable Corp.	6,2%	6,6%	6,7%	4,4%	4,9%	5,2%
Bekaert SA	10,1%	10,4%	11,4%	4,3%	5,1%	6,5%
Bodycote PLC	24,1%	24,9%	25,2%	15,4%	16,0%	16,5%
Asahi Diamond Industrial Co	21,6%	20,3%	21,1%	12,5%	14,4%	16,7%
Médiane	9,4%	8,8%	9,1%	5,9%	5,6%	6,5%
Moyenne	12,4%	12,5%	12,9%	7,5%	8,2%	8,9%

Source : InFinancials au 7 décembre 2012

Les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de Thermocompact sont proches de ceux des comparables et se situent, sur les différentes années, entre la médiane et la moyenne de l'échantillon concerné.

3.3.3.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenus les multiples :

- de chiffre d'affaires qui est pertinent si les niveaux de marges observés chez les comparables sont proches de ceux de la société à évaluer, ce qui est le cas présentement.
- 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 PER (Price Earning Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

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		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Nexans SA	0,39x	0,37x	0,36x	5,4x	4,5x	4,3x	9,6x	7,6x	6,8x
Prysmian SpA	0,58x	0,57x	0,54x	7,4x	6,6x	6,2x	9,8x	8,7x	8,3x
LEONI AG	0,34x	0,34x	0,32x	3,7x	3,9x	3,5x	5,5x	6,0x	5,4x
General Cable Corp.	0,40x	0,36x	0,34x	6,5x	5,4x	5,0x	9,2x	7,3x	6,4x
Bekaert SA	0,63x	0,61x	0,58x	6,3x	5,9x	5,1x	14,8x	11,9x	9,0x
Bodycote PLC	1,29x	1,24x	1,17x	5,3x	5,0x	4,7x	8,3x	7,7x	7,1x
Asahi Diamond Industrial Co	0,94x	0,89x	0,80x	4,4x	4,4x	3,8x	7,5x	6,2x	4,8x
Médiane	0,58x	0,57x	0,54x	5,4x	5,0x	4,7x	9,2x	7,6x	6,8x

Source : InFinancials au 7 décembre 2012

3.3.3.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / CA, VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 2012, 2013 et 2014 étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à la date du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

La capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle de Thermocompact, une décote de taille a été appliquée afin d'obtenir une valorisation plus pertinente par la méthode des multiples.

Cette décote a été estimée à 25% sur la base de différentes études empiriques et notamment de l'étude d'Eric-Eugène Grena, membre de la Société Française des Analystes Financiers (l'ouvrage de la Société Française des Evalueurs faisant aussi référence à celle-ci).

3.3.3.5 Résultats

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

Valorisation de l'action Thermocompact				
	VE/ CA	VE/ EBITDA	VE/ EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en k€)	27 065	24 899	27 205	
Nombre d'actions (en milliers)	1 541	1 541	1 541	
Valeur moyenne de l'action Thermocompact	17,57€	16,16€	17,66€	17,13€

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Thermocompact par la méthode des comparables boursiers comprise entre 16,16€ (multiple d'EBITDA) et 17,66€ (multiple d'EBIT) et une valeur centrale de 17,13€ qui correspond donc à la moyenne entre les trois multiples.

Le prix d'Offre de 22,7€ fait ressortir une prime de 32,5% sur cette valeur.

Méthode du cours de bourse

Les actions de Thermocompact sont cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris. La société a été introduite en bourse en 1998 sur le second marché de la bourse de Paris.

Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et au jour du dépôt de l'offre, l'actionnariat se répartit comme suit :

Répartition du capital	Nombre d'actions détenues	% de détention
Thermo Technologies	802 728	51,96%
Gilles Mollard	13 177	0,85%
Bernard Mollard	10 575	0,68%
Amédée Nicolas	4 108	0,27%
Flottant	714 267	46,24%
Total	1 544 855	100,00%

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 46,24% du capital, soit 714 267 actions.

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

Analyse de la liquidité de l'action Thermocompact

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés (moyenne quotidienne)	Titres échangés (cumul)	Volume cumulé (% du nombre total d'actions) ¹	Volume cumulé (% du flottant) ²
Moyenne 1 mois	729	15 309	1,0%	2,1%
Moyenne 3 mois	704	46 481	3,0%	6,5%
Moyenne 6 mois	679	88 293	5,7%	12,4%
Moyenne 1 an	1 106	284 366	18,4%	39,8%

Source :Fininfo au 29/10/2012

1 : Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

2 : Ratio entre le nombre total de titres échangés et le flottant

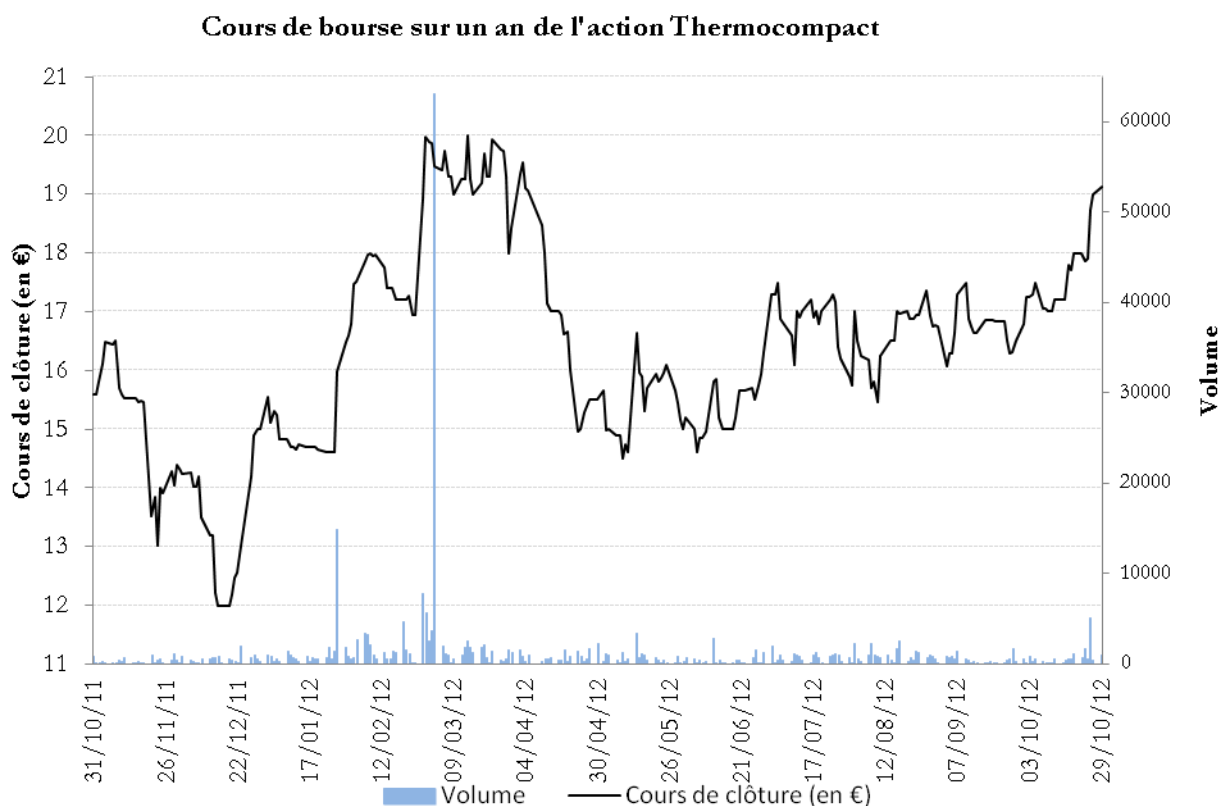
Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 679 titres (moyenne 6 mois) et 1.106 titres (moyenne 1 an).

Au cours de la dernière année, le volume moyen quotidien échangé est de 1 106 titres et le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 284.366, soit 18,4% du nombre total de titres et 39,8% du flottant.

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 1,0% du nombre total de titres et 2,1% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Thermocompact, qui fait l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une certaine liquidité. Nous retiendrons donc en définitive cette méthode.

Calcul des différentes moyennes de cours de bourse



Thermocompact a vu tout d'abord son cours diminuer du début du mois de novembre 2011 jusqu'à mi-décembre 2011, ce dernier passant d'environ 16€ à 12€. Suite notamment à l'annonce le 27 janvier 2012 des résultats concernant l'exercice clos au 31 décembre 2011, le cours a connu une hausse régulière jusqu'à fin février 2012, le cours atteignant 20€ le 28 février 2012.

Le 2 mars 2012, un volume significatif de 63.052 actions, représentant 4,4% du capital, a été échangé. Le cours de clôture à cette même date était de 19,48€.

Durant le mois de mars 2012, le cours de Thermocompact a oscillé entre 18€ et 20€ pour connaître ensuite une période de baisse et atteindre 14,5€ le 9 mai 2012.

A compter de cette date, le cours de Thermocompact a connu une tendance haussière en ligne avec la hausse des marchés boursiers et les différentes annonces de résultats effectuées par Thermocompact. Le cours a ainsi atteint 19,13€ à la date de l'opération (29 octobre 2012).

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 29/10/2012.

	€/action	Prime offerte
Cours de clôture (le 29/10/2012)	19,13	18,7%
CMPV* 1 mois	18,09	25,5%
CMPV* 3 mois	17,09	32,8%
CMPV* 6 mois	16,61	36,7%
CMPV* 1 an	17,49	29,8%

Source : Fininfo au 29/10/2012

** Cours moyen pondéré par les volumes*

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 16,61€ (moyenne 6 mois) et 18,09€ (moyenne 1 mois).

Le cours de référence le plus pertinent est, selon nous, le cours moyen pondéré 1 mois qui intègre les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 29 octobre 2012 s'élève à 19,13€.

Le prix proposé de 22,7€ par action offre une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 25,5% (cours moyen pondéré par les volumes 1 mois) et 36,7% (cours moyen pondéré par les volumes 6 mois).

Il offre une prime de 18,7% sur le cours de clôture au 29 octobre 2012.

A noter que les analystes Arkeon Finance et Portzamparc, qui suivaient le titre Thermocompact, recommandaient, dans leur note respective du 14 septembre 2012 et 31 août 2012, l'achat pour un cours cible s'élevant respectivement à 23,7€ et 21,4€. La moyenne de ces deux cours cibles ressort ainsi à 22,6€. Le prix d'offre de 22,7€ offre donc une prime de 0,7% sur le cours cible moyen défini par ces sociétés.

4. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

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

Eléments d'appréciation du prix d'Offre

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

Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué
- Méthode des dividendes futurs
- Méthode des primes constatées dans des offres précédentes
- Méthode des transactions comparables

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

Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société
- Méthode du cours de bourse
- Méthode des flux de trésorerie actualisés
- Méthode des comparables boursiers

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 référée au cours de bourse de Thermocompact et à la transaction intervenue sur le capital de la société (apport des titres Thermocompact à la société Thermo Technologies).

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 :

Transactions récentes sur le capital de Thermocompact

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu la transaction récente portant sur l'acquisition d'un bloc majoritaire représentant 51,96% du capital.

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

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

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 le cours de clôture au 29 octobre 2012 et les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an.

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

Nous avons, pour notre part, privilégié la moyenne 1 mois pour l'appréciation du prix d'Offre.

Méthode des flux de trésorerie actualisés

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

- intégré les flux à partir du 1^{er} janvier 2012 en retenant la dette financière ajustée à la date du 31 décembre 2011 et en retenant la date du 1^{er} décembre 2012 pour l'actualisation des flux ;
- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les deux activités pour les exercices allant du 31 décembre 2012 au 31 décembre 2016 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur la période 2017-2021 en faisant tendre progressivement la croissance du chiffre d'affaires vers le taux de croissance retenu à l'infini (1,5%) tout en faisant décroître la marge opérationnelle pour atteindre :
 - 6% en 2021 pour l'activité fils, torons et revêtement (vs 8% à l'horizon du plan d'affaires en 2016) ;
 - 12,5% en 2021 pour l'activité Saw Wires ;
- 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 :
 - 12,2% pour les activités historiques de Thermocompact. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (2,22%), une prime de risque (7,3%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta ré-endetté ajusté d'un correctif de taille, un gearing de 20,8% et un coût de la dette après impôt de 4,2%, et
 - 14,7% pour l'activité. Ce taux correspond au taux calculé ci-avant majoré d'une prime de risque de 2,5% ;
- déduit de la valeur ainsi obtenue la dette nette calculée au 31 décembre 2011 et ajustée (7,3m€).

Finale marquée

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Thermocompact de 20,95€.

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 19,51€ (taux d'actualisation de 12,7% pour l'activité fils, torons et revêtements et 15,2% pour l'activité Saw Wires et croissance à l'infini de 1%) et 22,64€ (taux d'actualisation de 11,7% pour l'activité fils, torons et revêtements et 14,2% pour l'activité Saw Wires et taux de croissance à l'infini de 2%).

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 2016 ;
- 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 flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul du taux d'actualisation,
- la période retenue pour l'actualisation des flux et le calcul de la dette nette ajustée.

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

L'établissement présentateur a extrapolé les deux plans d'affaires de Thermocompact sur cinq exercices supplémentaires (horizon 31 décembre 2021). Le flux normatif pris en compte dans le calcul de la valeur terminale a donc été calculé sur la base du dernier flux 2021 comprenant une croissance du chiffre d'affaires de 1,5% et un taux de marge d'EBIT de 6% pour l'activité fils, torons et revêtements et 12,5% pour l'activité Saw Wires.

Nous avons, pour notre part, retenu :

- l'horizon explicite du business plan comme communiqué par la Société pour l'activité fils, torons et revêtements soit le 31 décembre 2016. Pour le calcul du flux normatif, nous avons retenu une marge d'EBIT de 8,2% en estimant que la société pourrait être en mesure de maintenir ce taux de marge à un horizon plus lointain alors que l'établissement présentateur considère que ce taux est appelé à diminuer sur la période d'extrapolation du business plan (2017-2021),
- l'horizon du plan d'affaires extrapolé pour l'activité Saw Wires soit le 31 décembre 2020. Pour le calcul du flux normatif, nous avons retenu une marge d'EBIT de 15%, taux cohérent avec la marge d'EBIT d'Asahi Diamond Industrial (14,5%) alors que l'établissement présentateur a retenu un taux de 12,5%.

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux avant actualisation dans la mesure où nos hypothèses sont légèrement plus optimistes.

Détermination du taux d'actualisation

Finale marquée

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

Calcul du CMPC					
Activités historiques			Saw Wires		
		Horwath	Etablissement	Horwath	Etablissement
Taux sans risque	(1)	2,1%	2,22%	2,1%	2,2%
Prime de risque du marché	(2)	7,1%	7,3%	7,1%	7,3%
Bêta désendetté	(3)	1,25	1,01	1,25	1,01
D/E	(4)	25%	20,8%	25%	21%
Correctif de taille		na	0,37	na	0,37
Bêta réendetté		1,46	1,60	1,46	1,60
Prime de taille	(5)	3,4%		4,5%	
Coût des fonds propres	(6)	16,0%	13,9%	17,1%	13,9%
Coût de la dette avant impôt	(7)	4,0%		4,0%	
Taux d'impôt		33,33%		33,33%	
Coût de la dette après impôt		2,7%	4,2%	2,7%	4,2%
D/(D+E)	(8)	20%	17%	20%	17%
E/(D+E)	(8)	80%	83%	80%	83%
Coût moyen pondéré du capital		13,3%	12,2%	14,2%	12,2%
Prime spécifique			0,0%		2,5%
Coût moyen pondéré du capital		13,3%	12,2%	14,2%	14,7%

(1) OAT 10 ans moyen en novembre 2012

(5) Ibbotson

(2) consensus : Prime de risque du marché actions

(6) Formule du MEDAF

(3) Bêta 3 ans moyen des comparables désendetté

(7) Coût de la dette de la société au 31/12/12

(4) Gearing prévisionnel société au 31 décembre 2012

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

Les écarts observés proviennent :

- des informations données par des bases de données légèrement divergentes,
- d'un coût de la dette après impôts estimé à 4,2% pour l'établissement présentateur contre 2,7% pour nous,
- de primes de risque spécifiques différentes sur chacune des activités.

Les taux d'actualisation retenus par l'établissement présentateur pour les deux activités (12,2% et 14,7%) sont cependant assez proches de ceux que nous avons calculés (13,3% et 14,2%).

Période retenue pour l'actualisation des flux et détermination de la dette nette ajustée

L'établissement présentateur a retenu une dette nette « ajustée » de 7,3m€ intégrant la dette nette au 31/12/2011 et des provisions pour indemnités de retraite. Il a intégré les flux à partir du 1^{er} janvier 2012 en retenant la dette financière ajustée à la date du 31 décembre 2011 et en retenant la date du 1^{er} décembre 2012 pour l'actualisation des flux.

Nous avons retenu, pour notre part, une dette nette « ajustée » de 7,1m€ correspondant à la dette prévisionnelle ajustée au 31 décembre 2012, en actualisant les flux de trésorerie à la date du 1^{er} décembre 2012 et en ne retenant pour l'année 2012 qu'un douzième du flux.

Le faible écart observé est dû à la méthodologie qui s'avère différente mais qui aboutit à des résultats proches.

Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 20,95€ et reste proche de notre valeur (20,78€).

4.5 Méthode des comparables boursiers

4.5.1 Choix de l'échantillon

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de onze sociétés (Asahi Diamond Industrial, Bekaert, Bodycote, Fujikura, Furukawa Electric, General Cable, Hitachi Cable, Nexans, NKT Holding, Prysmian et Xinyu Iron & Steel) qui sont positionnées sur un marché proche de celui de Thermocompact.

Nous considérons les sociétés Nexans, Prysmian, Asahi Diamond Industrial, Bodycote, Bekaert et General Cable, qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables. Nous n'avons pas retenu les sociétés Fujikura, Furukawa Electric, Hitachi Cable, NKT Holding et Xinyu Iron & Steel comme comparables, en considérant qu'elles opèrent essentiellement en Asie et notamment au Japon où Thermocompact est moins présent.

Nous avons, pour notre part, retenu sept sociétés : les six sociétés citées ci-dessus et retenues par l'établissement présentateur et la société LEONI AG. Dans notre échantillon, nous conservons la société japonaise Asahi Diamond Industrial étant donné qu'elle est spécialisée dans l'activité de Saw Wires, activité dans laquelle Thermocompact se lancera en 2014.

4.5.2 Choix des multiples et méthodologie

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'affaire (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 de Thermocompact des années 2012 et 2013.

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 n'avons pas de divergence avec l'établissement présentateur sur les données prévisionnelles de Thermocompact retenues pour appliquer cette méthode sur les années 2012 et 2013.

Nous avons, pour notre part, retenu, en complément des années 2012 et 2013, l'année 2014 dans la mesure où des multiples étaient extériorisés par nos bases de données.

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

4.5.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Thermocompact obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers est comprise entre 12,27€ (multiple de chiffre d'affaires) et 20,07€ (multiple d'EBIT).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Thermocompact par la méthode des comparables boursiers comprise entre 16,16€ (multiple d'EBITDA) et 17,66€ (multiple d'EBIT) et une valeur centrale de 17,13€ comprise dans la fourchette de l'établissement présentateur.

La différence observée quant au résultat par action moyen provient essentiellement des différences sur l'échantillon retenu, de l'insertion dans nos calculs des données prévisionnelles 2014 et d'un niveau de décote de taille inférieur.

5. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

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

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 22,7€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthode du cours de bourse					
Cours de clôture (le 29/10/2012)		19,13 €		19,13 €	18,7%
CMPV* 1 mois		18,09 €		18,09 €	25,5%
CMPV* 3 mois		17,09 €		17,09 €	32,8%
CMPV* 6 mois		16,61 €		16,61 €	36,7%
CMPV* 1 an		17,49 €		17,49 €	29,8%
Méthode des comparables boursiers	12,27 €	15,20 €	20,07 €	17,13 €	32,5%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	19,51 €	20,95 €	22,64 €	20,78 €	9,2%
Méthode des transactions de référence					
Apport des titres à Thermo Technologies		22,70 €		22,70 €	0,0%

* CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes

Notre analyse fait ressortir des valeurs de :

- 16,61€ à 19,13€ pour la méthode des cours de bourse ;
- 17,13€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- 20,78€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 22,70€ pour la méthode des transactions de référence sur le capital de Thermocompact.

Nous observons que le prix offert de 22,70€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- présente une prime comprise entre 18,7% (cours de clôture du 29/10/2012) et 36,7% (cours moyen 6 mois) sur la méthode du cours de bourse ;
- présente une prime de 32,5% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 9,2% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 0% sur le prix retenu pour l'opération d'apport des titres Thermocompact à la société Thermo Technologies.

Le prix de 22,70€ offert dans le cadre de la présente offre correspond au prix de la transaction en date du 18 décembre 2012 portant sur un bloc majoritaire représentant 51,96% du capital.

Finale marquée

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.

Le prix de 22,70€ par action Thermocompact proposé pour la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, est équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Thermocompact.

Fait à Paris, le 18 décembre 2012 et amendé le 14 janvier 2013

L'expert indépendant

HORWATH AUDIT FRANCE

Olivier Grivillers

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UN IMPACT SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Il n'existe, à ce jour, à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre Publique.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

7.1 Structure du capital social de la Société

A la date de la présente note en réponse, le capital de la Société s'élève à cinq millions cent quarante deux mille huit cent cinquante deux euros et trente neuf centimes (5.142.852,39 €), divisé en un million cinq cent quarante quatre mille huit cinquante cinq (1.544.855) actions toutes souscrites et intégralement libérées.

Préalablement au franchissement des seuils de 5, 10, 15, 20, 25, 30, le tiers et 50 % par l'Initiateur le 18 décembre 2012, le nombre total de droits de vote de Thermocompact était égal à 2.165.160, du fait de droits de vote double en application des statuts de la Société.

Le capital social de Thermocompact était alors réparti ainsi qu'il suit :

Nom des actionnaires Thermocompact	Nombre de titres	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
<i>Gilles Mollard</i>	31 681	2,05%	63 362	2,93%
<i>Bernard Mollard</i>	28 000	1,81%	56 000	2,59%
<i>Danielle Mollard</i>	2 100	0,14%	4 200	0,19%
<i>Didier Mollard</i>	6 000	0,39%	12 000	0,55%
<i>Hadrien Mollard</i>	7 500	0,49%	15 000	0,69%
<i>Charlotte Mollard</i>	9 387	0,61%	18 774	0,87%
<i>Jean-Claude Cornier</i>	11 218	0,73%	11 218	0,52%
<i>SOFIL*</i>	306 856	19,86%	611 256	28,22%
Total Famille Mollard, Cornier et Sofil	402 742	26,07%	791 810	36,55%
<i>Banque Populaire Développement**</i>	423 712	27,43%	647 715	29,90%
<i>Naxicap Partners</i>	26	0,00%	52	0,00%
Total Groupe Naxicap	423 738	27,43%	647 767	29,90%
<i>Amédée Nicolas</i>	4 108	0,27%	8 216	0,38%
Public	714 267	46,24%	718 367	33,16%
<i>Dont Alto Invest</i>	191 612	12,40%	191 612	8,85%
TOTAL	1 544 855	100,00%	2 166 160	100,00%

*Sofil : société co-détenue par les Familles Mollard et Cornier

**Banque Populaire Développement est détenue à hauteur de 37,81% par Natixis Private Equity (elle-même contrôlée par Natixis), 61,86% par 20 banques populaires régionales, et 0,33% par divers actionnaires

Finale marquée

Au 21 janvier 2013, l'Initiateur détient 1.007.807 actions Thermocompact.

Sur la base d'un capital de Thermocompact composé de 1.544.855 actions représentant, après réalisation de l'Apport, 1.576.815 droits de vote théoriques, la participation de Thermo Technologies s'élève à 65,24 % du capital et 65,06 % des droits de vote théoriques de la Société.

Au 21 janvier 2013, le capital de Thermocompact est réparti de la façon suivante :

Nom des actionnaires	Nombre de titres	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Thermo Technologies*	1 007 807	65,24%	1 007 807	65,06 %
Public	537 048	34,76%	541 148	34,94%
<i>Dont Alto Invest**</i>	<i>191 612</i>	<i>12,40%</i>	<i>191 612</i>	<i>12,37%</i>
<i>Dont Lazard Frères Gestion***</i>	<i>79 500</i>	<i>5,15%</i>	<i>79 500</i>	<i>5,13%</i>
TOTAL	1 544 855	100,00%	1 548 955	100,00%

*Contrôlée par Banque Populaire Développement qui est détenue à hauteur de 37,81% par Natixis Private Equity (elle-même contrôlée par Natixis), 61,86% par 20 banques populaires régionales, et 0,33% par divers actionnaires

**D'après la déclaration de franchissement de seuil du 21 décembre 2012

***D'après la déclaration de franchissement de seuil du 5 novembre 2012

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L233-11 du code de Commerce

Néant

7.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société

A la connaissance de la Société, et notamment sur la base des déclarations de franchissement de seuils qui lui ont été notifiées, les actionnaires détenant plus de 5 % du capital ou des droits de vote de Thermocompact sont :

- Thermo Technologies qui détient 65,24% du capital et 65,06 % des droits de vote ;
- Alto Invest qui détient 12,40% du capital et 12,15 % des droits de vote (D&I n°212 C1724 du 21 décembre 2012);
- Lazard Frère Gestion qui détient 5,15% du capital et 5,04 % des droits de vote.

En conséquence des opérations d'apport au bénéfice de l'Initiateur :

- Sofil a déclaré le 19 décembre 2012 avoir franchi à la baisse les seuils de 25, et 20 % en droits de vote et les seuils de 15, 10 et 5 % en capital et droits de vote (D&I n°212C1716 du 20 décembre 2012) ;
- Banque Populaire Développement a déclaré le 21 décembre 2012 avoir franchi à la baisse les seuils de 25, 20, 15, 10 et 5 % en capital et droits de vote (D&I n°212C1731 du 21 décembre 2012).

7.4 Détenteurs de tous titres comportant des droits de contrôle spéciaux

Sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de la Société, il n'existe pas de détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux.

7.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice de droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions sur le transfert d'actions de la Société ou à l'exercice des droits de vote.

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

7.7.1 *Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société*

Aux termes de l'article 11.1 des statuts de Thermocompact :

« La société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et dix-huit au plus.

Nul ne peut être administrateur si, ayant dépassé l'âge de 80 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Si, du fait qu'un administrateur en fonction vient à dépasser l'âge de 80 ans, la proportion du tiers ci-dessus visée est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

En cours de société, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires qui peut les révoquer à tout moment.

La durée de leurs fonctions est de quatre (4) ans ; elle expire à l'issue de l'assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat. Par exception, l'assemblée générale peut désigner un administrateur pour une durée de deux (2) ou trois (3) ans, afin de permettre un renouvellement échelonné des mandats d'administrateurs.

Les administrateurs sont toujours rééligibles.

Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

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

Toutefois, s'il ne reste plus qu'un seul ou que deux administrateurs en fonction, celui-ci ou ceux-ci ou, à défaut, le ou les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale des actionnaires à l'effet de compléter le conseil.

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

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Ces dernières doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Ce mandat de représentant permanent lui est donné pour la durée de celui de la personne morale qu'il représente.

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

Les administrateurs personnes physiques ne peuvent appartenir au total à plus de cinq conseils d'administration ou conseils de surveillance de sociétés anonymes ayant leur siège en France métropolitaine.

Un salarié de la société peut être nommé administrateur si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Il ne perd pas le bénéfice de ce contrat de travail.

Le nombre des administrateurs liés à la société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction. »

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Aux termes de l'article 23 alinéa 3 des statuts de Thermocompact : « Les assemblées générales extraordinaires sont celles appelées à décider ou autoriser des modifications directes ou indirectes des statuts ».

7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'actions

L'assemblée générale mixte du 1^{er} juin 2012 (l'« **Assemblée** ») a octroyé au Conseil d'administration de la Société l'autorisation de procéder au rachat d'actions de la Société dans la limite de 10% de son capital social et dans le cadre d'un programme de rachat d'actions.

A ce jour, la Société n'a utilisé cette autorisation que dans le cadre de la mise en œuvre d'un contrat de liquidité au titre duquel elle détient au 17 décembre 2012, 3.384 actions en auto-détention qu'elle apportera à l'Offre.

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

Néant

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre

Néant

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231–28 du règlement général de l'AMF, seront déposées par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de Thermocompact (www.thermocompact.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès Thermocompact, Z.I. Les Iles - 74370 METZ TESSY (Mme Martine Vial – Directeur financier).

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Gilles Mollard
Directeur général