

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR LA SOCIETE

EREN

agissant de concert avec les personnes dénommées
dans le corps de la présente note en réponse

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE OREGE



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 (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 14-044 en date du 18 février 2014 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Orège S.A. et engage la responsabilité de ses signataires.

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

Avis important

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

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de la société Orège (www.orege.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

OREGE

1, rue Pierre Vaudenay – 78350 Jouy en Josas

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

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	4
3.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	5
4.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'OREGE	8
5.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'OREGE	15
6.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE	15
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	15
8.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	15
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	20
1.	<i>PRESENTATION DE L'OPERATION</i>	21
2.	<i>DECLARATION D'INDEPENDANCE</i>	28
3.	<i>DILIGENCES EFFECTUEES</i>	28
4.	<i>APPRECIATION DE LA VALEUR D'OREGE</i>	29
5.	<i>ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DES CONDITIONS DE L'OFFRE PRESENTES DANS LA NOTE D'INFORMATION</i>	40
6.	<i>ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DES CONDITIONS OFFERTES</i>	43
10.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	50
11.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	50

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Eren, société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 1.000.000 euros, dont le siège social est situé 25 B boulevard Royal L-2449 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 168599 (l'« **Initiateur** » ou « **Eren** »), agissant de concert avec les autres personnes membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-après), a déposé le 16 janvier 2014 une offre publique d'achat simplifiée aux termes de laquelle elle propose de manière irrévocable aux autres actionnaires de la société Orège, société anonyme à directoire et conseil de surveillance de droit français au capital de 4.648.792,25 euros, dont le siège social est situé 1, rue Pierre Vaudenay, 78350 Jouy en Josas, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Versailles, sous le numéro 479 301 079 (« **Orège** » ou la « **Société** »), d'acquérir dans les conditions décrites dans la note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** »), la totalité de leurs actions Orège, au prix de 4,20 euros par action (l'« **Offre** »).

Les actions émises par la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **NYSE Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010609206 (mnémotechnique OREGÉ).

L'Offre porte sur la totalité des actions Orège existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou l'un des membres du Concert à la date du dépôt de l'Offre par l'Initiateur, soit, en tenant compte des acquisitions effectuées par l'Initiateur depuis la date de dépôt, un nombre maximum de 8.401.310 actions représentant 45,18% du capital sur la base d'un nombre total de 18.595.169 actions, ainsi que la totalité des 75.946 actions nouvelles susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre en cas d'exercice des bons de souscription d'actions (les « **BSA** ») émis par la Société, ce qui représente un nombre total d'actions visées par l'Offre de 8.477.256 actions Orège. Il est précisé que les 11.767 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (les « **BSPCE** ») encore en circulation au jour du dépôt du projet d'Offre, ont tous été exercés et ont donné lieu à l'émission de 11.767 actions nouvelles Orège le 3 février 2014.

L'Initiateur qui détenait à la date du dépôt de l'Offre 5.394.115 actions Orège représentant 29,03% du capital et 21,29% des droits de vote théoriques de la Société, est une filiale détenue à hauteur de 80% du capital et des droits de vote par Eren Groupe SA, société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 561.986.226,74 euros, dont le siège social est situé 25 B boulevard Royal L-2449 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 39052 (« **Eren Groupe** »), elle-même contrôlée à hauteur de 96,9 % par M. et Mme Pâris Mouratoglou.

L'Offre fait suite à la conclusion d'un pacte d'actionnaires le 15 janvier 2014 (le « **Pacte d'Actionnaires** ») entre Eren, M. Pascal Gendrot, Mme Carine Oger-Gendrot, Mme Lara Van Kempen-Gendrot, M. Raphaël Gendrot, M. Patrice Capeau, M. Michel Lopez, M. George Gonsalves, M. Guy Gendrot, Half Moon Properties Ltd et Mme Daljit Bomer (l'ensemble des personnes physiques précitées et Half Moon Properties Ltd étant ci-après collectivement désignées les « **Actionnaires Historiques** »). Ce pacte est constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société entre l'ensemble de ces parties (le « **Concert** »).

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Société Générale et Invest Securities, étant précisé que seule Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

Orège conçoit, développe, industrialise et commercialise, pour les collectivités locales et les industriels, des solutions permettant de mieux répondre aux nouvelles exigences réglementaires et environnementales ainsi que de réduire les coûts de traitement des effluents et des boues. Orège s'appuie sur deux technologies de rupture : le SOFHYS (technologie utilisée pour le traitement des effluents industriels complexes, toxiques ou non biodégradables) et le SLG (solution de conditionnement et de prétraitement pour les déshydratations des boues municipales et industrielles).

Depuis sa création, Orège s'est concentrée sur la conception et le développement de ces deux technologies. A compter de 2010, Orège est passée en phase de développement industriel et, depuis 2012, se consacre à l'équipement des premiers sites clients et au déploiement commercial tant en France qu'à l'international.

Afin de fournir à la Société des moyens supplémentaires pour financer ses opérations et d'améliorer sa visibilité, la Société a décidé en mars 2013 de lancer un processus d'admission de ses actions sur le marché réglementé de NYSE Euronext Paris, qui a été effectif le 5 juillet 2013, couplé à une augmentation de capital par offre au public, permettant à la Société de lever plus de 20 millions d'euros. Dans le cadre de cette opération, Eren est devenue l'un des principaux actionnaires de la Société, en souscrivant à l'augmentation de capital et en obtenant ainsi une participation de 26% du capital de la Société.

Lors de l'assemblée générale des actionnaires du 28 octobre 2013, deux représentants d'Eren ont été nommés membres du Conseil de surveillance de la Société. L'implication d'Eren au sein de la Société s'est ainsi accrue.

A compter du mois de novembre 2013, Eren et l'équipe dirigeante de la Société ont discuté des avantages d'un accompagnement plus étroit par Eren dans le développement de la Société en prenant appui sur son équipe de direction.

Compte tenu de l'expérience et de la notoriété industrielle d'Eren, de sa volonté de soutenir le développement commercial et industriel de la Société et de l'étendue de son réseau commercial (notamment dans le domaine d'activité de la Société), les principaux actionnaires fondateurs et l'équipe dirigeante de la Société ont considéré qu'Eren pourrait apporter une valeur ajoutée significative à la Société en devenant son principal actionnaire de référence dans le cadre d'un concert contrôlant la Société et en permettant ainsi de rassembler le capital éparpillé de la Société.

L'équipe dirigeante de la Société, Eren et d'autres actionnaires historiques de la Société ont ensuite discuté de l'opportunité de constituer entre eux un concert, en lieu et place du concert existant alors entre M. Pascal Gendrot, M. Patrice Capeau, M. Michel Lopez, M. George Gonsalves et M. Guy Gendrot.

A la suite de ces discussions, Eren et les Actionnaires Historiques ont ainsi conclu le Pacte d'Actionnaires en date du 15 janvier 2014.

Il est précisé qu'aucune procédure dite de « *data room* » n'a été mise en place pour les besoins de l'Offre, et l'Initiateur n'a eu accès à aucune information privilégiée.

A la date de sa constitution, le Concert a franchi le seuil visé à l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, se trouvant ainsi en situation d'offre publique obligatoire.

Le 16 janvier 2014, Eren, agissant de concert avec les autres membres du Concert, a déposé l'Offre auprès de l'AMF.

L'Offre permettra ainsi à la Société de s'appuyer à l'avenir sur Eren en tant qu'actionnaire de référence, afin d'accélérer son développement et celui de ses solutions de réduction des coûts de traitement des effluents et boues.

3. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A l'exception des accords décrits dans la Note d'Information et repris ci-après, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

3.1 Contrats de cessions d'actions

Concomitamment à la signature du Pacte d'Actionnaires (tel que défini à la section 3.2 ci-dessous), Eren a procédé à diverses opérations d'acquisition.

3.1.1 Contrat de cession d'actions conclu avec M. Patrick Lanoizelée

Le 15 janvier 2014, Eren a conclu avec M. Patrick Lanoizelée, ancien directeur des opérations de la Société, un contrat de cession d'actions aux termes duquel elle a acquis auprès de ce dernier, par voie de transaction hors marché, 44.506 actions Orège, au prix de 4,20 euros par action, correspondant au prix de l'Offre.

3.1.2 Contrats de cession d'actions conclus avec des dirigeants et salariés clés

Le même jour, Eren a conclu plusieurs contrats de cessions d'actions avec certains dirigeants et salariés clés de la Société, aux termes desquels elle a acquis, par voie de transactions hors marché, 719.979 actions Orège, au prix de 4,20 euros par action, correspondant au prix de l'Offre auprès de :

- (i) M. Pascal Gendrot, M. Patrice Capeau et M. George Gonsalves pour respectivement 266.799, 209.146 et 49.801 actions ; et
- (ii) Mme Inès Hamon, Mme Armelle Le Boulvais, M. Stefan Szanto et M. Michel Bouvet, salariés de la Société, pour respectivement 67.236, 36.125, 45.436 et 45.436 actions.

Les 719.979 actions acquises par Eren résultaient de l'exercice (réalisé en date du 15 janvier 2014) de BSPCE qui avaient été attribués par la Société aux cédants susvisés.

3.1.3 Nombre d'actions et de droits de vote détenus par le Concert

A l'issue de l'acquisition par l'Initiateur de 719.979 actions Orège résultant de l'exercice de BSPCE et de l'acquisition par l'Initiateur de 44.506 actions Orège auprès de M. Patrick Lanoizelée, le nombre d'actions de la Société et de droits de vote détenus par les différents membres du Concert s'établissait comme suit à la date du 15 janvier 2014 :

	Nombre d'actions	Pourcentage du capital de la Société	Nombre de droits de vote	Pourcentage des droits de vote de la Société sur la base du nombre de droits de vote théoriques ^(*)
Eren	5.394.115	29,03%	5.394.115	21,29%
M. Pascal Gendrot	1.409.350	7,58%	2.818.700	11,13%
Mme Carine Oger-Gendrot	180.000	0,97%	360.000	1,42%
Mme Lara Van Kempen-Gendrot	100.000	0,54%	200.000	0,79%
M. Raphaël Gendrot	100 000	0,54%	200.000	0,79%
M. Patrice Capeau	1.149.450	6,19%	2.288.900	9,04%
M. Michel Lopez	578.832 ^(**)	3,11% ^(**)	1.157.664 ^(**)	4,57% ^(**)
M. George Gonsalves	131.136	0,71%	211.892	0,84%
M. Guy Gendrot	265.359	1,43%	530.718	2,10%
Half Moon Properties Ltd	155.156	0,83%	155.156	0,61%
Mme Daljit Bomer	53.553	0,29%	86.981	0,34%
Total membres du Concert	9 516 951^(**)	51,21%^(**)	13 404 126^(**)	52,91%^(**)

(*) Le nombre de droits de vote théorique est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

(**) Ces chiffres ont été retraités à la suite de la publication du projet de Note d'Information de l'Initiateur afin de tenir compte d'une correction à apporter à la suite d'une erreur matérielle portant sur le nombre d'actions et de droits de vote effectivement détenus par M. Michel Lopez (les chiffres figurant dans le projet de Note d'Information devant être diminués de 10.001 actions et droits de vote).

L'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions Orège, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

A la date du 14 février 2014, depuis le dépôt de l'Offre auprès de l'AMF et à la connaissance de la Société, l'Initiateur a procédé à l'acquisition d'un nombre total de 676.908 actions Orège supplémentaires représentant 3,64% du capital et 2,67% des droits de vote de la Société, lui permettant ainsi de détenir directement 6.071.023 actions Orège représentant autant de droits de vote, soit 32,65% du capital et 23,95% des droits de vote théoriques de la Société.

3.2 Pacte d'actionnaires

Le Pacte d'Actionnaires a été conclu entre l'Initiateur et les Actionnaires Historiques le 15 janvier 2014, pour une durée de 10 ans, et a pour objet principal d'organiser les règles applicables entre eux quant à leurs participations dans la Société. Dans le cadre du Pacte d'Actionnaires, les parties agissent de concert vis-à-vis de la Société. Il est précisé que, concomitamment à la conclusion du Pacte d'Actionnaires, il a été mis fin au concert existant entre M. Pascal Gendrot, M. Patrice Capeau, M. Michel Lopez, M. George Gonsalves et M. Guy Gendrot. Les Actionnaires Historiques se sont par ailleurs engagés à ne pas constituer de sous-concert à l'intérieur du Concert.

Les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires sont décrites dans la Note d'Information.

3.3 Engagements d'achat et de cession postérieurs à l'Offre

M. Pascal Gendrot, Mme Lara Van Kempen-Gendrot, M. Raphaël Gendrot, Mme Carine Oger-Gendrot, M. Patrice Capeau, M. Michel Lopez, d'une part, et l'Initiateur d'autre part, ont conclu le 15 janvier 2014 des promesses croisées d'achat et de vente (les « **Promesses** ») portant sur un nombre total de 1.421.225 actions (représentant 7,64 % du capital de la Société) dans les proportions initiales suivantes :

Actionnaires	Nombre d'actions
M. Pascal Gendrot	216.450 actions
Mme Lara Van Kempen-Gendrot	100.000 actions
M. Raphaël Gendrot	100.000 actions
Mme Carine Oger-Gendrot	180.000 actions
M. Patrice Capeau	383.150 actions
M. Michel Lopez	441.625 actions
Total	1.421.225 actions

Les promesses unilatérales d'achats consenties par l'Initiateur offrent à chacun des bénéficiaires susvisés la possibilité d'exercer une option de vente sur la totalité de leurs actions sous promesse à tout moment pendant une période de dix (10) jours de négociation suivant la date de publication des résultats de l'Offre.

Les promesses unilatérales de ventes consenties par chaque bénéficiaire qui n'aurait pas exercé son option de vente susvisée offre à l'Initiateur la possibilité d'exercer, s'il le souhaite, une option d'achat sur la totalité des actions sous promesse du bénéficiaire concerné à tout moment pendant une période de cinq jours ouvrés suivant l'expiration de la période d'exercice de l'option de vente susvisée¹.

Ces cessions interviendraient au prix de l'Offre majoré d'un intérêt capitalisé au taux de 4% par an.²

¹ Les actions sous promesses font l'objet d'un nantissement au profit de l'Initiateur garantissant les obligations des actionnaires au titre desdites promesses.

² Ces Cessions seront réalisées, après la réalisation de l'Offre, pendant une période d'une durée maximum de vingt-quatre mois à compter de la date de publication des résultats de l'Offre à condition que les membres du Concert détiennent au

3.4 Mainlevée des engagements de conservation conclus par certains actionnaires dans le cadre de l'admission des actions de la Société aux négociations sur NYSE Euronext Paris

Les cessions et engagements de cessions d'actions Orège mentionnés dans la présente section 3 ont donné lieu à une mainlevée des engagements de conservation conclus dans le cadre de l'admission des actions de la Société aux négociations sur NYSE Euronext Paris (tels que décrits au paragraphe 7.3 de la note d'opération ayant reçue de l'AMF le visa n°13-0279 en date du 13 juin 2013).

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'OREGE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 10 février 2014, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner l'Offre.

A cette date, la composition du Conseil de surveillance était la suivante :

- Monsieur Kléber BEAUVILLAIN (Président du Conseil et membre indépendant)
- Monsieur Alex BETTS (vice-Président du Conseil)
- Monsieur Frédéric BENECH
- Monsieur Gabriel Schreiber
- Monsieur Nicolas MOISEEFF
- Madame Claude TOBALY (membre indépendant)
- Monsieur Pâris MOURATOGLOU
- Monsieur David CORCHIA

L'ensemble des membres du Conseil était présent ou représenté à cette réunion, en particulier les membres indépendants. Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil se sont tenus sous la présidence de M. Alex Betts, en qualité de vice-Président du Conseil de surveillance.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de surveillance ont eu connaissance :

- (i) du projet de note d'information de l'Initiateur contenant les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par Société Générale et revus par Invest Securities ;
- (ii) du rapport du cabinet Ricol Lasteyrie, expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I° du règlement général de l'AMF ; et
- (iii) du projet de note en réponse d'Orège.

L'avis motivé suivant a été rendu :

« Le président du directoire expose aux membres du Conseil qu'ils sont réunis afin d'examiner le projet d'offre publique déposé le 16 janvier 2014 par Eren S.A. (« Eren » ou l'« Initiateur ») auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF »).

moins 50% du capital et des droits de vote de la Société (après prise en compte de la perte des droits de vote double attachés aux actions cédées) et selon un calendrier permettant de respecter cette condition.

*Ce projet d'offre est un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), portant sur la totalité des actions de la Société, à l'exception des actions détenues par l'Initiateur et les personnes agissant de concert avec lui (le « **Concert** »).*

Aux termes de cette Offre, et sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, l'Initiateur offrira de manière irrévocable aux actionnaires de la Société de lui apporter les actions qu'ils détiennent au prix de 4,20 euros par action.

Le président du directoire rappelle que le projet de note d'information établi par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF, contient en particulier les caractéristiques de l'Offre et les intentions de l'Initiateur, ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Société Générale et Invest Securities, établissements présentateurs de l'Offre.

Le président du directoire rappelle au Conseil qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et salariés.

Il rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF, le cabinet Ricol Lasteyrie & Associés, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, a été désigné, à l'unanimité, en qualité d'expert indépendant, par le Conseil, lors de sa séance du 20 janvier 2014.

Il rappelle en outre que (i) le projet de note en réponse de la Société et (ii) le document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société » ont été communiqués, respectivement les 3 et 6 février 2014, aux membres du Conseil en vue de la présente réunion.

Par ailleurs, le président du directoire indique que l'expert indépendant a été mis en mesure de discuter avec tous les membres du conseil de surveillance, à l'exception de Monsieur Kléber Beauvillain, et a reçu les commentaires des membres entendus et notamment les commentaires (i) de Messieurs Nicolas Moiseeff et Alex Betts, membres du Conseil et (ii) de Monsieur Grégory Fayolle, censeur, commentaires auxquels ledit expert a répondu oralement et par écrit.

Enfin, l'expert indépendant a remis le 6 février 2014, un premier projet de rapport d'expertise et a recueilli les ultimes commentaires des membres du conseil de surveillance qui le souhaitent sur ce projet de rapport.

Le Président invite Madame Sonia Bonnet-Bernard à remettre au Conseil son rapport définitif, dans sa version signée, et à présenter au Conseil les principaux termes et les conclusions dudit rapport.

L'expert indépendant rappelle en premier lieu que, conformément à la réglementation applicable, son rapport inclut une attestation d'indépendance, aux termes de laquelle il a attesté de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la mission qui lui a été confiée.

L'expert indépendant présente ensuite une synthèse de son intervention et rappelle les conclusions de son rapport, lesquelles sont les suivantes :

L'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 4,20 euros par action offert dans le cadre la présente Offre :

- fait ressortir une prime de 30% par rapport au prix d'introduction en bourse de la Société intervenue en juillet 2013. Ce prix d'introduction constitue une référence récente de marché, incontournable ;
- est identique à celui accepté par les managers, certains salariés et un actionnaire historique pour la cession d'une part significative de leurs actions préalablement à la conclusion du pacte d'actionnaires. Après analyse des contrats de cessions et en l'absence d'accord complémentaire pouvant avoir une incidence sur les conditions financières de ces transactions, nous considérons que ce prix constitue une référence significative ;
- fait ressortir des primes de l'ordre de 7% à 24% par rapport aux valeurs issues de l'analyse des flux futurs actualisés à un taux de marché compris entre 11,5% et 12,5%. S'agissant d'une société en développement sur des technologies innovantes, les prévisions contenues dans le plan d'affaires établi par le management ne peuvent être confrontées ni aux réalisations passées ni aux performances de sociétés comparables. Ces prévisions présentant par nature un caractère incertain, les réalisations pourront différer de manière significative, à la hausse ou à la baisse, des données prévisionnelles utilisées pour la présente analyse.

Bien qu'il n'existe pas de sociétés réellement comparables à Orège eu égard à son secteur d'intervention, ses technologies innovantes, sa taille et son stade de développement, nous nous sommes assurés que l'application de multiples de marché ne remettait pas en cause le prix de l'Offre.

Malgré la pertinence limitée du cours de bourse d'Orège compte tenu de la faible liquidité du titre, nous notons que le prix de l'Offre fait apparaître des primes : entre 13,8% (cours spot au 13 janvier 2014) et 23,9% (moyenne depuis le 2 août 2013). L'opération offre aux actionnaires d'Orège une liquidité immédiate à un prix supérieur aux cours historiques observés entre son introduction et la date d'annonce de cette opération.

Nous notons en revanche que, depuis l'annonce de l'opération, le cours d'Orège a de manière ponctuelle dépassé légèrement le prix de l'Offre dans des volumes peu significatifs.

Dans ce contexte, et sur ces bases, nous sommes d'avis que les conditions que l'Initiateur propose dans le cadre de la présente Offre publique, qui reste facultative pour les actionnaires minoritaires, sont équitables au point de vue financier pour les actionnaires de la société Orège. »

Un débat s'instaure entre les participants à la présente réunion.

Messieurs Alex Betts et Nicolas Moiseeff demandent tout d'abord si l'Initiateur ayant déposé l'Offre a bénéficié d'informations privilégiées sur la Société.

Conformément, au paragraphe 2 du projet de note en réponse, le Président du directoire confirme « qu'aucune procédure dite de « data room » n'a été mise en place pour les besoins de l'Offre, et [que] l'Initiateur n'a eu accès à aucune information privilégiée. »

Messieurs Alex Betts et Nicolas Moiseeff font ensuite part au Conseil de leur position divergente par rapport aux conclusions de l'expert indépendant et rappellent les réserves qu'ils ont formulées auprès de l'expert indépendant. Ces derniers considèrent notamment que :

- (i) *le rapport de l'expert indépendant se fonde sur un plan d'affaires établi, de manière non indépendante, par le directoire pour les besoins de l'opération, dans lequel les perspectives de la Société ont été minorées ;*
- (ii) *la volonté d'adossement poursuivie par le directoire auprès d'un actionnaire de référence donnera le contrôle de la Société à un stade trop précoce au bénéfice des parties au Concert, restreignant ainsi la base actionnariale de la Société et alors même qu'aucune option alternative n'a été explorée ;*
- (iii) *les accords pré-Offre octroient aux bénéficiaires des promesses post-Offre une forme de garantie de liquidité pendant une période de 24 mois, ainsi que d'autres avantages en termes de rémunération et d'indemnité des dirigeants, qui constituent une forme de contrepartie à ces accords ; et*
- (iv) *l'Offre d'Eren présente les nouvelles conditions offertes au management comme un fait accompli avant même toute discussion avec le conseil de surveillance.*

Dans ces conditions, Messieurs Alex Betts et Nicolas Moiseeff font part de leurs réserves sur le caractère équitable du prix en dépit des conclusions de l'expert indépendant, tout en reconnaissant que l'Offre permettra d'offrir aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate.

Monsieur Grégory Fayolle donnant son avis, en son unique qualité de censeur, et sans voix délibérative, juge que les temps d'analyse et de réponse impartis sont trop courts et qu'il n'est pas en mesure de formuler un avis à ce stade.

A l'inverse, les autres membres du Conseil, à savoir Messieurs Gabriel Schreiber, Frédéric Benech, et Madame Claude Tobaly, prenant acte des réponses apportées par le directoire, font valoir que :

- (i) *l'intervention d'un expert indépendant a précisément pour but d'analyser l'équité du prix de l'Offre dans la situation présente, lorsque certains membres du directoire et/ou du conseil de surveillance sont également partie aux accords connexes à l'Offre. Les membres concernés relèvent que l'expert, dont l'indépendance est incontestable, énonce que :*
 - (a) *« les perspectives de la Société présentant un caractère particulièrement incertain en raison du stade peu avancé de développement de l'entreprise, les réalisations pourront différer de manière significative des prévisions contenues dans le plan d'affaires. Depuis sa création, les réalisations d'Orège enregistrent un retrait significatif par rapport aux données budgétées » (rapport de l'expert, page 15) ; et que*
 - (b) *« certains éléments du plan semblent volontaristes [...]. D'autres sont raisonnablement prudents [...]. Au global, le plan nous paraît représenter un scénario acceptable pour l'analyse de valeur, même si d'autres scénarios, plus prudents ou plus optimistes, pourraient être retenus. » (rapport de l'expert, page 16).*

Le directoire a confirmé que le plan d'affaires constituait sa meilleure estimation, à ce jour, de l'activité, des résultats et des investissements de la Société, compte tenu notamment du retour d'expérience sur l'industrialisation du Sofhys et de l'option stratégique visant à favoriser la location des procédés SLG. Le plan d'affaires n'a donc pas été minoré pour les besoins de l'Offre et prend uniquement en compte l'évolution de l'activité depuis l'introduction en bourse, étant par ailleurs précisé que le nombre de SLG demeure dans la fourchette indicative mentionnée dans le cadre de l'introduction en bourse ;

- (ii) *la conclusion d'une action de concert avec le nouvel actionnaire de référence constitue une opportunité pour la Société, compte tenu de l'expérience et de la notoriété industrielle d'Eren, de sa volonté de soutenir le développement commercial et industriel de la Société et de l'étendue de son réseau commercial ;*
- (iii) *comme le souligne l'expert, les promesses post-offre s'analysent économiquement comme une vente différée. Il ne s'agit pas d'un avantage puisque les cédants ont exprimé leur intention de céder la quote-part de leurs titres dès que possible au prix de l'Offre. Les cédants sont en revanche soumis à une inaliénabilité sur les titres promis, laquelle est liée à l'atteinte du seuil des 50% du capital et des droits de vote par le Concert en tenant compte de la cession de leurs actions, et subissent ainsi un risque de ne pas pouvoir transférer leur titres à l'issue de la période de 24 mois. L'expert relève en outre que « le taux d'intérêt servi à 4%, n'apparaît pas hors marché, il rémunère l'illiquidité des cédants et le risque de contrepartie » ;*
- (iv) *la documentation d'Offre de l'Initiateur énonce sans équivoque que les nouvelles conditions qui seront offertes au management ne seront applicables qu'à l'issue de l'Offre pour autant que les majorités prévues au Conseil, compte tenu de la nouvelle répartition des sièges envisagée, soient atteintes à cette date. L'expert relève en outre que « les salaires revalorisés n'apparaissent cependant pas en-dehors du marché et le montant de la revalorisation ne peut être considéré comme un complément de prix » (rapport de l'expert, page 14).*

A la suite de ces échanges et au vu des différents documents transmis, le Conseil relève et constate, à la majorité des membres présents, représentés et votants, Messieurs David Corchia et Pâris Mouratoglou ne prenant volontairement pas part au vote, et étant ainsi exclus du calcul du quorum et de la majorité, et Messieurs Alex Betts et Nicolas Moiseeff s'étant prononcés contre cette décision, que :

- (i) *le prix proposé de 4,20 euros par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de 13,8% par rapport au cours de bourse de clôture du 13 janvier 2014 qui s'élevait à 3,69 euros, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre, et de respectivement 19,8% et 22,1% sur les moyennes des cours 1 et 3 mois (pondérés par les volumes) précédant le dépôt du projet d'Offre à l'AMF ;*
- (ii) *le prix de l'Offre se compare favorablement aux différents critères de valorisation établis par Société Générale, dans la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre telle que reproduite dans le projet de note d'information; en particulier, le prix de l'Offre extériorise une prime de 30% par rapport au prix de l'introduction en bourse du 5 juillet 2013, laquelle constitue « une référence récente de marché, incontournable » (rapport de l'expert, page 26) ;*
- (iii) *les actionnaires fondateurs et dirigeants de la Société ont cédé une partie de leurs actions à l'Initiateur au prix de l'Offre ;*
- (iv) *le rapport de l'expert indépendant conclut que le prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ;*
- (v) *chaque actionnaire demeure libre d'apporter ou non ses titres à l'Offre ;*
- (vi) *l'expert indépendant estime que les opérations connexes à l'Offre, à savoir la conclusion d'un pacte d'actionnaires entre l'Initiateur et certains actionnaires historiques de la Société et les engagements d'achat et de vente postérieurs à l'Offre conclus par ces derniers, « ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du prix offert » (rapport de l'expert, page 13) ;*

- (vii) *s'agissant des intentions de l'Initiateur en matière d'emploi, l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans une logique industrielle de poursuite du développement d'Orège et qu'Eren entend s'appuyer sur les équipes en place et poursuivre la politique d'Orège en matière de gestion des ressources humaines, qu'ainsi l'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence négative sur l'emploi ;*
- (viii) *s'agissant des intentions de l'Initiateur en matière de gouvernance, l'Initiateur indique que la composition du conseil de surveillance de la Société sera adaptée à l'issue de l'Offre afin de refléter la nouvelle structure actionnariale de la Société et notamment la prédominance d'Eren au sein du Concert ; en outre, l'Initiateur a l'intention de proposer à l'assemblée générale extraordinaire de la Société la transformation en société anonyme à conseil d'administration ;*
- (ix) *s'agissant des intentions de l'Initiateur en matière de cotation, Eren prévoit de maintenir la cotation des actions de la Société sur le marché réglementé d'Euronext Paris et n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire ; et*
- (x) *s'agissant des intentions de l'Initiateur en matière de stratégie et de politique industrielle et commerciale, Eren entend accompagner et soutenir le projet stratégique d'Orège, et souhaite ainsi apporter à Orège son expérience et le soutien industriel nécessaire au développement de ses solutions de traitement des effluents et boues.*

*Au vu des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, le Conseil, statuant à la majorité des membres présents, représentés et votants, en ce compris les membres indépendants, Messieurs David Corchia et Pâris Mouratoglou ne prenant volontairement pas part au vote, et étant ainsi exclus du calcul du quorum et de la majorité, décide **d'émettre un avis favorable** sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'Offre :*

- (i) *est conforme aux intérêts de la Société, puisqu'elle lui permettra désormais de bénéficier d'un actionnariat de contrôle stabilisé et d'être accompagnée et soutenue par Eren dans son développement et sa stratégie ;*
- (ii) *est conforme aux intérêts de ses actionnaires, puisqu'elle représente une opportunité de liquidité immédiate, à un prix considéré comme équitable par l'expert indépendant, tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital ; et*
- (iii) *est conforme aux intérêts de ses salariés, compte tenu des intentions de l'Initiateur concernant la situation des salariés de la Société, l'Offre n'impliquant pas de changements significatifs dans l'organisation de la Société.*

*Le Conseil, statuant à la majorité des membres présents, représentés et votants, en ce compris les membres indépendants, Messieurs David Corchia et Pâris Mouratoglou ne prenant volontairement pas part au vote, et étant ainsi exclus du calcul du quorum et de la majorité **recommande** en conséquence à ceux des actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate, d'apporter leurs actions à l'Offre.*

Compte tenu des réserves précitées, Messieurs Alexander Betts et Nicolas Moiseeff décident de voter (i) contre la présente décision de conformité de l'Offre aux intérêts de la Société, de ses actionnaires, et de ses salariés et (ii) contre la décision de recommandation d'apport des actions à l'Offre.

En application de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les deux membres minoritaires du Conseil précités sollicitent qu'il soit fait état de leur identité et de leur position dans le communiqué normé qui sera publié par la Société, selon la rédaction agréée suivante :

« Messieurs Nicolas Moiseeff et Alexander Betts, membres du conseil de surveillance, ont exprimé leurs réserves sur l'opération et sur le caractère équitable du prix, et ont décidé de voter contre la décision du Conseil d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre et de recommander l'apport des actions à l'Offre. »

Conformément à l'article 231-19 6° du Règlement général de l'AMF, il est ensuite demandé à chacun des membres du Conseil qui détient des actions dans le capital de la Société de préciser ses intentions relativement à l'Offre.

Dans ces conditions :

- (i) M. Gabriel Schreiber indique avoir l'intention de ne pas apporter à l'Offre les actions de la Société qu'il détient ou qu'il pourrait détenir sur exercice de ses bons de souscription d'actions ;*
- (ii) M. Frédéric Benech indique avoir l'intention de ne pas apporter les actions de la Société qu'il détient ou qu'il pourrait détenir sur exercice de ses bons de souscription d'actions ; et*
- (iii) M. Kléber Beauvillain a indiqué, par email en date du 9 février 2013, avoir l'intention de ne pas apporter les actions de la Société qu'il détient ou qu'il pourrait détenir sur exercice de ses bons de souscription d'actions.*

Il est également demandé à Messieurs Alex Betts et Nicolas Moiseeff de préciser l'intention des fonds gérés par la société Climate Change Capital, actionnaires de la Société, compte tenu des liens les unissant à cette société.

Messieurs Alex Betts et Nicolas Moiseeff précisent qu'à leur connaissance, la divulgation de l'intention d'apporter ou non les titres de la société est personnelle à chaque administrateur, qu'ils ne détiennent pas d'actions pour ce qui les concernent et qu'ils ne se trouvent pas dans l'obligation d'indiquer une telle intention s'agissant des fonds gérés par Climate Change Capital.

Conformément à la demande de l'AMF, les fonds gérés par Climate Change Capital divulgueront publiquement leurs intentions d'apporter ou non leurs titres à l'Offre dans les meilleurs délais suivant la décision de leur comité d'investissement sur ce sujet. Si cette décision intervient avant la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre, les intentions des fonds gérés par Climate Change Capital seront intégrées à la note en réponse telle que visée par l'AMF. Dans le cas contraire, les intentions des fonds gérés par Climate Change Capital devront faire l'objet d'un communiqué public spécifique de la part de Climate Change Capital, lequel devra, en tout état de cause, être publié avant la date de clôture de l'Offre.

De la même façon, il est demandé à Monsieur Grégory Fayolle de préciser, sur une base volontaire, les intentions de la société Oraxys Environnement 1 SCA, actionnaire de la Société relativement à l'Offre, compte tenu des liens l'unissant à cette société.

Monsieur Grégory Fayolle considère ne pas être en mesure d'indiquer de telles intentions.

Les autres membres du Conseil ne détiennent aucune action de la Société.

En outre, le Conseil décide que les actions auto-détenues à ce jour par la Société dans le cadre de son programme de rachat d'actions ne seront pas apportées à l'Offre.

Enfin, le Conseil prend acte que le directoire finalisera et déposera demain, mardi 11 février 2014, auprès de l'AMF, le projet de note en réponse établi sous sa responsabilité, lequel inclura le rapport d'expertise et la position exprimée par le Conseil relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour. »

5. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'OREGE

M. Gabriel Schreiber a indiqué avoir l'intention de ne pas apporter à l'Offre les actions de la Société qu'il détient ou qu'il pourrait détenir sur exercice de ses bons de souscription d'actions.

M. Frédéric Benech a indiqué avoir l'intention de ne pas apporter les actions de la Société qu'il détient ou qu'il pourrait détenir sur exercice de ses bons de souscription d'actions.

M. Kléber Beauvillain a indiqué, par email en date du 9 février 2013, avoir l'intention de ne pas apporter les actions de la Société qu'il détient ou qu'il pourrait détenir sur exercice de ses bons de souscription d'actions.

Les fonds gérés par Climate Change Capital divulgueront publiquement leurs intentions d'apporter ou non leurs titres à l'Offre dans les meilleurs délais suivant la décision de leur comité d'investissement sur ce sujet. Si cette décision intervient avant la décision de conformité de l'AMF sur l'Offre, les intentions des fonds gérés par Climate Change Capital seront intégrées à la note en réponse telle que visée par l'AMF. Dans le cas contraire, les intentions des fonds gérés par Climate Change Capital devront faire l'objet d'un communiqué public spécifique de la part de Climate Change Capital, lequel devra, en tout état de cause, être publié avant la date de clôture de l'Offre.

Les autres membres du Conseil ne détiennent aucune action de la Société.

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE

Le Conseil de surveillance a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 14.136 actions autodétenues (au 14 février 2014) par la Société.

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

A l'exception (i) du Pacte d'Actionnaires, (ii) des Promesses et (iii) des autres contrats et opérations visés dans la section 3 ci-dessus, 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.

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

8.1 Structure du capital de la Société

Le capital social d'Orège, d'un montant de 4.648.792,25 euros, est divisé en 18.595.169 actions, d'une valeur nominale de 0,25 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Au 14 février 2014, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote d'Orège étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% de capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote
Eren	6 071 023	32,65%	6 071 023	23,95%
Pascal Gendrot	1 409 350	7,58%	2 818 700	11,12%
Carine Gendrot	180 000	0,97%	360 000	1,42%
Lara Vankempen-Gendrot	100 000	0,54%	200 000	0,79%
Raphael Gendrot	100 000	0,54%	200 000	0,79%
Patrice Capeau	1 149 450	6,18%	2 288 900	9,03%
Michel Lopez	578 832	3,11%	1 157 664	4,57%
George Gonsalves	131 136	0,71%	211 892	0,84%
Guy Gendrot	265 359	1,43%	530 718	2,09%
Half Moon Properties Ltd	155 156	0,83%	155 156	0,61%
Daljit Bomer	53 553	0,29%	86 981	0,34%
Sous-total nouveau concert	10 193 859	54,82%	14 081 034	55,56%
CDC	500 000	2,69%	500 000	1,97%
La Banque Postale	538 881	2,90%	538 881	2,13%
Climate Change Capital	3 682 633	19,80%	5 676 920	22,40%
Oraxys	1 011 375	5,44%	1 676 137	6,61%
Inocap	921 501	4,96%	921 501	3,64%
Contrat de liquidité	14 136	0,08%	14 136	0,06%
Autres	1 732 784	9,32%	1 934 885	7,63%
TOTAL	18 595 169	100,00%	25 343 494	100,00%

En outre, à la date de la présente note en réponse, il existe 75.946 BSA en circulation, chacun donnant droit à une (1) action de la Société dont :

- (a) 1.771 au prix de 1,35 € par action, dont la période d'exercice vient à échéance le 31 mars 2014 ; et
- (b) 74.175 au prix de 3,01 € par action, dont la période d'exercice vient à échéance le 6 mars 2018.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

L'article 10 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, venant à détenir un nombre d'actions représentant une proportion du capital social ou des droits de vote, égale ou supérieure à deux pour cent (2%) du capital social, ou tout multiple de ce pourcentage, y compris au-delà des seuils de déclarations prévus par les dispositions légales et réglementaires, doit informer la Société du nombre total d'actions et des droits de vote qu'elle possède, ainsi que des titres donnant accès à terme au capital et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, par lettre recommandée avec accusé de réception dans le délai de dix (10) jours calendaires à compter du franchissement de seuil.

L'obligation d'informer la Société s'applique également lorsque la participation de l'actionnaire au capital ou en droits de vote devient inférieure à chacun des seuils mentionnés au paragraphe

précédent.

Les sanctions prévues par la loi en cas d'inobservation de l'obligation de déclaration de franchissement des seuils légaux s'appliquent également en cas de non-déclaration du franchissement des seuils prévus par les statuts, à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou de plusieurs actionnaires détenant au moins 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

A l'exception des stipulations du Pacte d'Actionnaires et des Promesses qui ont fait l'objet d'une publication par l'AMF, aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

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

Outre ceux mentionnés dans le tableau de répartition du capital figurant en section 8.1 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 2% de son capital ou de ses droits de vote à la date de la présente note en réponse.

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

L'article 11 des statuts de la Société prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'actions nominatives entièrement libérées lorsque celles-ci sont inscrites depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire.

Toute cession ou transmission d'actions entraîne la perte du droit de vote double, sauf transmission à un ayant droit par suite de succession, liquidation de communauté de biens entre époux ou donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, laquelle n'interrompt pas le délai nécessaire à l'acquisition du droit de vote double.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Non applicable.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

A l'exception des stipulations du Pacte d'Actionnaires, des Promesses et des nantissements des actions sous Promesses, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote.

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance et à la modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres ou la modification des statuts.

Il est précisé que le Pacte d'Actionnaires prévoit certains engagements de vote concernant la composition du Conseil de surveillance et du renouvellement de ses membres (cf. Note d'Information de l'Initiateur).

8.8 Pouvoirs du directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le directoire de la Société dispose des délégations suivantes :

Nature de la délégation	AG	Durée	Montant nominal maxi. d'augmentation de capital	Utilisation au cours de l'exercice
Délégation de compétence à conférer au directoire à l'effet de décider l'augmentation du capital social par émission – avec maintien du droit préférentiel de souscription – d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	3/06/2013	26 mois	2.361.628 €	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au directoire à l'effet de décider l'augmentation du capital social par émission – sans droit préférentiel de souscription – d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	3/06/2013	26 mois	2.361.628 €	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au directoire à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société	3/06/2013	26 mois	2.361.628 €	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au directoire à l'effet d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société	3/06/2013	26 mois	Dans la limite de 10% du capital social	Non utilisée

Délégation de compétence à conférer au directoire à l'effet de décider l'augmentation du capital social par émission sans droit préférentiel de souscription d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance, par placement privé visé à l'article L.411-2, II du Code monétaire et financier	3/06/2013	26 mois	Dans la limite de 20% du capital social	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au directoire à l'effet de décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	3/06/2013	18 mois	2.361.628 €	Non utilisée
Délégation de compétence à conférer au directoire à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription	3/06/2013	26 mois	Dans la limite de 15% de l'émission initiale	Non utilisée

8.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord significatif en vigueur, conclu par Orège, susceptible d'être résilié ou modifié en cas de changement de contrôle de la Société.

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

Il n'existe au sein de la Société aucun accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, en cas de démission ou de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou encore en cas d'offre publique visant les titres de la Société, à l'exception de l'engagement d'indemnité de départ prévu dans le Pacte d'Actionnaires au profit de M. Pascal Gendrot.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

« Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre ») initiée par la société Eren (« Eren » ou l'« Initiateur »), agissant de concert avec les autres membres du « Concert », tel que défini ci-après, sur les actions de la société Orège (la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil de surveillance de cette dernière le 20 janvier 2014, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de la Société.

L'Offre fait suite à la conclusion d'un Pacte d'actionnaires signé le 15 janvier 2014 entre la société Eren et un ensemble d'actionnaires historiques, principalement composé du management de la société Orège. Ce pacte est constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la société Orège (« Concert »). Le Pacte prévoit les modalités de lancement de la présente Offre ainsi que la participation de chacune des parties à l'opération. L'Offre a été annoncée par un communiqué de l'Initiateur en date du 16 janvier 2014.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en raison des conflits d'intérêts au sein du Conseil de Surveillance que l'Offre est susceptible de générer, en particulier du fait que la Société sera déjà contrôlée par le Concert, au sens de l'article 233-3 du Code de commerce, au moment du dépôt de l'Offre.

Notre rapport définitif a été présenté au Conseil de surveillance du 10 février 2014.

Le prix proposé aux actionnaires de la société Orège s'établit à 4,20 euros 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 décrites au point 3 et détaillées en annexe 4 ci-après.

Notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes d'Orège qui comporte une certification sans réserve pour les comptes au 31 décembre 2012. Les comptes semestriels au 30 juin 2013 d'Orège ont fait l'objet d'un examen limité qui n'a donné lieu à aucune réserve.

Notre mission ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte de la mission

1.11 Présentation de la société initiatrice

Créée en avril 2012 par Messieurs Pâris Mouratoglou et David Corchia, Eren est une société spécialisée dans les énergies renouvelables et les économies de ressources naturelles (notamment en France, Grèce, Italie, Israël et Inde). A travers ses différentes filiales, Eren conçoit, fabrique et reste propriétaire d'équipements permettant à ses clients et partenaires de rationaliser leur consommation en ressources énergétiques et autres ressources naturelles.

Eren soutient des technologies innovantes, fiables et compétitives dans les domaines du traitement des effluents (société TMW), de la sécurité des infrastructures et la prolongation de leur durée de vie (société Osmos), l'effacement diffus de l'électricité (société Voltalis), la gestion et le stockage d'énergie des systèmes de chauffages et de climatisation (société Fafco). Eren est également actif dans le domaine des énergies renouvelables éolienne et solaire (en France, Grèce, Italie, Inde et Israël).

En juillet 2013, Eren a acquis une participation de 26 % au capital de la société Orège lors de l'augmentation de capital réalisée dans le cadre de l'admission de ses actions sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment C).

Messieurs Pâris Mouratoglou et David Corchia sont devenus membres du conseil de surveillance de la Société lors de l'Assemblée Générale Ordinaire du 28 octobre 2013.

Eren et le management de la Société ont scellé leur intérêt au développement d'Orège en signant le pacte d'actionnaires décrit ci-après. L'Opération permettra à la Société de stabiliser son actionnariat et de bénéficier de l'expérience et des capacités de financement d'Eren pour accélérer son développement technique et commercial.

1.12 Présentation de la Société objet de l'Offre

Orège est une société anonyme à Conseil de surveillance et Directoire au capital de 4 648 792,25 euros divisé en 18 595 169 actions, de nominal 0,25 euro chacune. Le titre Orège est coté sur le compartiment C du marché Euronext Paris (code ISIN : FR0010609206) depuis le 5 juillet 2013. Les statuts de la Société prévoient l'attribution d'un droit de vote double à toute action faisant l'objet d'une inscription nominative par un même actionnaire depuis plus de deux ans.

A notre connaissance à la date d'émission de notre rapport, les principaux actionnaires de la Société sont les suivants (pourcentage de détention du capital sur une base non diluée) :

- Eren (32,5 %) ;
- Associés fondateurs, membres du management et actionnaires « friends and family », membres du concert (22,2 %) ;
- Climate Change Capital (19,8 %)
- Autres actionnaires (Oraxys – 5,4 %, Inocap – 5,0 %)

1.121 Présentation de l'activité

Créée en 2004 par trois associés fondateurs, Messieurs Pascal Gendrot, Patrice Capeau et Michel Lopez, Orège conçoit, développe, industrialise et commercialise à l'adresse des collectivités locales et des industriels, des solutions permettant de mieux répondre aux nouvelles exigences réglementaires en matière d'environnement tout en réduisant les coûts de traitement des effluents et des boues. La Société est implantée sur deux sites, l'un situé à Aix en Provence et l'autre à Jouy en Josas (siège de la Société).

Orège s'appuie sur deux technologies dites de rupture qu'elle a brevetées :

- SOFHYS : technologie utilisée pour le traitement des effluents industriels complexes, toxiques ou encore non-biodégradables ;*
- SLG (Solide, Liquide, Gaz), solution de conditionnement et de prétraitement pour la déshydratation des boues municipales et industrielles³.*

La Société s'appuie sur des expertises empruntées à la chimie spécialisée (électrochimie, notamment) et sur le savoir-faire des traiteurs d'effluents industriels complexes et des boues. Le génie des métiers du forage, de la production pétrolière et de la pétrochimie constitue également une compétence majeure pour la Société.

Les solutions développées par Orège sont susceptibles de satisfaire les besoins de secteurs dont le processus de production engendre effluents et boues à traiter. La Société vise tout particulièrement la filière « Oil and Gas », les industries chimiques et pétrochimiques (pour le SOFHYS et le SLG), ainsi que l'agroalimentaire et les collectivités locales (pour le SLG).

Le financement des recherches et du développement de ces deux produits innovants a été permis par des levées de fonds successives auprès d'investisseurs en placement et en capital-risque.

Condition posée par certains investisseurs entrés au capital d'Orège en 2008, les actions de la société ont été admises aux négociations sur le Marché Libre à cette date. En 2011, l'actionnariat s'élargit avec l'entrée au capital des fonds Oraxys et Climate Change Capital.

L'année se situant entre l'été 2012 et l'été 2013 constitue une période difficile pour Orège en proie à une insuffisance de financement aigue, fortement impactée par le refus de l'Etat de régler les créances d'impôts recherche cumulées depuis 2010. Climate Change Capital consent à mettre à disposition de la Société un bridge en obligations convertibles dans la perspective d'une levée de fonds plus importante que le management d'Orège avec l'accord du Conseil de Surveillance a décidé de transformer en ouverture du capital au public. Orège est introduite sur le marché Euronext Paris (Compartiment C) en juillet 2013. Cette opération permet à la société de lever 20,1 millions d'euros. A cette occasion, Eren entre au capital par la souscription d'une large part des actions créées. Depuis sa création, Orège a levé près de 40 millions d'euros de fonds.

³ Les boues sont la fraction solide extraite des eaux usées pour obtenir une eau épurée compatible avec un rejet en milieu naturel

Présentation des marchés adressés

Depuis fin 2006, les Etats membres de l'Union Européenne ont l'obligation d'exiger des entreprises implantées sur leur territoire, l'élimination ou la gestion de leurs déchets. Les agents économiques pollueurs doivent également assumer la charge financière liée à ces obligations. La Directive Européenne 2000/60/CE du 23 octobre 2000 portant sur la Réduction des Substances Dangereuses dans l'Eau (RSDE) a renforcé la protection des environnements aquatiques en fixant, notamment aux industriels, des objectifs stricts de réduction voire de suppression de substances dangereuses rejetées à horizon 2015-2020. Une liste de substances prioritaires a été établie dès 2009, régulièrement alimentée depuis, incluant essentiellement des produits chimiques et des métaux lourds.

Les normes spécifiques aux boues sont établies selon leur traitement : épandage, compostage, mise en décharge et incinération. Les trois premiers traitements sont strictement encadrés, notamment en termes de teneur en substances toxiques et de traçabilité ; de fait, ils doivent être relayés par d'autres modes de transformation. A contrario, aucune législation spécifique n'encadre l'incinération des boues. Cependant, les centres incinérateurs sont soumis à des taux de rejet réglementaires maximum.

Aux Etats Unis, les principes réglementaires mis en œuvre par l'agence fédérale dédiée (Environmental Protection Agency) sont comparables à ceux en vigueur en Europe.

Le marché de l'équipement du traitement des effluents industriels est en pleine expansion. Les procédés SOFHYS et SLG sont tous deux destinés à des marchés dont la taille unitaire annuelle est estimée aux environs de 2 milliards d'euros sur un plan mondial.

Les prescripteurs potentiels sont de grands groupes industriels (industrie agro-alimentaire pour le procédé SLG, secteur pétrolier et secteur de la chimie pour les technologies SOFHYS et SLG) et les collectivités locales (pour le SLG). En effet, ces dernières délèguent encore massivement le traitement des eaux usées à des groupes exploitants, comme Veolia Environnement ou Suez Environnement concernant la France même si se dessine une tendance certaine à la reprise de cette gestion par des régies communales ou intercommunales.

Par ailleurs, la technologie SLG peut correspondre aux besoins de certaines stations d'épuration de taille significative ou dont la configuration permet l'intégration. Sur les 20 000 stations d'épuration environ installées sur le territoire français, près de 10 % sont susceptibles d'accueillir la technologie SLG. Le nombre d'appareils nécessaires par station peut varier en fonction des volumes traités et de la configuration des équipements.

Modèle économique et concurrence

En leur qualité de technologies de rupture, les procédés développés par Orège n'ont pas de concurrents directs. Par contre, ils se trouvent confrontés à la résistance de groupes spécialisés dans les techniques de traitement ou d'élimination traditionnelles comme l'incinération, dont la taille et l'influence sont naturellement plus grandes. L'émergence d'un nouvel entrant sur leur marché proposant des technologies innovantes, à la fois plus efficaces et plus économes que celles proposées, est un facteur de risque de substitution technologique.

La technique SOFHYS appartient à la famille des procédés d'oxydation avancés (AOP). L'oxydation anodique de SOFHYS caractérise l'innovation du procédé développé par Orège. Selon le management, le SOFHYS permet le meilleur rapport rendement / coût parmi l'ensemble des AOP. Il

s'agit d'unités dont la construction et la phase d'ajustements nécessitent 12 à 18 mois, compte tenu de la complexité des opérations. Le management prévoit le lancement commercial courant 2014 d'une nouvelle unité SOFHYS dite containerisée, de taille plus réduite.

A ce jour, la commercialisation de la technologie SOFHYS s'est concrétisée par deux contrats EPCM (Engineering, Procurement and Construction Management) pour des unités respectivement mises en tests fin 2012 et courant 2013. Les performances sont jugées satisfaisantes par Orège dans les deux cas, les résultats ont été cependant contestés par le contractant dans le deuxième cas ; un tiers évaluateur a été désigné par le Tribunal de Commerce de Paris, l'issue n'est pas attendue avant quelques mois (communiqué de presse du 14 janvier 2014).

Les technologies de traitement des boues permettent d'en réduire le volume, les micro-organismes pathogènes et les odeurs, avant destination finale (épandage agricole, compost, mise en décharge ou incinération). Ces traitements finaux sont suffisamment coûteux pour inciter les collectivités locales ou industries productrices à réduire fortement le volume des boues produites et leurs nuisances olfactives tout en limitant la consommation d'énergie nécessaire à leur transformation. La solution la plus répandue pour réduire le volume des boues est la déshydratation mécanique (filtres à bandes, centrifugeuses, filtres à plateaux). La technologie SLG permet à la fois de réduire le volume des boues de 20 % à 60 %, tout en améliorant substantiellement la qualité de l'eau extraite et la composition rhéologique des boues (réduction des odeurs notamment). Comparé aux autres procédés disponibles, le SLG, peu consommateur en énergie, présente l'avantage d'une faible empreinte carbone et d'un recours limité aux produits chimiques. Orège estime que l'utilisation du SLG est susceptible de réduire significativement les coûts de traitement des boues par rapport aux autres procédés.

A ce jour, la technologie SLG a fait l'objet de nombreux essais à l'occasion de négociations de contrats cadre avec un grand groupe industriel. Par ailleurs, la société est en pourparlers préliminaires avec d'autres grands groupes exploitants sur le territoire français. La Société a annoncé avoir conclu début janvier 2014 deux contrats portant sur la vente de quatre unités SLG.

Orège ambitionne de se développer en France, mais également assez rapidement à l'international. Les zones ciblées sont les Etats Unis, le Royaume Uni ainsi que le Bénélux. Des partenariats avec des représentants locaux, personnes physiques, sont en cours de discussions ou signés. A terme, Orège pourrait s'appuyer sur un réseau de filiales internationales.

Matrice SWOT

Forces	Faiblesses
Capacité d'innovation forte, grande technicité de l'équipe de recherche et développement (plus de 30 ingénieurs impliqués dans le développement des deux technologies) Procédés innovants et technologies de rupture permettant de répondre aux exigences réglementaires en matière de traitements des effluents et des boues sur la base d'un rendement efficacité / coûts bien supérieur aux technologies traditionnelles Amorçage commercial : retours d'expérience satisfaisant à ce stade concernant le SLG Réussite de l'introduction en bourse en juillet 2013	Activité innovante nécessitant une mobilisation de capitaux importante pour faire face aux besoins de recherche et développement de ses procédés – start-up innovante Technologies non totalement éprouvées, dont la commercialisation ne fait que débuter. Les marchés visés sont assez concentrés, les clients potentiels sont de grands groupes. Le rapport de force n'est pas en faveur de la jeune entreprise, contrainte de soumettre ses technologies à des essais sur site imposés par ses clients potentiels avant signature ferme Concernant le SLG, procédé innovant : protection par les brevets et veille concurrentielle indispensable Technologies et solutions non abouties : risque de contournement des brevets
Opportunités	Menaces
Les marchés visés sont profonds induisant un potentiel fort de développement Renforcement de la réglementation et des contrôles en matière de pollution de l'environnement (l'Europe est moteur sur la zone) Les grands acteurs du traitement des eaux en France font face à une baisse des prix de vente de leurs services à l'issue de la renégociation du contrat de délégation de services par les municipalités. Il existe ainsi une appétence potentielle pour le SLG, technologie promettant des économies de coûts importantes pour ces acteurs	Lobbying des concurrents spécialisés dans le traitement traditionnel pour tenter de disqualifier les technologies Orège auprès de clients potentiels Pression de certains acteurs appartenant aux marchés adressés pour disqualifier les technologies innovantes développées par Orège compte tenu de leurs performances et du risque induit d'influencer le régulateur à relever les seuils de tolérance de rejet de substances dangereuses

1.122 Analyse des performances

Situation au 30 juin 2013

Au 30 juin 2013, le chiffre d'affaires de la Société comptabilisé selon la méthode de l'avancement s'établit à 397 K€. Il est lié aux revenus issus des deux contrats EPCM concernant le SOFHYS en phase de tests. Dans le cadre de ces contrats, Orège agit en tant que maître d'œuvre. La durée de ces contrats pour les phases d'exploitation et de maintenance industrielle est comprise entre 3 et 5 ans. L'un de ces contrats fait actuellement l'objet de contestations des résultats obtenus par le client. Le management d'Orège juge quant à lui les performances de l'unité conformes au contrat.

La marge brute au 30 juin 2013 s'élève à 46 % du chiffre d'affaires, compte tenu notamment de la marge dégagée sur la location de la partie « Réacteur » des unités SOFHYS placées. Malgré cette performance, le résultat d'exploitation et le résultat net d'Orège sont toujours déficitaires. La société n'a pas encore atteint son point mort.

Les principales charges d'exploitation correspondent aux frais de personnel dont une partie est immobilisée en frais de développement. Au 30 juin 2013, Orège compte 41 collaborateurs, dont une grande majorité, au profil ingénieur, est dédiée à la Recherche et au Développement ainsi qu'à la direction opérationnelle.

Atterrissage au 31 décembre 2013

Le management nous a communiqué un atterrissage au 31 décembre 2013. Ces chiffres n'ont pas encore été audités par les Commissaires aux Comptes de la Société.

Le chiffre d'affaires attendu sur l'année 2013 est encore peu significatif malgré une activité en hausse par rapport à l'exercice précédent.

A fin décembre 2013, Orège se trouve toujours en situation de pertes d'exploitation.

L'augmentation de capital d'un montant de 20,1 millions d'euros de juillet 2013 réalisée suite à l'IPO, a permis d'améliorer la structure financière qui ressort en trésorerie nette positive à fin 2013.

Résultats prévisionnels

Fin 2013, la société a procédé au dépôt de cinq brevets sur le SLG, couvrant ainsi plusieurs zones géographiques.

Dans les années à venir la Société prévoit d'accélérer son développement commercial. Fin 2013 et début 2014, elle a signé quatre contrats d'essais et de développement, l'un pour le SOFHYS et trois pour la technologie SLG, ainsi que deux contrats de vente portant sur quatre unités SLG.

Orège est par ailleurs actuellement en discussion avec plusieurs acteurs importants du secteur du traitement des eaux pour la contractualisation cinq accords-cadres pluriannuels pour le SLG. Celle-ci est conditionnée notamment à la validation technique et économique du procédé par les équipes de ces grands acteurs, dans un calendrier encore incertain.

1.2 Contexte et termes de l'Offre

En juillet 2013, dans le cadre de l'admission des actions d'Orège aux négociations sur le marché, Eren a acquis une participation de 26 % au capital de la Société. Eren souhaite désormais accompagner étroitement le développement tant commercial que technique de la Société en s'associant aux actionnaires fondateurs et en s'appuyant sur le management d'Orège.

L'Offre fait ainsi suite à la conclusion d'un pacte d'actionnaires signé le 15 janvier 2014, entre Eren et les actionnaires historiques de la société Orège⁴. Ce pacte est constitutif d'une action de concert vis-à-vis de la Société entre l'ensemble des parties. Les membres du concert détiennent ensemble plus de 50 % du capital et des droits de vote de la Société. Dès lors, le pacte prévoit les modalités de lancement de l'Offre par Eren et de la participation de l'ensemble des autres membres du concert à cette dernière.

⁴ Monsieur Pascal Gendrot, Madame Carine Oger Gendrot, Madame Lara Kempen-Gendrot, Monsieur Raphaël Gendrot, Monsieur Patrice Capeau, Monsieur Michel Lopez, Monsieur George Gonsalves, Monsieur Guy Gendrot, Half Moon Properties, Madame Daljit Bomer

1.21 Opérations et accords préalables à l'Offre

Les opérations préalables à l'Offre décrites ci-après ont toutes été réalisées au prix de l'Offre, soit 4,20 euros par action.

Le 15 janvier 2014, Eren a acquis par voie de transactions hors marché :

- 44 506 actions Orège auprès de Monsieur Patrick Lanoizelée, ancien directeur des opérations de la Société ;*
- 525 746 actions Orège auprès des managers de la Société, Messieurs Pascal Gendrot, Patrice Capeau et George Gonsalves. Ces actions ont été émises sur exercice de la totalité des BSPCE (Bons de Souscription de Parts Créateurs d'Entreprise) Managers par voie d'une augmentation de capital de la Société réalisée avant la date du dépôt de l'Offre ;*
- 194 233 actions Orège auprès de quatre salariés de la Société, Mesdames Inès Hamon et Armelle Le Boulvais ainsi que Messieurs Michel Bouvet et Stefan Szanto. Ces actions ont été créées après exercice des BSPCE Salariés détenus par ces derniers.*

A l'issue de ces opérations et des achats d'actions de la Société sur le marché réalisés par l'Initiateur postérieurement à l'annonce de l'Offre, Eren détient à ce jour 6 017 620 actions de la Société, représentant 32,38 % de son capital et 23,75 % de ses droits de vote.

Des promesses unilatérales successives croisées d'achat et de vente d'actions portant sur 1 421 225 actions, soit 7,64 % du capital de la Société, ont été signées entre les actionnaires fondateurs (ainsi que les membres de la famille de Monsieur Pascal Gendrot, à l'exception de Monsieur Guy Gendrot) et Eren.

Un pacte d'actionnaires entre l'Initiateur et les actionnaires historiques est conclu pour une durée de 10 ans. Il met fin au concert initial conclu entre les actionnaires historiques, ces derniers se sont engagés à ne pas conclure de sous-concert.

Ces accords sont analysés au paragraphe 4.21 ci-après.

1.22 Contexte et caractéristiques de l'Offre

En application des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du Règlement Général de l'AMF, la société Eren, agissant de concert avec les autres membres du Concert est tenue de déposer une offre publique portant sur les actions qu'elle ne détient pas à l'issue de la conclusion du Pacte d'actionnaires ci-avant présenté. L'Offre a été annoncée par l'Initiateur dans un communiqué en date du 16 janvier 2014.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Orège existantes et non détenues par l'Initiateur ou l'un des membres du Concert, soit un nombre maximum de 8 454 713 actions représentant 45,43 % du capital. L'Offre porte également sur les 75 946 actions nouvelles susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre par voie d'exercice des BSA émis par la Société. L'Offre ne vise en revanche pas directement les BSA émis par la Société, ceux-ci étant inaliénables.

Il est proposé aux actionnaires d'Orège d'apporter leurs actions en contrepartie d'un versement en numéraire de 4,20 euros par action.

L'Initiateur a indiqué, dans la note d'information, ne pas avoir l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire des actions Orège à l'issue de l'Offre.

Eren a également indiqué dans sa note, que l'Offre s'inscrivait dans une logique industrielle de poursuite de développement d'Orège. Eren annonce son intention, en sa qualité d'actionnaire de référence, de participer au financement d'Orège, en cas d'augmentations de capital réalisées dans le cadre du développement des activités de la Société.

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

La mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon répétée avec les établissements présentateurs de l'opération, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF. La liste des expertises indépendantes réalisées par Ricol Lasteyrie Corporate Finance au cours des deux dernières années figure en annexe 1, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- analyser le pacte d'actionnaires conclu dans le cadre du nouveau concert, les promesses unilatérales successives croisées d'achat et de vente d'actions ainsi que les opérations d'achats hors marché pré-offre ;*
- mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation d'Orège pour conclure sur le caractère équitable des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ;*
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans la note d'information.*

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, document de base, communiqués...) publiées par Orège au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2012 et des comptes semestriels au 30 juin 2013.

En particulier, nous avons vérifié que les comptes au 31 décembre 2012 de la Société avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes et nous sommes également assurés qu'aucune anomalie significative n'avait été identifiée à l'issue de leurs travaux de revue limitée au 30 juin 2013.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la société cible et ses conseils ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour

comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- la compréhension de l'activité, des deux technologies aujourd'hui développées et des spécificités d'Orège, notamment les risques et opportunités auxquels la Société est exposée (expansion du marché, taille de la société, phase d'industrialisation en amorçage, protection de ses innovations...);
- la compréhension du contexte de l'action de concert avec Eren ;
- l'analyse des performances de la Société, leur évolution récente et leurs perspectives de développement à moyen et long terme.

Nous avons apprécié la cohérence des principales hypothèses économiques retenues par la direction sur lesquelles se basent les informations financières prévisionnelles. Nous avons discuté du plan d'affaires avec le management de la Société et avons également échangé avec les membres du Conseil de Surveillance d'Orège.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des établissements présentateurs de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix offert et résumés dans le projet de note d'information de l'Initiateur. Nous avons dans ce cadre discuté avec les représentants de Société Générale Corporate & Investment Banking.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 4 ci-après.

4. Appréciation de la valeur d'Orège

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

Actif net comptable

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où elle repose sur une vision historique de la Société. Orège n'ayant à ce stade de développement accumulé que des pertes, cette méthode ne permet d'apprécier ni les perspectives de croissance de la Société ni la capacité des technologies développées à générer des résultats.

Les comptes au 31 décembre 2013 ne sont pas encore arrêtés à la date de notre intervention. Sur la base des capitaux propres comptables au 30 juin 2013 (6 471 505 euros), augmentés des fonds levés lors de l'IPO (soit 20 125 000 euros) et de ceux qui ont été ou seront issus de l'exercice des BSA et BSPCE (2 065 362 euros), l'actif net par action s'élève à 1,54 euro, sur une base diluée.

Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs.

Cette méthode nous paraît peu adaptée s'agissant d'une société innovante, en phase de développement. Ce type de société est plus correctement valorisé par l'approche des flux futurs actualisés, mise en œuvre par ailleurs.

Méthode du rendement

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes prévisionnels, ou à capitaliser à l'infini le dernier dividende connu.

La Société n'ayant pas distribué de dividende depuis sa création, cette approche a été écartée.

Transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers historiques ou prévisionnels à court terme des multiples observés lors de transactions récentes réalisées sur des sociétés comparables.

Cette méthode ne nous semble pas pertinente car les transactions identifiées sur le secteur portent sur des entités dont l'activité et le potentiel de développement ne sont pas comparables à ceux d'Orège.

De plus, l'information disponible sur les sociétés cibles et les conditions des transactions (éléments de négociation, complément de prix, autres clauses) est parcellaire.

Enfin, s'agissant d'une société en devenir, l'application des multiples aux agrégats historiques et budgétaire ne permet pas de faire ressortir des valeurs pertinentes.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu à titre principal les méthodes suivantes :

- la référence à l'introduction en bourse d'Orège en juillet 2013 ;*
- la référence aux transactions pré-offre ;*
- la méthode des flux de trésorerie actualisés.*

A titre secondaire, nous présentons une analyse du cours de bourse ainsi qu'une information sur les valeurs issues de l'application des multiples du secteur.

Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions en circulation au moment de l'établissement de notre rapport (18 595 169 actions) augmenté de celles qui résulteraient de l'exercice des BSA (75 946 actions). Nous appliquons la méthode dite « fully diluted ».

Le nombre d'actions diluées ainsi déterminé ressort à 18 671 115 actions.

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

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été estimé au 31 décembre 2013 à partir de l'atterrissage du bilan communiqué par le management. Cet ajustement correspond à une trésorerie nette de 19,6 millions d'euros et comprend les éléments suivants :

- *la trésorerie nette, soit 11,2 millions d'euros,*
- *le remboursement des créances CIR au titre des exercices 2012 et 2013 estimé par le management à 2,2 millions d'euros,*
- *la trésorerie issue de l'exercice des BSA et BSPCE, soit 2,1 millions d'euros*
- *la valeur actualisée des déficits reportables, qui s'établit à 4,1 millions d'euros.*

4.21 Référence au prix de l'introduction en bourse

La Société a été introduite sur le marché Euronext Paris le 5 juillet 2013 à un prix de 3,24 euros. Cette introduction lui a permis de lever plus de 20 millions d'euros. Elle a été souscrite par plusieurs nouveaux investisseurs, dont notamment Eren.

La fourchette de prix communiquée dans la Note d'Introduction, s'établissait entre 3,24 et 3,96 euros. Il convient de préciser que l'introduction en bourse d'Orège a nécessité un allongement de la période de souscription, les établissements présentateurs ayant rencontré des difficultés dans la finalisation de l'opération, notamment en raison de conditions de marché défavorables.

Le prix offert dans le cadre de la présente opération présente une prime de 29,6 % sur le prix d'introduction en bourse.

Cette transaction constitue une référence particulièrement pertinente puisqu'elle correspond à un prix de marché entre acteurs indépendants.

4.22 Référence aux accords pré-Offre

Le pacte d'actionnaires signé le 15 janvier 2014 prévoit notamment les modalités de réalisation des opérations préalables à l'offre, exposées ci-avant (§1.21). Il fixe également de nouvelles règles de gouvernance de la Société.

Le pacte contient un certain nombre de restrictions et de droits conjoints quant aux cessions de titres, entre les parties :

- *Période d'inaliénabilité totale des managers jusqu'au 15 décembre 2016, puis partielle jusqu'au 15 décembre 2020 ;*
- *Restriction de transferts de titres sur le marché par Eren ; tant que le concert détient moins de 55 % du capital de la Société, l'Initiateur s'engage à ne pas céder plus de 1 % du capital de la Société par an sur une période de 24 mois à compter du 15 janvier 2014 ;*
- *Droit de première offre au bénéfice d'Eren et au bénéfice des managers ;*
- *Droit de cession conjointe proportionnelle ou totale au bénéfice des managers.*

A l'issue de leur engagement d'inaliénabilité, trois actionnaires historiques minoritaires (ni managers ni salariés de la Société) pourront se voir proposer par Eren le 16 juillet 2015 le rachat de leurs actions,

ou exercer une option de vente entre le 17 juillet 2015 et le 15 juillet 2016, vis-à-vis de ce dernier. Le prix de ces transactions correspond à la référence minimum entre le cours de bourse de clôture et le cours moyen pondéré des 60 derniers jours de bourse du titre Orège au jour précédant la date des transactions précitées.

Par ailleurs, une option de vente permet aux managers dans un certain nombre de cas de céder sur la durée du pacte et en respect de l'engagement d'inaliénabilité, tout ou partie de leurs titres à Eren à un prix de marché, fixé par un expert désigné par le Président du Tribunal de Paris (art. 1843-4 du Code Civil) en cas de désaccord entre les parties.

Les dispositions prévues au pacte d'actionnaires entre l'Initiateur et les actionnaires historiques apparaissent usuelles et ne sont pas de nature à remettre en cause le prix offert.

Les promesses unilatérales d'achat conclues entre Eren et les fondateurs permettent aux actionnaires cédants de vendre la totalité des actions sous promesse (7,6% du capital) à Eren, pendant une période de 10 jours ouvrés suivant la date de publication des résultats de l'Offre. Dans les cinq jours ouvrés suivants, Eren pourra exercer des promesses unilatérales de vente permettant d'acquérir la totalité des actions sous promesse n'ayant pas fait l'objet d'exercice de promesses unilatérales d'achat par les actionnaires cédants. Cette vente différée sera réputée parfaite dès l'exercice régulier des promesses sous réserve de la levée de la condition suspensive fixée entre les parties. Cette dernière consiste en la détention minimale de 50 % du capital et des droits de vote de la Société par le Concert après prise en compte de la perte des droits de vote double attachés aux actions sous promesse.

En cas de non levée de la condition suspensive à l'issue de l'Offre, à chaque fin de trimestre, et ce pendant une période de 24 mois maximum à compter du 30 juin 2014, les actionnaires cédants céderont à Eren un nombre total d'actions déterminé de sorte qu'à l'issue du transfert de ces dernières, le Concert conserve une participation au moins égale à 50 % du capital et des droits de vote de la Société, malgré la perte des droits de vote double résultant dudit transfert.

Le prix d'exercice des options correspond au prix de l'Offre, soit 4,20 euros par action, majoré d'un intérêt capitalisé au taux de 4 % par an. S'agissant d'une vente dont le paiement peut être différé jusqu'à 24 mois en raison de la condition suspensive, le taux d'intérêt servi à 4 %, n'apparaît pas hors marché, il rémunère l'illiquidité des cédants et le risque de contrepartie.

Préalablement à la signature du pacte d'actionnaires, certains managers⁵ et salariés clés de la Société⁶ ont exercé leurs BSPCE conduisant à émettre 770 232 actions nouvelles de la Société. Suite à leur émission, une large part de ces actions, soit 719 999⁷, ont été immédiatement cédées à Eren pour un prix de 4,20 euros, correspondant au prix de l'offre.

Monsieur Patrick Lanoizelée, ancien directeur des opérations d'Orège a également cédé 44 506 actions au prix de l'Offre à Eren.

Les contrats de cession d'actions ne prévoient pas de clause de complément de prix. Toutefois, le prix pourra être ajusté en cas de modification du prix de l'Offre de 4,20 euros.

⁵ Messieurs Pascal Gendrot, Patrice Capeau et George Gonsalves

⁶ Mesdames Inès Hamon et Armelle Le Boulvais et Messieurs Stefan Szanto et Michel Bouvet

⁷ Monsieur George Gonsalves conserve une partie des actions créées par l'exercice de ses BSPCE (50 253 actions)

Enfin, le pacte prévoit une revalorisation significative de la rémunération des dirigeants (de l'ordre de 25 % à 30 % pour la partie fixe, le variable étant fonction de l'atteinte des performances prévues au plan d'affaires). Les salaires revalorisés n'apparaissent cependant pas en-dehors du marché et le montant de la revalorisation ne peut être considéré comme un complément de prix.

4.23 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

4.231 Présentation des éléments prévisionnels

Le management d'Orège a établi un budget 2014 dans le cadre de son processus budgétaire et prévisionnel annuel. Ce budget a été présenté au Conseil de Surveillance le 18 décembre 2013. Un plan d'affaires couvrant la période 2014-2027 nous a également été transmis. Il a été élaboré dans le cadre de la présente opération par le management et a été communiqué aux membres du Conseil de surveillance le 21 janvier 2014.

Nous avons discuté du plan d'affaires avec le management qui nous a confirmé qu'il intégrait ses meilleures prévisions à date. Nous avons également échangé sur ce sujet avec les membres du Conseil de surveillance qui ont exprimé des vues diverses sur le plan, certains le trouvant très optimiste (notamment en termes de croissance du chiffre d'affaires et de marge), d'autres l'estimant particulièrement pessimiste (notamment en termes de chiffre d'affaires et d'investissements).

Les perspectives de la Société présentant un caractère particulièrement incertain en raison du stade peu avancé de développement de l'entreprise, les réalisations pourront différer de manière significative des prévisions contenues dans le plan d'affaires. Depuis sa création, les réalisations d'Orège enregistrent un retrait significatif par rapport aux données budgétées.

Le plan d'affaires prévoit l'industrialisation et la commercialisation des deux technologies existantes actuelles SLG et SOFHYS, en France et à l'international (pour certains pays ciblés que sont le Royaume Uni, les Etats Unis et les pays du Bénélux).

Il repose essentiellement sur une stratégie de développement du SLG, dont le chiffre d'affaires devrait atteindre 32 millions d'euros à horizon 2018 et près de 100 millions d'euros à horizon 2027. Ce développement devrait intervenir notamment à travers un modèle de location d'unités, financées en propre, les établissements spécialisés en location financière contactés à ce stade n'ayant pas souhaité intervenir en raison du manque de maturité des technologies restant à déployer. Concernant le SOFHYS, nous notons une croissance en retrait par rapport à celle envisagée lors de l'IPO, le management nous a en effet indiqué avoir rencontré des difficultés sur l'un de ses contrats, et avoir révisé ses ambitions à la baisse par rapport aux « milestones » indiqués dans le Document de Base⁸.

⁸ 8 unités fixes EPCM SOFHYS versus 20 et 35 unités mobiles containerisées SOFHYS versus 40 à horizon 2018

Nous nous sommes assurés que les contrats d'essais et de développement conclus depuis novembre 2013 ainsi que les deux contrats de vente d'équipements SLG conclus début janvier 2014 étaient bien inclus dans le budget 2014.

La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires prévisionnel sur la période 2014-2027 s'élève à 29 % environ. Cette forte progression traduit une croissance particulièrement soutenue sur les premières années du plan, liée à la montée en puissance de la commercialisation des produits de la Société. Le management anticipe une croissance annuelle moyenne de l'activité comprise entre 3,5 % et 1,5 % au terme du plan.

La marge brute est prévue en amélioration sensible en début de plan, en lien avec la baisse des coûts de fabrication induite par l'industrialisation des processus sur les premières années du plan. Toutefois, peu d'économies d'échelle sur le coût de fabrication devraient être réalisées après 2018, la Société souhaitant conserver la fabrication en Europe pour en maîtriser la qualité.

En début de plan, une structure de coûts fixes importante est dédiée au développement international. Cet investissement est jugé indispensable par le management pour pénétrer les marchés visés. Celle-ci pourrait peser sur la marge si les volumes réalisés sont inférieurs aux prévisions.

La marge moyenne d'EBITDA s'établit sur la durée du plan, dès lors que l'agrégat de référence devient positif, à environ 26 %.

Les dépenses d'investissement sont particulièrement soutenues pendant la phase de développement de la Société, soit jusqu'en 2020, représentant chaque année environ 37 % du chiffre d'affaires. Au-delà de cette période, les dépenses annuelles d'investissement se stabilisent autour d'une moyenne équivalente à 13 % du chiffre d'affaires. Ces dépenses sont constituées de frais de recherche et développement significatifs (nécessité d'innovation permanente et d'adaptation des technologies aux évolutions futures et aux demandes des clients), et de l'acquisition des unités mobiles louées aux clients.

S'agissant d'une société en développement, les prévisions sont difficiles à appréhender : le déploiement commercial débute, la validation technologique est encore soumise aux tests imposés par les clients, l'environnement concurrentiel et réglementaire pourrait profondément évoluer au cours des prochaines années.

Les niveaux de croissance et de marge ne peuvent être appréciés par rapport au secteur en l'absence de sociétés présentant des caractéristiques comparables. Toutefois, nous avons comparé le niveau des marges d'EBITDA et d'EBITDA-Capex anticipé par le management à celui dégagé par deux sociétés concurrentes, matures, spécialisées dans l'équipement industriel du traitement des eaux. Cette étude montre que les marges d'EBITDA prévisionnelles du plan sont supérieures à celles des deux concurrents dès l'année 2017, le ratio (EBITDA-Capex) s'établissant, lui, en haut de fourchette en fin de plan.

Certains éléments du plan semblent volontaristes (maintien du CIR sur la durée du plan, un calibrage très serré du BFR et l'absence de budget dédié au traitement de retours éventuels d'unités défectueuses). D'autres sont raisonnablement prudents (déploiement à l'international limité à horizon du plan avec une part de chiffre d'affaires de l'ordre de 40 %). Au global, le plan nous paraît représenter un scénario acceptable pour l'analyse de valeur, même si d'autres scénarios, plus prudents ou plus optimistes, pourraient être retenus.

4.232 Travaux d'évaluation

Taux d'actualisation

Compte tenu du stade de développement de la Société, le financement de son activité est réalisé en totalité sur fonds propres. Nous avons dès lors retenu le coût des fonds propres pour actualiser les flux futurs de trésorerie.

Le coût des fonds propres estimé au 5 février 2014 a été arrondi à 12 %, sur la base des paramètres suivants :

- un bêta de 1,6 correspondant à la moyenne des bêtas historiques désendettés les plus corrélés des sociétés retenues dans la méthode des comparables (source Datastream) ;
- la prime de risque de marché de 5,73 % correspondant à la prime à fin janvier 2014 (source Associés en Finance) ;
- le taux sans risque calculé par différence entre le rendement espéré du marché (Associés en Finance, janvier 2014) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 2,73 %.

Nous n'avons pas ajouté de prime spécifique à ce taux, malgré le stade peu avancé de développement de l'entreprise, le bêta retenu ayant été déterminé sur des sociétés des secteurs « Cleantech », « Medtech » et « Biotech », présentant également des incertitudes en termes de développement.

Ne pouvant à ce stade de développement apprécier la saisonnalité de l'activité, nous avons actualisé les flux financiers à mi-période à partir du 1^{er} janvier 2014.

Valeur terminale et croissance à l'infini

Le management qualifie de normatives, les prévisions établies en dernière année du plan, soit 2027. Nous avons dès lors retenu la marge d'EBITDA ainsi que le niveau d'investissement, exprimés en pourcentage du chiffre d'affaires, fixés par le management en 2027.

Le niveau d'amortissement correspond à celui des investissements. Le montant de BFR normatif est défini sur la base des hypothèses fixées en dernière année du plan. Nous avons également considéré pérenne la disposition fiscale de Crédit Impôt Recherche.

La valeur terminale est construite sur la base de la capitalisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif, par application de la formule de Gordon Shapiro.

Le taux de croissance à l'infini s'établit à 2 % en valeur centrale. Ce niveau correspond à la moyenne des croissances économiques à long terme des pays visés dans la stratégie commerciale d'Orège (source : OCDE).

Il convient de préciser que le poids de la valeur terminale dans la valeur d'entreprise totale s'élève à 68 %.

Résultats obtenus et analyses de sensibilités

Sur ces bases, la valeur des fonds propres s'établit à 67,6 millions d'euros et la valeur par action à 3,62 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,5 point du taux d'actualisation et +/- 0,5 point de croissance à l'infini sont présentées ci-après.

Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

Taux d'actualisation		Taux de croissance				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
	11,0%	3,99	4,10	4,22	4,35	4,50
	11,5%	3,71	3,80	3,90	4,01	4,14
	12,0%	3,46	3,54	3,62	3,72	3,82
	12,5%	3,23	3,30	3,37	3,45	3,54
	13,0%	3,03	3,09	3,15	3,22	3,29

Selon cette méthode, la valeur par action d'Orège ressort dans une fourchette comprise entre 3,37 euros et 3,90 euros, avec une valeur centrale de 3,62 euros par action. Le prix proposé dans le cadre de l'Offre présente une prime de 16 % par rapport à la valeur centrale issue de nos travaux.

4.3 Méthodes d'évaluation présentées à titre secondaire

Nous présentons à titre secondaire :

- la référence au cours de bourse ;
- une méthode analogique fondée sur les comparables boursiers.

4.31 Référence au cours de bourse de la Société

La société est cotée depuis le 5 juillet 2013 sur le compartiment C d'Euronext Paris.

Pour analyser le cours de bourse, nous avons retraité la période du 5 juillet au 1^{er} août 2013, pendant laquelle la Société Générale en qualité d'agent stabilisateur a procédé à des opérations de stabilisation sur les actions Orège conduisant à un volume d'échanges relativement important sur la période.

A l'issue de cette période, le volume échangé cumulé s'élève à 684 milliers d'actions, soit un montant peu significatif

Le flottant d'Orège⁹ s'élève à 23,03% du capital (au 31/12/2013).

La rotation du flottant induite depuis l'admission des titres Orège sur le marché Euronext Paris, s'établit à 16,66 % et celle du capital à 3,84 %.

La faiblesse du flottant et de sa rotation mais également le manque de recul, lié au caractère récent de l'introduction en bourse des titres de la Société, tendent à disqualifier la référence au cours de

⁹ En considérant qu'il est composé des actions détenues par les actionnaires autres qu'Eren, le management agissant de concert, Climate Change Capital, Oraxys, les autres membres du management et du Conseil de surveillance et les investisseurs Friends & family

bourse. Nous la présentons à titre secondaire car il constitue néanmoins une référence que l'on ne peut négliger dans le cadre de l'opération.

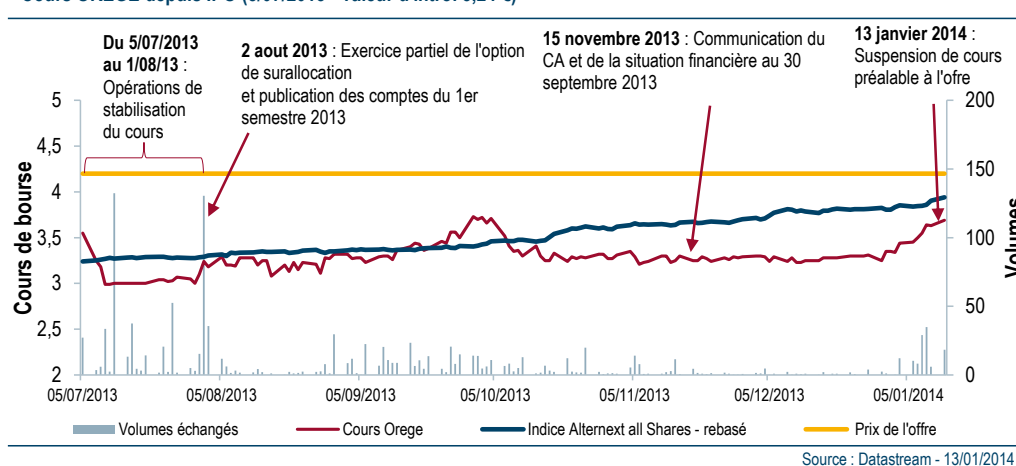
Etude du cours d'Orège

Cours - en €	13/01/2014	Liquidité	en Milliers
Spot	3,69	Moyenne volume 1 mois	7,5
Moyen pondéré 1 mois	3,55	Moyenne volume 3 mois	4,4
Moyen pondéré 3 mois	3,40	Moyenne volume depuis 2/08/13	6,1
Moyen pondéré depuis 2/08/13	3,39	Flottant	23,03%
Plus haut depuis 2/08/13	3,73	Rotation du capital 1 an	3,84%
Plus bas depuis 2/08/13	3,08	Rotation du flottant 1 an	16,66%

Source : Datastream

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse depuis l'IPO de juillet 2013, comparé à l'indice Alternext All Shares. Nous prenons cette référence indicielle compte tenu de la taille de la capitalisation boursière de la Société.

Cours OREGÉ depuis IPO (5/07/2013 - valeur d'intro. 3,24 €)



Source : Datastream - 13/01/2014

Le titre Orège a été négocié entre 3,08 euros à 3,73 euros depuis son introduction jusqu'à la date de suspension de cours avant l'annonce de l'opération, soit le 14 janvier 2014. Sur la base de l'indice Alternext, l'évolution du cours de l'action de la Société a sous performé celle du marché, à l'exception des premiers jours de la période de stabilisation et d'un point haut atteint début octobre 2013.

Depuis son introduction jusqu'à l'annonce de l'opération, le cours de bourse n'a jamais atteint le prix de 4,20 euros offert dans le cadre de l'Offre.

Le prix de 4,20 euros fait ressortir une prime de 13,8 % par rapport au cours spot du 13 janvier 2014, et une prime 23,9 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes depuis le 2 août 2013.

Pour information, depuis la reprise de la cotation suite à l'annonce de l'Opération, le cours de l'action Orège se situe au niveau du prix offert, soit 4,20 euros. Le cours a franchi à quelques reprises ce cap, toutefois nous notons que les volumes échangés à ces occasions sont restés relativement faibles.

Objectifs de cours des analystes

Le titre Orège est suivi par un analyste (Invest Securities), qui a émis une note le 21 août 2013 faisant ressortir un objectif de cours de 4,8 euros, soit une prime induite de 14,3 % par rapport au prix de l'Offre.

Nous notons que cette valeur ressort d'une analyse datant de l'été 2013, élaborée sur la base d'un plan d'affaires construit par l'analyste selon sa compréhension de l'activité d'Orège. Des hypothèses structurantes, comme la marge d'EBITDA ou encore le niveau d'investissements, sont différentes de celles exprimées par le management dans le plan d'affaires communiqué.

Par ailleurs, compte tenu du manque de profondeur du consensus analystes, puisque limité à une seule donnée datant de plus de cinq mois, nous ne mentionnons cette référence qu'à titre d'information.

4.32 Multiples boursiers des sociétés comparables

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées jugées comparables aux agrégats considérés pertinents.

Des sociétés cotées peuvent être estimées comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- *Domaine d'activité (services, clientèle, secteur géographique)*
- *Taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché)*
- *Niveau et structure de marges*
- *Perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge*

Dans le but de constituer un échantillon de comparables, nous avons analysé la présentation par la société de son univers concurrentiel. Nous avons également étudié les notes d'analystes financiers suivant le titre Orège ainsi que les notes sectorielles.

Compte tenu des spécificités du secteur d'intervention et des technologies innovantes développées par Orège, de sa taille et de son stade de développement, il n'existe pas de société strictement comparable.

Par ailleurs, le degré de maturité de la Société ne permet pas d'extérioriser des agrégats de rentabilité exploitables, à horizon 2016. Ceci nous contraint à présenter des multiples de chiffre d'affaires, dont la significativité se trouve réduite, puisque ne prenant pas en considération la rentabilité de l'activité. Nous présentons donc cette méthode à titre secondaire.

L'échantillon retenu comprend des sociétés développant, comme Orège, des technologies innovantes adressables à des marchés cibles de taille importante. Nous avons sélectionné dix sociétés intervenant dans le secteur des Medtechs, Biotechs et Cleantechs : Eos Imaging, Mauna Kea Technologie, Stentys, Metabolic Explorer, CleanDiesel Techs, Metabolix, Greenhunter Ressources, Bioamber, Codexis et Gevo.

Nous nous sommes assurés de la comparabilité relative des sociétés, de la liquidité de leurs titres et avons vérifié qu'aucun élément susceptible d'altérer significativement leur valeur (cession d'une activité, sociétés visées par une offre...) n'était intervenu.

Présentation de l'échantillon Medtechs - Biotech - Cleantechs

En millions de devises	Pays	Description de l'activité	Cap. spot	CA 2014e	Marge d'EBITDA 2014e	Stade d'avancement
Eos Imaging	France	Conception et commercialisation de nouveaux systèmes d'imagerie orthopédique	119,6	36,1	-2%	Activité commerciale récemment débutée (déficiaire)
Mauna Kea Technologies	France	Présent dans l'instrumentation médicale pour la biopsie optique	136,4	18,1	-34%	Activité commerciale récemment débutée (déficiaire)
Stentys	France	Développement et commercialisation de stents auto-expansifs (traitement maladies cardiovasculaires)	110,9	5,5	-294%	Activité commerciale en cours de démarrage
Metabolic Explorer	France	Entreprise en chimie biologique qui développe des procédés industriels fondés sur le principe de la fermentation	66,9	3,0	-157%	Activité commerciale non débutée
Clean Diesel techs.	Etats-Unis	Spécialisée dans les systèmes de contrôle des émissions des véhicules	21,2	58,1	-1%	Activité commerciale déjà développée
Metabolix	Etats-Unis	Production de bioplastiques et de produits chimiques issus de ressources végétales (technologie de rupture à fort potentiel)	48,8	4,8	-539%	Activité commerciale non débutée
Greenhunter Resources	Etats-Unis	Service de gestion de l'eau dans les industries du pétrole et du gaz	38,9	55,1	17%	Activité commerciale a débuté en 2012
BioAmber	Etats-Unis	BioAmber associe la biotechnologie industrielle et la catalyse chimique pour convertir des matières premières renouvelables (acide succinique) en produits chimiques durables	204,7	6,3	-385%	Usine de production terminée fin 2014
Codexis	Etats-Unis	Spécialiste dans l'ingénierie d'enzymes pour la production de médicaments, de biocarburants et de produits chimiques	71,3	35,5	-10%	Activité commerciale déjà commencée
Gevo	Etats-Unis	Développements de bio-produits pour les marchés des carburants et de la chimie	86,1	34,2	-70%	Redémarrage prévu en JV à partir de 2014

La valeur d'entreprise (VE) des comparables est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible (retraité des éventuelles provisions, impôts différés actifs (IDA) et actifs financiers) et des intérêts minoritaires. Pour la capitalisation boursière, nous avons privilégié le cours spot au 5 février 2014 tout en nous assurant que le cours moyen pondéré un mois au 5 février 2014 ne remettait pas en cause nos conclusions.

Orège entame l'industrialisation de ses technologies, nous avons donc retenu le chiffre d'affaires 2015 pour valoriser au mieux, le développement de la Société. Le multiple de chiffre d'affaires à horizon 2015 résultant de l'échantillon présenté ci-avant ressort, en moyenne à 3,12x, et en médiane à 2,88x. Ces multiples reposent sur les données du consensus IBES (source : Datastream) au 5 février 2014. Nous soulignons que compte tenu de la taille et de la jeunesse des sociétés composant notre échantillon, le consensus peut, sur certaines valeurs, ne compter qu'un seul analyste.

Par ailleurs, nous nous sommes assurés que le résultat ainsi obtenu était conforté par l'application du multiple du cours de bourse sur la valeur comptable des capitaux propres (ou « Price to Book Value »)¹⁰.

L'application de ces multiples fait apparaître une valeur des fonds propres comprise entre 57,5 millions d'euros et 60,7 millions d'euros, soit une valeur par action comprise entre 3,09 euros et 3,26

¹⁰ Les capitaux propres comptables de la Société correspondent aux données issues de l'atterrissage au 31 décembre 2013, communiqué par le management.

euros. Le prix offert présente dès lors une prime comprise entre 28,8 % et 35,6 % par rapport aux valeurs issues de l'application des multiples exposés ci-avant.

4.4 Synthèse de l'évaluation d'Orège

Les différentes méthodes mises en œuvre conduisent à des valeurs de l'action Orège présentées dans le tableau ci-dessous avec indication des primes et décotes extériorisées par le prix de 4,20 euros offert dans le cadre de la présente Offre.

	Valorisation en €/action Expert indépendant		Prime / (décote) sur le prix d'offre (4,20€)		Etablissement présentateur	
Méthodes retenues à titre principal						
Prix d'introduction		3,24		29,6%	3,24	
Transactions pré-offre			4,20	0,0%		
DCF	3,37		3,90	24,5%	7,6%	2,77 3,80
Méthodes retenues à titre secondaire						
Cours de bourse	3,39		3,69	23,9%	13,8%	2,99 3,71
Multiples boursiers	3,09		3,26	35,9%	28,8%	2,90 3,70

prix de l'offre : 4,2 euros

5. Analyse des éléments d'appréciation des conditions de l'Offre présentés dans la note d'information

Les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre présentés par les établissements présentateurs sont fondés sur une évaluation multicritère d'Orège.

5.1 Présentation des méthodes écartées et retenues

Méthodes d'évaluation écartées

Les établissements présentateurs ont écarté les méthodes suivantes : l'Actif Net Comptable, la méthode du rendement et celle des transactions comparables.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté ces trois méthodes.

Méthodes retenues

Les établissements présentateurs ont retenu à titre principal les méthodes suivantes :

- l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- les transactions récentes sur le capital de la Société (IPO et transactions pré-Offre),
- l'analyse du cours de bourse,
- la méthode des comparables boursiers.

Nous avons également mis en œuvre ces méthodes. Cependant, nous n'avons présenté qu'à titre d'information la référence au cours de bourse, et n'avons retenu la méthode des comparables boursiers qu'à titre secondaire pour les raisons explicitées ci-dessus.

Les banques présentatrices ont par ailleurs présenté à titre indicatif, les deux méthodes suivantes :

- l'analyse des primes observées sur les offres publiques d'achat et les offres publiques d'achat simplifiées
- l'objectif de cours de bourse cible issu des notes des analystes de recherche

Ces analyses ne constituent pas des méthodes d'évaluation. Les primes observées à l'occasion d'offres publiques sont très dépendantes de l'état du marché à la date de l'offre, elles ne permettent pas de conclure sur le caractère équitable d'un prix d'offre.

S'agissant de l'objectif de cours du seul analyste suivant la valeur, nous l'avons mentionné à titre d'information dans l'analyse du cours de bourse.

5.2 Données financières

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les établissements présentateurs retiennent une situation de trésorerie nette au 31 décembre 2013 de 13,4 millions d'euros, soit un écart de 6 millions d'euros par rapport à nos travaux. Cette différence peut être qualifiée de technique car elle dépend d'option de traitement des déficits reportables et de l'impact lié à la dilution du capital.

En effet, nous retenons un montant actualisé des déficits reportables dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres alors que les établissements présentateurs valorisent cet élément directement dans les flux de trésorerie. Par ailleurs, les établissements retiennent la méthode dite « treasury method », alors que nous retenons la méthode dite « fully diluted ». Cette divergence méthodologique conduit à un nombre d'actions pris pour référence plus important dans le cadre de la méthode dite « fully diluted », compensée par un impact trésorerie positif. Au global, ces deux éléments se compensent.

Ces éléments n'ont donc pas d'impact sur la valeur par action.

Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par les établissements présentateurs s'élève à 18 179 362 actions Orège, soit le nombre de titres en circulation au 31 décembre 2013 corrigé des instruments dilutifs dans la monnaie selon la méthode dite « Treasury method ».

Nous n'avons pas de commentaire sur le nombre d'actions retenu, autre que la différence de méthode de prise en compte de la dilution.

5.3 Méthode des flux de trésorerie actualisés

Prévisions retenues

Les établissements présentateurs ont fondé leurs travaux sur le business plan du management.

Pour la détermination de la valeur terminale, les établissements ont mis en œuvre deux approches :

- *l'une par la modélisation d'une formule de Gordon Shapiro à partir d'un flux normatif estimé à partir des niveaux de marge d'EBITDA, de variation de BFR et d'investissement en ligne avec l'année 2027 mais en tenant compte d'un niveau d'amortissement inférieur aux investissements,*
- *l'autre par l'application de multiples d'EBIT et d'EBITDA 2014 de sociétés fournisseurs d'équipements industriels aux agrégats prévisionnels 2027.*

Concernant la modélisation de la valeur terminale, nous avons appliqué à titre unique, la méthode dite de Gordon Shapiro. Pour ce faire, nous avons privilégié une égalité stricte entre dotations aux amortissements et investissements, estimant qu'à un terme infini, les technologies développées par Orège étaient parvenues à maturité.

Nous n'avons pas retenu de multiple de sortie pour déterminer la valeur terminale compte tenu de la période étendue du plan d'affaires communiqué par le management. L'application de multiples définis sur la base d'agrégats prévisionnels 2014 sur des flux estimés à horizon 2027 ne nous semble pas pertinente.

Taux d'actualisation

Les établissements présentateurs retiennent un taux d'actualisation de 13,6 % correspondant à la moyenne pondérée par le chiffre d'affaires sur l'année normative des taux d'actualisation déterminés pour l'activité vente de matériels (14 %) et activité location (13,1 %).

Le taux d'actualisation pour l'activité vente se décompose en :

- *un taux sans risque de 2,3 % correspondant à la moyenne 3 mois des taux OAT français extraits de la base de données Bloomberg ;*
- *une prime de risque France de 9,6 % extraite de la base de données Bloomberg ;*
- *un bêta désendetté de 0,97 correspondant aux bêtas désendettés des sociétés du secteur de l'équipement industriel (source Barra) ;*
- *une prime additionnelle de 2,4 %, correspondant à la moyenne 2011-2013 des primes retenus par des établissements présentateurs dans le cadre d'opérations portant sur des sociétés de type « start-up » ;*
- *un gearing cible de 0%.*

Le taux d'actualisation pour l'activité location diverge du précédent par l'introduction d'un gearing cible de 30 % et d'un coût de la dette avant impôt de 6,4 %.

Nous avons fondé nos travaux sur un taux de 12 % reposant sur les données Associés en Finance au 31 janvier 2014 et un échantillon de sociétés Medtechs, Biotechs et Cleantechs. Compte tenu du stade de développement de la Société, nous n'avons pas introduit de taux différencié pour l'activité location, le management nous ayant confirmé que des établissements spécialisés en location financière contactés avaient décliné en raison du manque de maturité des technologies restant à déployer.

Résultats

Sur la base de ces éléments et du modèle Gordon Shapiro, la valeur centrale d'Orège ressort à 2,77 euros par action. Selon les méthodes de multiples de sortie, elle s'établit entre 3,57 euros et 3,80 euros par action.

La valeur résultant de nos travaux ressort à 3,62 euros par action.

5.4 Transactions récentes sur le capital de la société

Cette méthode n'appelle pas de commentaire de notre part. Nous avons également retenu à titre principal la référence à l'introduction en bourse et les transactions pré-Offre.

5.5 Référence au cours de bourse

Ces références n'appellent pas de commentaire de notre part, étant rappelé que nous les avons retenues à titre secondaire.

5.6 Méthode des comparables boursiers

Les établissements présentateurs ont retenu un échantillon composé des sociétés suivantes : Mauna Kea Technologies, Eos Imaging, Stentys, Clean Diesel Technologies, Metabolix, GreenHunter Resources, Metabolic Explorer, BioAmber et Carbios.

Nous avons exclu Carbios s'agissant d'une société ayant fait l'objet d'une introduction en bourse très récente (décembre 2013).

Les établissements présentateurs retiennent les multiples de valeur comptable des capitaux propres que nous avons calculés afin de conforter les résultats obtenus par application du multiple de chiffre d'affaires 2015. Les valeurs obtenues sont comprises dans une fourchette de 2,90 euros et 3,70 euros.

Nos travaux conduisent à des valeurs comprises entre 3,09 euros et 3,26 euros par action.

6. Attestation sur le caractère équitable des conditions offertes

La présente Offre fait suite à la conclusion d'un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre la société Eren et un ensemble d'actionnaires historiques, principalement composé du management, conférant au Concert la majorité du capital et des droits de vote de la Société.

Notre rapport est établi conformément à l'article 261-1 I 1° et 2° du règlement général de l'AMF, au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil de surveillance d'Orège, certains membres du Pacte étant membres du Conseil de Surveillance, et des accords signés entre les membres du Concert.

L'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 4,20 euros par action offert dans le cadre la présente Offre :

- fait ressortir une prime de 30% par rapport au prix d'introduction en bourse de la Société intervenue en juillet 2013. Ce prix d'introduction constitue une référence récente de marché, incontournable ;
- est identique à celui accepté par les managers, certains salariés et un actionnaire historique pour la cession d'une part significative de leurs actions préalablement à la conclusion du pacte d'actionnaires. Après analyse des contrats de cessions et en l'absence d'accord complémentaire pouvant avoir une incidence sur les conditions financières de ces transactions, nous considérons que ce prix constitue une référence significative ;
- fait ressortir des primes de l'ordre de 7 % à 24 % par rapport aux valeurs issues de l'analyse des flux futurs actualisés à un taux de marché compris entre 11,5 % et 12,5 %. S'agissant d'une société en développement sur des technologies innovantes, les prévisions contenues dans le plan d'affaires établi par le management ne peuvent être confrontées ni aux réalisations passées ni aux performances de sociétés comparables. Ces prévisions présentant par nature un caractère particulièrement incertain, les réalisations pourront différer de manière significative, à la hausse ou à la baisse, des données prévisionnelles utilisées pour la présente analyse.

Bien qu'il n'existe pas de sociétés réellement comparables à Orège eu égard à son secteur d'intervention, ses technologies innovantes, sa taille et son stade de développement, nous nous sommes assurés que l'application de multiples de marché ne remettait pas en cause le prix de l'Offre.

Malgré la pertinence limitée du cours de bourse d'Orège compte tenu de la faible liquidité du titre, nous notons que le prix de l'Offre fait apparaître des primes comprises entre 13,8 % (cours spot au 13 janvier 2014) et 23,9 % (moyenne depuis le 2 août 2013). L'opération offre aux actionnaires d'Orège une liquidité immédiate à un prix supérieur aux cours historiques observés entre son introduction et la date d'annonce de cette opération.

Nous notons en revanche que, depuis l'annonce de l'opération, le cours d'Orège a de manière ponctuelle dépassé légèrement le prix de l'Offre dans des volumes peu significatifs.

Dans ce contexte, et sur ces bases, nous sommes d'avis que les conditions que l'Initiateur propose dans le cadre de la présente Offre publique, qui reste facultative pour les actionnaires minoritaires, sont équitables au point de vue financier pour les actionnaires de la société Orège.

Paris, le 10 février 2014

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE CORPORATE FINANCE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie Corporate Finance intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

Missions d'expertise indépendante réalisées depuis le 1^{er} janvier 2012

Depuis le 1^{er} janvier 2012, Ricol Lasteyrie Corporate Finance est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Acquéreur	Banques présentatrices	Type d'offre
sept.-13	Osiatis	Econocom	Oddo Corporate Finance	Offre mixte
mars-13	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilze OBC (groupe ABN)	OPRA
févr.-13	Supra	Supra Holding	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
févr.-13	Aérowatt	JMB Energie	Palatine	OPAS
oct.-12	CFAO	Toyota Tsusho Corporation	Rothschild & Cie Banque, CA CIB	OPA
sept.-12	LaCie	Seagate Singapore International Headquarters Pte. Ltd	Morgan Stanley	OPAS
mai-12	Foncière Masséna	Masséna Property	CM CIC Securities	OPR-RO
mai-12	Actividentity Europe	Actividentity Corporation	Oddo Corporate Finance	OPR-RO
janv.-12	Infovista	Project Metro Acquco SAS (Thoma Bravo)	Bryan, Garnier & Co	OPAS
janv.-12	Société Vermandoise de Sucrieries / Société Sucrière de Pithiviers le Vieil	Cristal Union et Champenoise de Gestion / Cristal Union et Vermandoise de Sucrieries	CA CIB	OPAS

ANNEXE 2 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie Corporate Finance adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie Corporate Finance est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits

d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 3 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 120 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 4 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

Identification des risques et orientation de la mission

Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- prise de connaissance des documents publiés au moment de l'IPO de juillet 2013 (notes pré-offre, document de base et note d'opération)
 - examen des notes d'analyse sur le secteur, la Société et ses comparables
-

Appréciation du contexte de l'Offre :

- compréhension du contexte du nouveau Concert
 - échanges avec l'Initiateur, la Cible et leurs conseils
 - échanges avec certains membres du Conseil de surveillance de la Société
-

Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée, incluant notamment le pacte d'actionnaires, les promesses croisées et les contrats de cession d'actions pré-Offre en date du 15 janvier 2014

Prise de connaissance de la documentation comptable et financière d'Orège

Analyse du cours de bourse de la Société :

- analyse du flottant et de la liquidité
 - analyse de l'évolution du cours
-

Mise en œuvre d'une approche de valorisation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels :

- analyse du plan d'affaires préparé par le management
 - travaux d'évaluation
 - analyses de sensibilité
-

Mise en œuvre des méthodes analogiques :

- comparables boursiers
 - recherche de transactions comparables
-

Obtention de lettres d'affirmation des représentants de l'Initiateur et de la Société

Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur

Note de synthèse

Revue indépendante

Rédaction du rapport

ANNEXE 5 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Premiers contacts avec le management d'Orège : 16 et 19 décembre 2013
- Premiers contacts avec le management d'Eren, ses conseils et l'établissement présentateur : 20 décembre 2013

- Désignation de Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance d'Orège : 20 janvier 2014
- Conférences téléphoniques avec le management d'Orège : janvier 2014
- Conférences téléphoniques avec l'un des établissements présentateurs : janvier 2014
- Réunions et conférences téléphoniques avec les membres du Conseil de surveillance d'Orège : entre le 27 janvier 2014 et le 5 février 2014
- Visite d'un site en cours d'essai pour la technologie SLG : 4 février 2014
- Entretien avec Monsieur Bouvet, directeur du développement de la technologie SLG : 4 février 2014
- Remise d'un pré-rapport : 6 février 2014
- Remise du rapport définitif : 10 février 2014

ANNEXE 6 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Orège

- Pascal Gendrot, président du Directoire
- George Gonsalves, Directeur Financier, membre du Directoire
- Michel Bouvet, Directeur du développement du SLG

Membres du Conseil de surveillance d'Orège

- Gabriel Schreiber, membre du conseil
- Claude Tobaly, membre indépendant
- Alex Betts, représentant de Climate Change Capital
- Nicolas Moiseeff, représentant de Climate Change Capital
- Frédéric Benech, membre du conseil
- Censeur du Conseil de surveillance : Grégory Fayolle, représentant d'Oraxys

Eren

- Pâris Mouratoglou
- David Corchia

Etablissements présentateurs, Société Générale et Invest Securities

- Catherine Zenoni-Himber, Directeur Associé (Société Générale)
- Marc Dunoyer, Directeur Associé (Société Générale)
- Pascal Bridier, Directeur (Société Générale)
- Julien Benhamou, Vice-Président (Société Générale)
- Anthony Guillen, Analyste (Société Générale)
- Gwénaél Le Berre, Directeur (Invest Securities)

Avocat conseil de Orège, DE PARDIEU BROCAS MAFFEI A.A.R.P.I

- Maître Cédric Chanas
- Maître Delphine Vidalenc
- Maître Stéphanie Gérard

Avocat conseil de Eren, White & Case LLP

- Maître Franck de Vita
- Maître Thomas le Vert

ANNEXE 7 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par Orège et ses conseils :
 - Présentation de la Société ;
 - Budget 2014 ;
 - Business plan ;
 - Documents juridiques ;
 - Projet de Note en réponse.
- Informations significatives communiquées par les conseils de l'Initiateur :
 - Note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre ;
 - Pacte d'actionnaires en date du 15 janvier 2014 ;
 - Promesses unilatérales successives croisées d'achat et de vente d'actions du 15 janvier 2014 ;
 - Contrats de cession d'actions
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport d'évaluation ;
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - Données de marché : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 8 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, diplômée d'expertise comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie Corporate Finance depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation, elle est membre de l'Autorité des normes comptables et vice-présidente de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) ;
- Elisabeth Hardouin, Senior Manager, a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en 2006 après 6 années passées au sein du département des financements d'actifs de la banque d'investissement du groupe Crédit Agricole. Elle a débuté sa carrière au sein du cabinet d'audit Arthur Andersen. Diplômée du master Finance d'entreprise et ingénierie financière de Paris Dauphine, Elisabeth est membre de la Société Française des Analystes Financiers (SFAF) ainsi que de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) ;
- Mélanie Segard, Manager, Titulaire d'un Master 2 de Stratégie et Ingénierie Financière des Groupes, Mélanie Segard a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en 2006 après une première expérience en conseil en ingénierie financière. En qualité de manager, Mélanie intervient à la fois sur des missions d'expertise indépendante et de corporate finance (assistance aux négociations M&A, élaboration d'offres de reprise dans le cadre d'opérations de restructuring) ;
- Gautier de Tilly, senior analyste, diplômé de l'Edhec Business School, et a intégré Ricol Lasteyrie Corporate Finance en Mars 2011 après plusieurs expériences en Financement Structuré au sein des départements Real Estate et Leveraged Finance chez SG CIB. Au sein de Ricol Lasteyrie Corporate Finance, il participe essentiellement à des missions d'évaluation et de conseil financier ;
- Antoine Guéguen, Analyste, diplômé de l'Ecole Centrale Paris, a intégré Ricol Lasteyrie Corporate en mai 2012 après des expériences en Private Equity acquises au sein des équipes Fonds de

Fonds d'Amundi Private Equity Funds et Infrastructure d'AXA Private Equity, à Paris et à Londres. Au sein des équipes Ricol Lasteyrie Corporate Finance, il participe notamment à des missions de valorisation d'entreprises et d'attestation d'équité.

La revue indépendante a été effectuée par Jean-Marc Brichet (associé) ainsi que par un comité d'attestation présidé par Jean-Charles de Lasteyrie. »

10. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.orege.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès d'Orège – 1, rue Pierre Vaudenay – 78350 Jouy en Josas.

11. PERSONNES QUI ASSUMENT 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 Pascal Gendrot
Président du directoire