Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ETABLI PAR

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE NERGECO SA INITIEE PAR LA SOCIETE ASSA ABLOY ENTRANCE SYSTEMS FRANCE SAS

Le présent projet de note d'information en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») le 10 novembre 2015, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Avis important

En application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 à 237-19 du règlement général de l'AMF, dans le cas où, à la clôture de l'offre, les actionnaires minoritaires de Nergeco SA ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Nergeco SA, ASSA ABLOY Entrance Systems France SAS a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Nergeco SA non apportées à l'offre, moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre, soit 37,80 euros par action Nergeco SA.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Nergeco SA (www.nergeco.com), et est mis gratuitement à la disposition du public au siège de Nergeco SA (8, rue de l'Industrie, 43220 Dunières, France).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Nergeco SA requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

SOMMAIRE

Pages

1 PRESENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PRESENTEE PAR ASSA ABLOY ENTRANCE SYSTEMS FRANCE SAS 3

1.1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE 3
1.2 CONTEXTE DE L'OFFRE 4
1.2 MODALITES D'ACQUISITION DU BLOC DE CONTROLE PAR AAES FRANCE 5
1.2.1 Acquisition du Bloc de Contrôle 5
1.2.2 Engagements résultant du Contrat d'Acquisition conclu avec Croissance Nergeco SA 5

2 EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITIATEUR 6

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

4 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 8

4.1 REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE 8
4.2 RESTRICTION A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D'ACTIONS DE LA SOCIETE, CLAUSES PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE 8
4.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE. 8
4.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX 9
4.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER 9
4.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D'ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE 9
4.7 COMPOSITION DES ORGANES SOCIAUX ET DE DIRECTION DE NERGECO 9
4.8 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 9
4.9 REGLES APPLICABLES A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE 10
4.10 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS 10
4.11 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE 11
4.12 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE 11

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 12

6 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE NERGECO 48

7 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE NERGECO 51

8 INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT NERGECO 52

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE 53

1 – PRESENTATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PRESENTEE PAR ASSA ABLOY ENTRANCE SYSTEMS FRANCE SAS

1.1 Rappel des conditions de l'Offre

La société ASSA ABLOY Entrance Systems France SAS est une société par actions simplifiée, au capital de 929.880 euros, ayant son siège social sis 24, rue des Malines, 91090 Lisses, France, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Evry sous le numéro unique d'identification est 722 019 734 RCS Evry (l'« **Initiateur** » ou « **AAES France** »)

La société Nergeco SA est une société anonyme au capital de 4.000.000 euros, dont le siège social est sis 8, rue de l'Industrie, 43220 Dunières, France, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés du Puy-en-Velay sous le numéro unique d'identification 320 167 513 RCS Puy-en-Velay (« **Nergeco** » ou la « **Société** »). Les actions de Nergeco sont admises aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0000037392.

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, AAES France a déposé auprès de l'AMF le 2 novembre 2015 un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de Nergeco (l' « **Offre** »).

L'Initiateur détient, directement et indirectement, à la date du projet de note d'information de l'Initiater, 614.408 actions Nergeco, représentant 87,77%[1] du capital et des droits de vote de la Société (soit 89,24%[2] de son capital et de ses droits de vote déduction faite des actions auto-détenues). Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Nergeco existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception des 11.513 actions auto-détenues par Nergeco. En conséquence, par décision en date du 9 novembre 2015, le Conseil d'administration de Nergeco a précisé que la Société n'entendait pas apporter à l'Offre les 11.513 actions qu'elle auto-détient. L'Offre porte en conséquence sur 74.079 actions de la Société représentant 10,58% de son capital et de ses droits de vote.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de quinze (15) jours de négociation.

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires minoritaires de Nergeco ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Nergeco, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Nergeco non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 37,80 euros par action Nergeco.

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la banque Neuflize OBC (« **Banque Neuflize OBC** »), en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 2 novembre 2015 et garantit conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement

[1] Calcul effectué conformément au mode de calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui précise que le nombre total de droit de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

[2] Sur la base de 11.513 actions auto-détenues au 16 octobre 2015.

général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Contexte de l'Offre

A l'issue d'un processus compétitif d'appel d'offres, AAES France a acquis, le 16 octobre 2015, 614.408 actions Nergeco, représentant 87,77% de son capital et de ses droits de vote (soit 89,24%[3] de son capital et de ses droits de vote déduction faite des actions auto-détenues).

Les actions de Nergeco étant admises aux négociations sur le marché règlementé de NYSE Euronext Paris (compartiment C), AAES France a déposé une offre publique d'achat simplifiée pour la totalité des actions de Nergeco non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à un prix de 37,80 euros par action auprès de l'AMF en application notamment des articles 233-1 et 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur est détenu au plus haut niveau par la société ASSA ABLOY AB, une société de droit suédois, immatriculée sous le numéro 556059-3575, au capital de 370.858.778 couronnes suédoises (SEK), dont le siège social est sis Klarabergsviadukten 90, 111 64 Stockholm, Suède, dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé *Stockholm Stock Exchange* (STO) (« **ASSA ABLOY** »).

Plus précisément, les actions de l'Initiateur sont détenues :

- à hauteur de 72,4% par la société ASSA ABLOY Entrance Systems IDDS AB, une société de droit suédois, immatriculée sous le numéro 556071-8149, au capital de 25.000.000 couronnes suédoises (SEK), dont le siège social est sis Roskildevägen 1, Box 171, 201 21 Malmö, Suède, elle-même détenue à 100% par la société Cardo AB, une société de droit suédois, immatriculée sous le numéro 556026-8517, au capital de 300.000.000 couronnes suédoises (SEK), dont le siège social est sis Roskildevägen 1, Box 486, 201 24 Malmö, Suède, elle-même à son tour détenue à 100% par la société ASSA ABLOY ;

- à hauteur de 13,9% par la société Besam AB, une société de droit suédois, immatriculée sous le numéro 556084-1768, au capital de 50.000.000 couronnes suédoises (SEK), dont le siège social est sis Box 131, 261 22 Landskrona, Suède ; et

- à hauteur de 13,7% de son capital social par la société Albany Door Systems AB, une société de droit suédois, immatriculée sous le numéro 556041-1901, au capital social de 12.000.000 couronnes suédoises (SEK), dont le siège social est sis Box 353, 261 23 Landskrona, Suède.

En application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a désigné, le 15 septembre 2015, le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard (« **Ricol Lasteyrie** »), en qualité d'expert indépendant dans le cadre de cette Offre. Le rapport du cabinet Ricol Lasteyrie est reproduit ci-après.

[3] Sur la base de 11.513 actions auto-détenues au 16 octobre 2015.

1.2 Modalités d'acquisition du Bloc de Contrôle par AAES France

1.2.1 Acquisition du Bloc de Contrôle

En vertu de 12 contrats de cession d'actions de droit français (collectivement les « **Contrats d'Acquisition** » et individuellement le « **Contrat d'Acquisition** ») conclus le 16 octobre 2015 (la « **Date de Cession du Bloc de Contrôle** »), l'Initiateur a acquis, dans le cadre de transactions hors marché réalisées également le 16 octobre 2015, un total de 614.408 actions Nergeco représentant 87,77% de son capital et de ses droits de vote (le « **Bloc de Contrôle** »)[4]. Le pourcentage de détention en capital ainsi acquis s'élève à 89,24% en capital et droits de vote après déduction des actions auto-détenues du montant total du capital de la Société.

Le prix unitaire des actions composant le Bloc de Contrôle s'élève à 37,7350 euros, soit un montant total de 23.184.661,30 euros, qui a été payé à la Date de Cession du Bloc de Contrôle. Il est précisé qu'aux termes des Contrats d'Acquisition, le prix d'achat par action a fait l'objet d'une procédure d'Ajustement de Prix au terme de laquelle le prix payé pour l'acquisition du Bloc de Contrôle n'a pas été ajusté et demeure donc égal à 37,7350 euros par action.

1.2.2 Engagements résultant du Contrat d'Acquisition conclu avec Croissance Nergeco SA

Aux termes du Contrat d'Acquisition conclu le 16 octobre 2015 avec la société Croissance Nergeco, Bernard Kraeutler et Catherine Kraeutler (M. et Mme Kraeutler étant ensemble désignés les « **Dirigeants** »), Croissance Nergeco et les Dirigeants ont souscrit une obligation de non concurrence et non-débauchage au bénéfice de l'Initiateur, dont les termes sont précisés dans le Contrat d'Acquisition. La contrepartie financière de l'obligation de non concurrence et de non-débauchage est comprise :

- en ce qui concerne Croissance Nergeco, dans le prix des actions Nergeco cédées dans le cadre de la Cession du Bloc de Contrôle,

- en ce qui concerne les Dirigeants, dans la rémunération de la société BCK Management au titre d'un contrat de prestations de services, d'accompagnement, de consulting et de non concurrence conclu à la Date de Cession du Bloc de Contrôle avec l'Initiateur, BCK Management et les Dirigeants (le « **Contrat de Prestations de Services** »), qui inclut également ladite obligation de non concurrence et de non-débauchage.

[4] Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions auto-détenues privées de droits de vote.

2 – EXISTENCE DE LIENS ENTRE LA SOCIETE ET L'INITIATEUR

Préalablement aux discussions menées en vue de l'acquisition du Bloc de Contrôle, il n'existait aucun lien entre AAES France et la Société ou leurs dirigeants et administrateurs respectifs. Par ailleurs, la Société n'était partie, préalablement à ces discussions, à aucun accord avec AAES France.

3 – ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception des accords décrits à la Section 1.3 ci-dessus et des éléments détaillés ci-après, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

4 – INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

4.1 Répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société es fixé à 4.000.000 euros divisé en 700.000 actions.

A la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote Nergeco étaient répartis comme suit préalablement à la cession du Bloc de Contrôle :

Actionnaires	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Croissance Nergeco SA	551.150	78,74%
CGL SAS, Jean-Pierre Valeriola et autres actionnaires minoritaires*	63.258	9,04%
Actions auto-détenues	11.513	1,64%
Public (autre)	74.079	10,58%
TOTAL	**700.000**	**100%**

A la connaissance de la Société et sur le fondement des informations disponibles à la date du dépôt du projet de la note d'information en réponse, le capital social et les droits de vote de Nergeco sont répartis comme suit à l'issue de la cession du Bloc de Contrôle :

Actionnaires	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote
Initiateur	614.408	87,77%
Actions auto-détenues	11.513	1,64%
Public (autre)	74.079	10,58%
TOTAL	**700.000**	**100%**

4.2 Restriction à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions de la Société, clauses portées à la connaissance de la Société

Aucune clause des statuts de la Société ne prévoit de restriction à l'exercice du droit de vote.

Aucun accord entre les actionnaires n'a été porté à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

4.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance

Sous réserve de ce qui suit, à la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note d'information en réponse, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 4.1 ci-dessus.

Depuis le 1 janvier 2015, date de début de l'exercice en cours, la Société n'a été avisée d'aucun franchissement de seuil légal de détention de ses droits de vote, à l'exception des déclarations de franchissement de seuil effectuées par l'Initiateur dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle et par Croissance Nergeco dans le même contexte.

En effet, Croissance Nergeco a déclaré avoir franchi à la baisse, le 16 octobre 2015, les seuils de 2/3, 50%, 1/3, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Nergeco et ne plus détenir aucune action Nergeco. Cette déclaration a été publiée par l'AMF le 21 octobre 2015.

4.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Conformément à l'article 8 des statuts de la Société, les actions émises par la Société sont toutes assorties des mêmes droits. Les actions de la Société donnent droit au vote et à la représentation dans les assemblées générales dans les conditions fixées par la loi et aucun titre de la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

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

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

4.6 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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

4.7 Composition des organes sociaux et de direction de Nergeco

A la date du dépôt du présent projet de note en réponse, le conseil d'administration de Nergeco est composé comme suit :

- Monsieur Juan VARGUES, président directeur général,
- Monsieur Per HANSSON, administrateur,
- Monsieur David PINION, administrateur.

4.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de 18 membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion. En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans leurs fonctions, par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Ils sont toujours rééligibles

En application de l'article 11 des statuts de la Société, les administrateurs sont nommés pour une durée de six ans. Chaque administrateur est tenu d'être propriétaire d'au moins une action de la Société pendant toute la durée du mandat.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales.

Selon les statuts de la Société, nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de quatre-vingt-dix ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du conseil d'administration le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus

âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée général ordinaire qui statuera sur les comptes de l'exercice au cours duquel le dépassement aura lieu.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président, qui doit être une personne physique. Le conseil d'administration peut révoquer le président à tout moment.

La direction générale est assumée sous sa responsabilité soit par le président du conseil d'administration, soit par une autre personne physique nommée par le conseil d'administration et portant le titre de directeur général. Le conseil d'administration choisit entre ces deux modalités d'exercice de la direction générale.

4.9 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire de la Société est compétente pour modifier les statuts, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

4.10 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, le conseil d'administration se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Chaque administrateur peut se faire communiquer tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le conseil d'administration peut conférer à tous mandataires de son choix toutes délégations de pouvoirs dans la limite de ceux qu'il tient de la loi et des statuts.

Il peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son président soumet, pour avis à leur examen.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes :

Nature de la délégation accordée	Date de l'assemblée générale	Echéance de la délégation accordée	Limites
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de racheter les actions de la Société dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, en application de l'article L.225-209 du code de commerce et des articles 241-1 à 241-6 du règlement général de l'AMF	29 mai 2015	18 mois à compter de la date de l'Assemblée (*i.e.*, 29 mai 2015) ayant autorisé la délégation, soit le 29 novembre 2016	60.828 actions soit 8,69% du capital social, pour un montant global limité à 1.824.840 d'euros, au prix d'achat maximum de 30 euros par action
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de réduire le capital par annulation d'actions déjà détenues par la Société et/ou qu'elle pourrait acheter dans le cadre de la délégation de compétence reçue pour intervenir sur ses propres actions en application de l'article L.225-209 du code de	29 mai 2015	24 mois à compter de la date de l'assemblée (*i.e.*, 29 mai 2015) ayant autorisé la délégation soit le	Conformément à l'article L.225-209 du code de commerce, la réduction ne pourra porter sur plus de 10% du capital social

Nature de la délégation accordée	Date de l'assemblée générale	Echéance de la délégation accordée	Limites
commerce		29 mai 2017	

4.11 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

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

4.12 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration 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

La Société n'a connaissance d'aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison de l'Offre.

5 – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OPAS initiée par AAES France sur les titres de Nergeco

Rapport de l'expert indépendant - Cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance[1]

Nous avons été désignés, le 15 septembre 2015, par la société Nergeco SA (la « Société ») après consultation des membres de son Conseil d'administration, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions offertes par la société Assa Abloy Entrance Systems France SAS (l'« Initiateur », « Assa Abloy ») aux actionnaires de la Société, dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« Offre »).

Cette Offre fait suite à l'acquisition, le 16 octobre 2015, par Assa Abloy, auprès de Croissance Nergeco SA, société contrôlée par Valeur Nergeco, elle-même détenue majoritairement par Catherine Kraeutler, Directeur général délégué de la Société, ainsi que de certains actionnaires minoritaires, d'un bloc d'actions représentant 87,77 % du capital de la Société.

Le prix proposé aux actionnaires de la Société s'établit à 37,80 euros par action.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société du fait (i) que la Société sera contrôlée par l'Initiateur au moment de l'Offre et (ii) du contrat de prestation de services qui a été conclu entre les anciens dirigeants de la Société et l'Initiateur dans le cadre de l'opération. Il nous a également été demandé, sur le fondement de l'article 261-1 II, de nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert aux actionnaires dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Il nous appartient de nous assurer que les conditions financières proposées aux actionnaires de la Société, désormais filiale à 87,77 % d'Assa Abloy sont équitables dans le cadre d'une offre publique d'achat suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

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 6 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 qui comporte une certification sans réserve pour les comptes au 31 décembre 2014. Les comptes semestriels au 30 juin 2015 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.

---

[1] *Le contenu du rapport de l'expert indépendant figurant dans le présent projet de note en réponse est strictement identique au rapport émis par l'expert indépendant.*

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 et termes de l'Offre

Le 19 octobre 2015, Assa Abloy a annoncé avoir acquis hors marché, 614 408 actions de la Société auprès de Croissance Nergeco SA et de certains actionnaires minoritaires, représentant 87,77 % du capital et des droits de vote de la Société. La cession effective du bloc de contrôle est intervenue le 16 octobre 2015, moyennant un prix total de 23,185 millions d'euros, soit 37,735 euros par action. Le prix a été confirmé après examen de la dette nette de la Société au 13 octobre 2015.

En application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Assa Abloy a déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers, en date du 2 novembre 2015, un projet d'offre publique d'achat simplifiée au prix de 37,8 € par action.

L'Offre vise la totalité des actions émises et en circulation de la Société qui ne seront pas détenues par l'Initiateur, soit 74 079 actions, étant entendu que 11 513 actions auto-détenues ne seront pas visées par l'Offre.

Dans les 3 mois suivant la clôture de l'Offre, Assa Abloy se réserve la faculté, dans l'hypothèse où les actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société, de procéder à un retrait obligatoire.

Le Conseil d'administration de la Société a accepté le principe de l'Offre lancée par Assa Abloy sous réserve des conclusions du rapport de l'expert indépendant.

L'Initiateur, qui opère sur plusieurs secteurs d'activités dont la fabrication et la commercialisation de portes industrielles, a indiqué que l'acquisition de la Société allait contribuer à renforcer le positionnement du groupe Assa Abloy sur le marché de l'automatisation d'entrées, notamment en France, profitant de la position de Nergeco sur son marché domestique, de son savoir-faire et de son offre de produits.

1.2 Sociétés concernées par l'opération

1.21 Présentation de la société initiatrice

Assa Abloy est un groupe suédois, acteur international couvrant les besoins en serrures, solutions de sécurité et le contrôle d'accès, comptant plus de 44 000 collaborateurs dans 70 pays, et ayant réalisé au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2014 un chiffre d'affaires de 6,1 milliards d'euros.

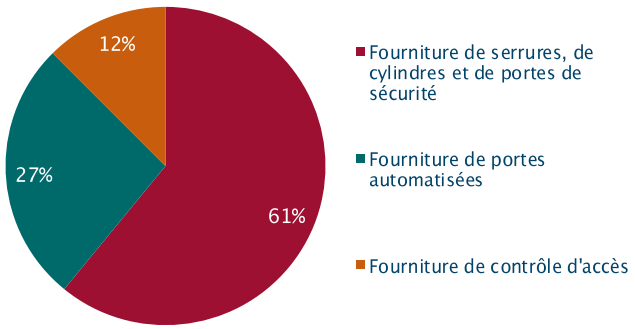
L'activité du groupe Assa Abloy est répartie selon trois lignes de métier :

- La fourniture de serrures et verrous mécaniques (multipoints ou monopoints) et électromécaniques, de cylindres et béquilles électromécaniques et de portes de sécurité (Résidentiel et Tertiaire)
- La fourniture de contrôle d'accès, de système d'identification sécurisée et de sécurité des hôtels

- Les solutions pour l'automatisation d'entrées (portes automatiques)

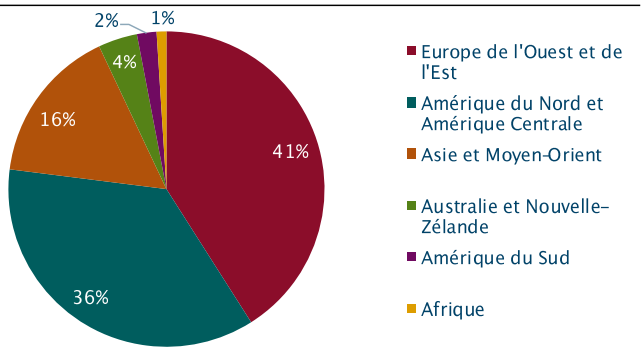
Le chiffre d'affaires 2014 se répartit comme suit :

Ventilation du CA 2014 par lignes de métier



Source : rapport anuel 2014 Groupe Assa Abloy

Ventilation du CA 2014 par zone géographique



Source : rapport anuel 2014 Groupe Assa Abloy

Le Groupe Assa Abloy est coté sur le compartiment B du marché Nasdaq Stockholm, sa capitalisation boursière ressort à 17,8 milliards d'euros au 30 septembre 2015.

Assa Abloy Entrance Systems France SAS est une filiale créée en 1977, détenue au plus haut niveau par le groupe Assa Abloy. La société a plus particulièrement pour objet la commercialisation de fermetures industrielles, manuelles ou électroniques, portes et équipements de quai.

1.22 Présentation de la Société objet de l'Offre

Nergeco est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 4 000 000 euros divisé en 700 000 actions de 5,71 euro de valeur chacune. Elle a été introduite en bourse en 1997, et ses actions sont actuellement cotées sur le compartiment C du marché Euronext Paris (code ISIN FR0000037392).

Préalablement au rachat par Assa Abloy, la Société était détenue par Croissance Nergeco à hauteur de 78,7 %.

1.221 Activité

Créé en 1980, Nergeco est un groupe spécialisé dans la production et la fourniture de portes souples à haute performance, sous-segment du marché des portes industrielles, dédiées aux métiers de l'industrie, de la logistique et de la distribution., Nergeco, qui détient en France une part de marché de 29 % de ce sous-segment, poursuit par ailleurs un plan de développement ambitieux à l'international.

Le groupe emploie 158 personnes et a réalisé un chiffre d'affaires de 32,3 millions d'euros au cours de l'année 2014 (30,2 millions d'euros pour l'année 2013).

Le groupe est structuré autour de deux domaines d'activités clés :

- **Portes et produits annexes** (81 % du CA 2014, 119 employés) **:**
  - *Portes souples extérieures* : adaptées à tout type de bâtiments et d'environnement (vents puissants, grandes dimensions, baies exposées, activités intensives, projets spéciaux, …)
  - *Portes souples intérieures* : portes souples de productivité à fermeture rapide sécurisée pour tout type d'activité (logistiques, agro-alimentaire, laboratoires, …) et d'environnement contraint (respect de la chaîne du froid, zones ouvertes au public, …)
  - *Portes manuelles* : écrans à lanières, portes à fermetures par gravité, vantaux semi-rigide, …
- **Services** (19 % du CA 2014, 39 employés) : maintenance des portes Nergeco et autres équipements (portes souples automatiques, portes sectionnelles ou coulissantes, portails, portillons, grilles, …)

Nergeco dispose d'un outil de production, d'assemblage et de stockage centralisé à Dunières (Haute-Loire).

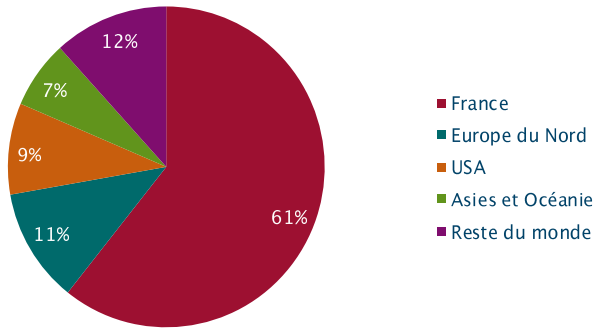
Les portes fabriquées et commercialisées par Nergeco peuvent elles-mêmes, indépendamment de leur destination finale, être regroupées en deux sous-catégories : les structures aciers (représentant 42 % des ventes du site de Dunières) et les structures composites (représentant 47 % des ventes du site de Dunières).

Le mode de production diffère selon chacune de ces deux sous-catégories, la chaîne de valeur des structures aciers étant intégrée, de l'approvisionnement en matières premières à la fabrication et l'assemblage, contrairement aux structures composites, dont le groupe sous-traite l'approvisionnement et la fabrication (nécessitant un savoir-faire spécifique) pour ne se concentrer que sur les phases d'assemblage.

La commercialisation des produits Nergeco est internalisée en France ainsi que pour partie aux Etats-Unis, en Suède et en Australie. Pour le reste du monde, le groupe a recours à un réseau de distributeurs qualifiés.

Au niveau géographique, Nergeco est présent dans 94 pays dans le monde. Toutefois, le Groupe réalise plus de 72 % de son chiffre d'affaires en Europe, et plus particulièrement en France (61 % du chiffre d'affaires 2014).

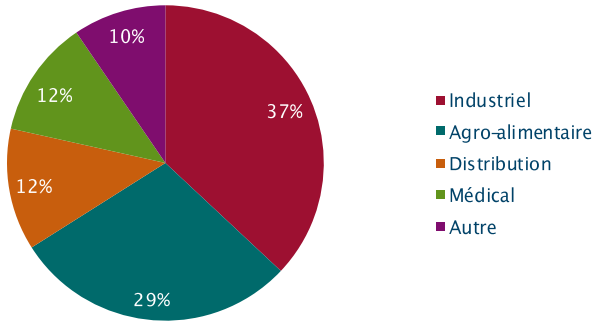
Ventilation du CA 2014 par zone géographique



Source : rapport anuel 2014 Nergeco

Nergeco propose des solutions adaptées aux contraintes (respect de la chaîne du froid, étanchéité et stérilité complète, …) et aux besoins de nombreux secteurs d'activité (industrie, agro-alimentaire, médical, …) avec un positionnement renforcé dans le secteur industriel où le groupe réalise 37 % de son chiffre d'affaires.

Ventilation du CA 2014 par secteur d'activité



Source : information memorandum - Juin 2015

Le groupe ne témoigne par ailleurs d'aucune dépendance vis-à-vis d'un ou plusieurs clients, les dix premiers clients représentant 9 % du chiffre d'affaires.

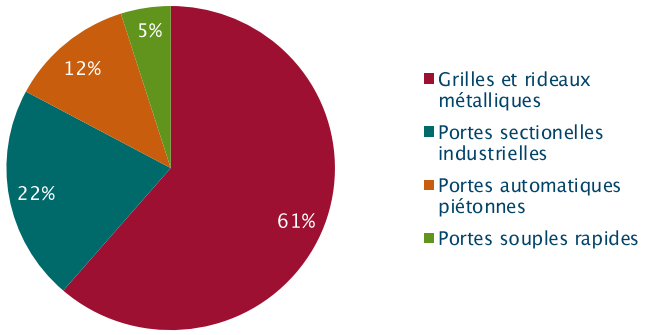
1.222 Analyse du marché

La reprise récente des investissements notamment, du fait de la relocalisation de certaines industries, profite à de nombreux acteurs du marché de l'équipement industriel, au nombre desquels les professionnels de l'intralogistique[2], qui observent, depuis 2011, une progression de leur marché de 4 à 5 % par an[3], en particulier dans les secteurs de la distribution et du e-commerce. Ce dynamisme se vérifie aussi dans l'industrie, désormais guidée par une recherche de modernisation, d'optimisation et d'amélioration de la productivité des process.

Positionnement de Nergeco

Parmi les professionnels de l'intralogistique, Nergeco se positionne sur le sous-segment des portes industrielles à haute performance, occupant une position de leader français avec une part de marché de 29 % sur le marché de niche des portes souples industrielles.

Marché des portes industrielles



Source : information memorandum - Juin 2015

La stratégie de Nergeco vise principalement (i) à poursuivre son développement sur le marché français en profitant notamment du climat plus favorable aux investissements industriels et (ii) à accentuer sa présence à l'international, en particulier en Suède et aux Etats-Unis. Cette stratégie est portée par les efforts engagés depuis 2014 sur les techniques de fabrication, d'expédition et d'installation des portes à l'international.

En effet, maîtrisant l'ensemble de la chaîne de valeur, de la fabrication des portes à leur installation ainsi qu'à leur maintenance, et s'inscrivant dans une démarche de constante innovation, Nergeco est en mesure d'offrir à ses clients des solutions à haute valeur ajoutée, adaptées spécifiquement à leurs besoins et opérées de « bout en bout ».

Au niveau géographique, avec 61 % de son chiffre d'affaires réalisé en France et 72 % en Europe, Nergeco, bien que bénéficiant d'une présence dans plus de 90 pays, a besoin d'accélérer son développement sur les continents américains et asiatiques.

---

[2] L'intralogistique correspond, selon la définition de la Fédération allemande de la construction mécanique, « *à l'organisation, le pilotage, la réalisation et l'optimisation des flux de matériels internes à l'entreprise, des flux d'information ainsi que du transbordement de marchandises dans l'industrie, le commerce et les dispositifs publics* »

[3] Source : Fédération Européenne des Matériels de manutention

Le groupe demeure ainsi très majoritairement exposé au marché européen de l'équipement industriel qui devrait connaître dans les prochaines années une croissance plus faible que les autres marchés mondiaux. A titre d'illustration, alors que la croissance attendue du marché français et européen sur les prochaines années devrait être comprise entre 1,2 % et 1,5 % par an, elle devrait être supérieure à 3 % par an aux Etats-Unis et en Australie et à 6 % en Asie.

Structure du marché et principaux concurrents

Nécessitant une taille critique à l'échelle mondiale et une diversification géographique assise sur des positions locales fortes, le secteur de l'équipement industriel et plus précisément celui des portes industrielles témoigne d'un mouvement de concentration nourri ces dernières années. Il est dominé dans le monde par trois acteurs globaux d'origine suédoise, japonaise et suisse, à savoir les groupes Assa Abloy, Sanwa Holdings Corporation et Dorma+Kaba Holding AG, dont le développement repose pour partie sur des opérations de croissance externe.

A titre d'illustration, le groupe Assa Abloy a réalisé en Europe, au cours des 5 dernière années, 7 transactions de tailles significatives portant sur des sociétés produisant des portes, le groupe Sanwa Holdings en rachetant 2 et Dorma+Kaba 1 au cours de la même période.

L'origine de la consolidation du secteur repose principalement sur 2 facteurs :

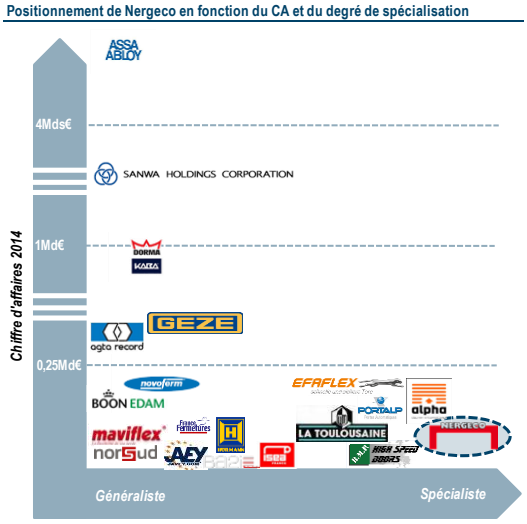
- un secteur atomisé avec un tissu important de PME qui, à l'heure d'une croissance atone dans les pays développés, les contraint à revoir leur stratégie afin de prendre part au développement de ce marché à l'international, nécessitant le plus souvent l'adossement à un acteur présent sur les marchés cibles ;
- une volonté des grands groupes d'accélérer leur développement par l'intermédiaire d'acquisitions ciblées, reposant sur des critères de part de marché ou d'avance technologique.

Nergeco jouit d'une position de leader sur le marché français des portes souples automatiques et bénéficie d'un réseau de distributeurs implantés dans de nombreux pays. Son expertise unique en fait la référence en France et lui permet de se démarquer de concurrents plus généralistes.

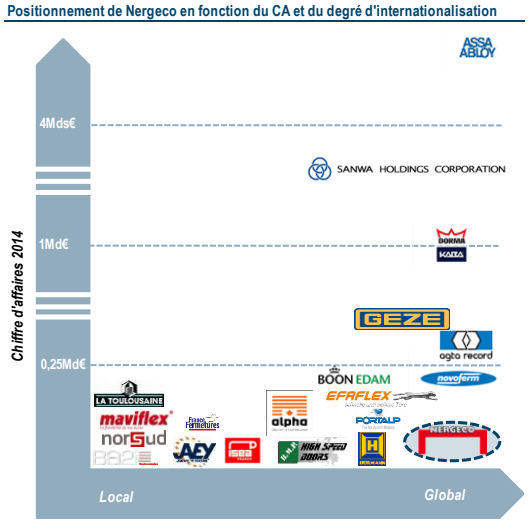
Ainsi, les principaux concurrents de Nergeco en France et à l'international sont aujourd'hui composés des acteurs suivants :

- Spécialistes mono-gamme : Portalp, Alpha Deuren, FTFM La Toulousaine, BMP, Efaflex
- Généralistes : Assa Abloy, Sanwa, Dorma + Kaba, Geze, Agta, Novoferm, Royal Boon Edam, France Fermetures, Hormann, Maviflex, Norsud, Isea France, Javey, BA2i

Comme l'illustrent les graphiques suivants, malgré les nombreuses opérations de croissance externe menées par les géants mondiaux, le secteur des portes industrielles est encore largement constitué d'acteurs de taille réduite, généralistes et disposant d'un fort ancrage national.



Source : RLCF



Source : RLCF

1.223 Analyse SWOT

FORCES	FAIBLESSES
– Acteur totalement intégré en France, lui permettant de maximiser la marge réalisée sur son marché local – Référence technologique de la porte souple automatique – Leader des portes souples automatiques en France – Capacité d'innovation due à un effort de recherche et développement constant – Portefeuille de clients diversifié – Présence dans 94 pays – Structure financière solide	– Absence de taille critique – Sensibilité aux décisions d'investissements des entreprises – Absence d'équilibre du positionnement géographique qui ne permet pas au groupe de capter la croissance mondiale (Amérique du nord, Océanie, Asie) – Approvisionnement et fabrication en zone euro, exposant le groupe au risque de change sur le chiffre d'affaires réalisé en devises – Faible visibilité du niveau d'activité à moyen terme
OPPORTUNITES	**MENACES**
– Mouvement de relocalisation industrielle observé dans les pays développés – Signatures de partenariats stratégiques – Développement de l'activité Services à l'international	– Intensification du contexte concurrentiel résultant des mouvements de concentration du secteur – Guerre des prix initiée par des acteurs de grande taille – Evolution défavorable du cours des matières premières, notamment de l'acier

1.224 Performances

Performances historiques

Sur les dix dernières années, le groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de 1,5 %, souffrant néanmoins d'une grande hétérogénéité selon les années, notamment en raison de la

sensibilité de son marché aux grands cycles d'investissements. Ainsi, l'année 2009 a-t-elle été marquée par un recul de 23 % du chiffre d'affaires en raison des nombreux reports d'investissements liés à la crise financière. Le groupe n'est parvenu à reconstituer un niveau d'activité semblable à 2008 qu'à partir de 2013. Depuis lors, la croissance se poursuit, le Groupe témoignant d'un chiffre d'affaires en hausse de 7,2 % en 2014, liée notamment aux gains de part de marché à l'export.

Durant cette période, la marge d'EBITDA a fortement progressé, passant de 3,3 % du chiffre d'affaires en 2005 à 9,3 % en 2014, fruit de l'association d'économies substantielles réalisées sur les frais de structure du Groupe à une hausse des volumes de ventes.

Nergeco

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	27,9	28,3	27,5	28,4	30,6	23,7	26,9	29,2	29,3	30,2	32,3
% variation	*-3%*	*1,6%*	*-2,9%*	*3,2%*	*7,9%*	*-22,7%*	*13,5%*	*8,7%*	*0,4%*	*2,9%*	*7,2%*
Marge brute	**n.a.**	**n.d.**	**12,3**	**12,8**	**12,1**	**9,9**	**12,9**	**14,0**	**14,7**	**14,5**	**15,8**
% du chiffre d'affaires			*44,6%*	*45,0%*	*39,6%*	*42,0%*	*48,1%*	*48,1%*	*50,1%*	*48,0%*	*49,0%*
EBITDA	**2,2**	**0,9**	**1,5**	**1,7**	**2,2**	**1,2**	**2,0**	**2,6**	**2,7**	**2,0**	**3,0**
% du chiffre d'affaires	*7,8%*	*3,3%*	*5,3%*	*6,1%*	*7,3%*	*4,9%*	*7,4%*	*8,8%*	*9,3%*	*6,7%*	*9,3%*
D&A	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,5)	(0,4)	(0,5)
EBIT	**1,6**	**0,3**	**0,7**	**1,0**	**1,5**	**0,5**	**1,4**	**1,9**	**2,2**	**1,6**	**2,6**
% du chiffre d'affaires	*6%*	*0,9%*	*2,7%*	*3,5%*	*4,9%*	*2,1%*	*5,2%*	*6,7%*	*7,5%*	*5,2%*	*7,9%*

Source: Capital IQ

Période 2012 à 2014

La période 2012 à 2014 est marquée par la reprise de la croissance du chiffre d'affaires, en hausse de 10,3 %, profitant notamment d'un fort développement des ventes à l'export consécutif aux actions commerciales engagées en Amérique du Nord.

Les ventes de portes, qui représentent 72 % du chiffre d'affaires de Nergeco, ont progressé en volume de 13 % sur la période (soit 4 740 portes commercialisées en 2014, contre 4 190 en 2012). Compte tenu de la stagnation des prix de vente, les ventes ont progressé de 12,4 % en valeur. Par ailleurs, le mix produit a également fortement évolué, la vente de portes Composites représentant 27,3 % du chiffre d'affaires du Groupe réalisé en 2014, contre 23,1 % en 2012, la part des ventes de portes en Acier déclinant significativement sur la même période, passant de 32,7 % du chiffre d'affaires en 2012, à 24,3 % en 2014. Selon le Management, cette tendance devrait s'accentuer, la technologie composite présentant de nombreux avantages pour le client et pour l'environnement, étant précisé que le recours aux portes en acier se justifie principalement pour des besoins de superficie importante (supérieure à 40m²).

L'activité de Services (Maintenance, installation, …) s'inscrit également en hausse sur la période de plus de 6 %, profitant de la hausse des volumes de ventes.

Le niveau de marge brute a légèrement décliné sur la période (-140 bps), compte tenu principalement de la hausse du coût des matières premières, notamment de l'acier, et de la pression observée sur les prix. Cette tendance baissière s'est toutefois interrompue en 2014, du fait d'un mix produit plus favorable (hausse des ventes de portes composites).

La marge d'EBITDA reste stable en 2014 par rapport à 2012 après avoir connu une baisse significative en 2013 (-270 bps) en raison (i) d'une intensification ponctuelle des actions commerciales et de communication et (ii) du recrutement de quatre directeurs de zone, contribuant à une hausse de la masse salariale du Groupe à hauteur de 4,2 %.

Le résultat net est compris sur la période entre 3,4 % et 5,1 % du chiffre d'affaires. Il a atteint 1,7 millions d'euros en 2014, en hausse de 62 %.

Compte de résultat simplifié

k€	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	29 323	30 160	32 339
% variation		*3%*	*7%*
Marge brute	**14 683**	**14 559**	**15 757**
% du chiffre d'affaires	*50,1%*	*48,3%*	*48,7%*
EBITDA	**2 731**	**1 999**	**3 016**
% du chiffre d'affaires	*9,3%*	*6,6%*	*9,3%*
D&A	(522)	(434)	(465)
EBIT	**2 209**	**1 564**	**2 552**
% du chiffre d'affaires	*7,5%*	*5,2%*	*7,9%*
Résultat financier	(135)	(186)	(64)
Impôts	(616)	(360)	(834)
Résultat net	**1 457**	**1 018**	**1 654**
% du chiffre d'affaires	*5,0%*	*3,4%*	*5,1%*

Performances de la société au premier semestre 2015 et tendances observées au 30 septembre 2015

Le chiffre d'affaires progresse de 10,5 % au premier semestre 2015, porté par de bonnes performances réalisées sur le marché français (ventes d'équipements en hausse de 20,9 %, passant de 5,9 millions d'euros au 1er semestre 2014 à 7,2 millions d'euros au 1er semestre 2015) ainsi que par la ligne d'activité Services, en hausse de 6,8 %. La progression des ventes Export est plus contenue (+1,8 %), la croissance constatée sur le marché américain permettant de compenser le fléchissement observé en Suède et en Australie.

La marge brute est en légère progression, profitant d'une légère augmentation des prix de vente, laquelle, conjuguée aux efforts engagés sur les salaires (-80 bps) et les frais généraux, contribue à rehausser sensiblement le niveau d'EBITDA (+ 170 bps).

La tendance observée au 30 septembre 2015 est sensiblement la même, tant en termes d'activité que de niveau de marge.

Compte de résultat simplifié

k€	H1 2014	H1 2015
Chiffre d'affaires	14 645	16 186
% variation		*10,5%*
Marge brute	**9 009**	**9 959**
% du chiffre d'affaires	*61,5%*	*61,5%*
EBITDA	**568**	**901**
% du chiffre d'affaires	*3,9%*	*5,6%*
D&A	(214)	(374)
EBIT	**354**	**526**
% du chiffre d'affaires	*2,4%*	*3,2%*
Résultat financier	307	176
Impôts	(586)	(193)
Résultat net	**75**	**509**
% du chiffre d'affaires	*0,5%*	*3,1%*

Structure financière et gestion du BFR

L'organisation et la nature de l'activité de Nergeco conduisent à ce qu'elle se trouve structurellement en besoin de fonds de roulement. Ainsi à fin 2014, le besoin en fonds de roulement atteignait 9,1 millions d'euros, soit 101 jours de chiffre d'affaires. Toutefois, nous comprenons que ce niveau est anormalement élevé en raison d'une saisonnalité de l'activité observée au cours du 4ème trimestre 2014 plus prononcée qu'historiquement.

Au 30 septembre 2015, le besoin en fonds de roulement atteint 8,4 millions d'euros (7,7 millions d'euros au 13 octobre 2015).

La dette financière nette de Nergeco, stable depuis plusieurs années, s'établit, au 30 septembre 2015, à 1,3 M€, le groupe privilégiant un recours aux lignes de trésorerie (4,9 M€ au 30 septembre 2015) plutôt qu'à sa trésorerie, principalement investie sous forme de valeur mobilière (5,1 M€ au 30 septembre 2015, dont 4,2 M€ de valeurs mobilières de placement).

La dette financière nette au 13 octobre 2015 s'établit à 0,5 millions d'euros.

Les actifs immobilisés sont principalement constitués d'éléments corporels (3 millions d'euros, dont 68 % de terrains et constructions correspondant à de l'immobilier d'exploitation).

2. Déclaration d'indépendance

Ricol Lasteyrie Corporate Finance (« RLCF ») 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.

RLCF ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés 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'Offre, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF. La liste des expertises indépendantes réalisées par RLCF au cours des deux dernières années figure en annexe 3, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

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

Pour une parfaite information, RLCF, membre du réseau EY depuis avril 2015, précise que la société EY AB est actuellement commissaire aux comptes de la société Nergeco Scandinavia, filiale de Nergeco SA. Par ailleurs, le groupe EY a réalisé par le passé des prestations non-audit pour la société Assa Abloy AB pour un montant d'honoraires très peu significatif (moins de 1 % du chiffre d'affaires des structures ayant réalisé les travaux).

3 Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- analyser les accords et notamment le contrat de prestations de services conclus entre les cédants et l'Initiateur ;
- mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation de Nergeco ;
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans la note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (rapport annuel, communiqué de presse,…) publiées par Nergeco au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2014. En particulier nous avons vérifié que ces comptes avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Nous avons également pris connaissance des comptes intermédiaires au 30 juin 2015 qui ont fait l'objet d'une revue limitée des commissaires aux comptes au terme de laquelle aucune réserve n'a été formulée, ainsi que la situation au 30 septembre 2015 établie par l'expert-comptable de la Société.

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 et leurs 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 de la Société. Ces échanges ont porté sur :

- le contexte de l'offre d'Assa Abloy et les accords signés ;
- l'évolution de l'activité et les perspectives de développement de Nergeco à moyen et long terme.

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 de l'établissement présentateur de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre discuté à plusieurs reprises avec les représentants de l'établissement présentateur.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 6 ci-après.

4 Evaluation des actions de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation de l'établissement présentateur nous ont été communiqués en cours de mission.

La présente Offre concerne une société qui est désormais contrôlée à plus de 87 % par l'Initiateur. La prise de contrôle étant récente, nous avons procédé à une évaluation de la Société stand-alone fondée sur les projections d'activité et de résultat établies par le management de Nergeco avant le lancement de l'offre publique d'achat simplifiée. Le plan d'affaires utilisé est celui qui a été présenté dans le document de due diligence vendeur établi dans le cadre du processus de mise en vente.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

4.11 Actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe n'est que très partiellement reflétée au bilan consolidé de la Société.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé s'établit à 10,5 millions d'euros au 30 juin 2015 pour 691,0 milliers d'actions en circulation (hors actions propres), soit une valeur par action égale à 15,18 euros.

4.12 Actif net réévalué (ANR)

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 industrielle, dont les actifs sont peu valorisables en-dehors de l'activité (usine, machines, éléments incorporels de type savoir-faire, capital humain, relations clients). Ce type d'actif est plus correctement valorisé par l'approche des flux futurs actualisés mise en œuvre par ailleurs.

Par ailleurs, nous n'avons pas identifié de plus-value latente significative dans les actifs immobiliers qui sont constitués d'un site administratif, d'une usine de fabrication et de sites d'assemblages implantés dans des zones peu valorisables.

4.13 Multiples observés lors de transactions comparables

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

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives aux sociétés objets des transactions. Dans le cas de sociétés non cotées, le degré d'information divulgué est souvent faible.

Au total, nous avons identifié 16 transactions réalisées au cours des 36 derniers mois dans le secteur de la fabrication et distribution de portes industrielles, témoignant du dynamisme de la politique de croissance externe des grands intervenants du secteur. Ces transactions sont présentées en Annexe 1.

Toutefois, en raison du peu d'informations financières disponibles sur les transactions récentes, cette méthode n'a pas été jugée pertinente et a donc été écartée.

4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titres principal et secondaire

Pour évaluer la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère intégrant les méthodes d'évaluation et références suivantes :

- à titre principal :
  - référence aux transactions récentes, hors marché, intervenues sur le capital
  - actualisation des flux de trésorerie
- à titre secondaire :
  - multiples boursiers des sociétés comparables
- à titre d'information :
  - méthode du rendement
  - référence au cours de bourse

Nombre de titres de référence

Le capital de la société est composé de 700 000 actions en circulation (au 13 octobre 2015), dont 11 513 actions auto détenues.

En l'absence d'instruments potentiellement dilutifs, nous retenons dans nos travaux un nombre d'actions retraité de l'autocontrôle de 688 487 actions.

Analyse du plan d'affaires de la Société

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires établi par le management de la Société préalablement à l'opération de rapprochement avec Assa Abloy, qui n'intègre donc pas les éventuelles synergies attendues. Ce plan, présenté dans la « vendor due diligence » s'inscrivant dans le cadre du projet de cession du contrôle de la société n'a pas été révisé postérieurement. Le management nous a confirmé que les résultats obtenus au 30 septembre 2015 ne remettaient en question ni le budget 2015 ni le plan d'affaires sur les années suivantes.

Le plan d'affaires reflète les ambitions du management en matière d'expansion à l'international, faisant de l'activité Internationale, notamment par l'intermédiaire de sa filiale américaine, un véritable relais de croissance.

L'organisation commerciale actuelle ainsi que la réorganisation industrielle prévue sur l'horizon du plan (ouverture d'un site de fabrication aux Etats-Unis, investissement dans de nouvelles machines industrielles en France) participent des gains de productivité attendus sur l'horizon du plan.

Le plan d'affaires table ainsi sur une croissance du chiffre d'affaires de 7,3 % par an en moyenne sur la période 2015–2017, à raison de 2,6 % sur le marché local et 13,9 % à l'international, une légère accélération étant attendue à l'international en fin de plan, reflétant notamment le fort développement du marché américain (+26 % de taux de croissance annuel moyen). Cette hausse de l'activité résulte notamment d'un fort effet volume, la production de portes devant passer de 4 740 unités en 2014 à 6 000 unités en 2017, soit une progression annuelle moyenne de 8,2 % (vs +6,4 % sur la période 2012–2014).

Globalement, la marge brute devrait, à l'exception de 2015, très légèrement se dégrader par rapport au niveau de 2014. Cette évolution s'explique principalement par une hausse des commissions sur vente, en lien direct avec le développement de l'activité à l'international. Par ailleurs, l'évolution défavorable du cours des matières premières devrait être compensée (i) par la capacité du management à en répercuter les coûts sur le marché ainsi qu'à (ii) une évolution du mix produit réduisant la dépendance du groupe à l'acier (la part des produits composites passant de 47 % en 2014 à 66 % à l'horizon du plan).

Les charges opérationnelles sont prévues en légère baisse compte tenu des gains de productivité attendus. Elles représentent en fin de plan légèrement plus de 37 % du chiffre d'affaires. Au total l'EBIT devrait plus que doubler sur la période 2013-2017 et s'établir à 9 % du chiffre d'affaires en 2017.

Les investissements (y compris leasing) représenteraient en moyenne 1,5 % du chiffre d'affaires sur la période du plan d'affaires. Ils sont en ligne avec le taux considéré comme normatif par le management.

En termes d'évolution de l'activité à l'international et de profitabilité, ce plan d'affaires apparaît comme volontariste au regard des performances historiques de Nergeco.

Eléments de 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 est calculé à partir de la situation au 13 octobre 2015, date de l'acquisition par Assa Abloy de 87,77 % du capital de la Société. Il correspond à une situation de dette nette ajustée de 0,3 million d'euros et intègre les principaux éléments suivants :

- les dettes financières au 13 octobre 2015, soit 5,9 millions d'euros, dont 0,5 million de dette de crédit-bail ;
- la valeur des provisions à caractère de dette (garanties et litiges) au 13 octobre 2015, soit 0,2 million d'euros ;

et venant diminuer la dette :

- la trésorerie financière au 13 octobre 2015, soit 5,3 millions d'euros ;
- la valorisation des déficits reportables, estimée à 0,4 million d'euros.

La situation de BFR au 13 octobre 2015, représente, selon le management, une situation normale qui ne nécessite pas d'ajustement au niveau du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Notre estimation de la valeur des déficits fiscaux de la filiale américaine repose sur sa capacité d'absorption de ces derniers sur l'horizon du plan d'affaires et de notre période d'extrapolation, mesurée à partir des flux qu'il est raisonnablement attendu qu'elle génère au cours de cette même période. Nous traitons cette future économie d'impôt en élément de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Par ailleurs, nous avons écarté les déficits reportables non comptabilisés au 31 décembre 2014 de la filiale suédoise (soit 0,1 million d'euros) en raison de sa situation fortement déficitaire.

Eléments non pris en compte dans nos travaux d'évaluation

Nous n'avons pas tenu compte, à défaut d'être en mesure de les probabiliser, des indemnisations espérées suite aux actions en justice engagées pour contrefaçon par Nergeco. En particulier, nous rappelons que Nergeco a dû rembourser au premier semestre, suite à un renvoi en Cour d'appel par la Cour de cassation, un montant de 720 milliers d'euros (représentant 1,05 euro par action) précédemment perçu dans le cadre d'une procédure toujours en cours intentée contre Maviflex.

Par ailleurs, bien que la rémunération – hors dividendes - perçue par les deux dirigeants de Nergeco (soit 98 milliers d'euros hors jetons de présence pour les deux dirigeants) paraisse faible au regard des pratiques de place pour des sociétés de taille comparable, nous ne l'avons pas retraitée dans les flux du plan d'affaires.

Toute rémunération additionnelle de 100 milliers d'euros par an, charges patronales incluses aurait un impact négatif de 1,1 million d'euros sur la valeur de la société, soit 1,6 euro par action.

4.21 Référence aux transactions récentes, hors marché, intervenues sur le capital

Le 19 octobre 2015, Assa Abloy a annoncé un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur toutes les actions émises et en circulation composant le capital de la Société, consécutif à son acquisition de 87,77 % du capital et des droits de vote de la Société auprès de Croissance Nergeco (78,74 %) et de certains actionnaires minoritaires (9,03 %).

Le capital de Croissance Nergeco est détenu à hauteur de 20 % par Siparex Croissance, de 12,4 % par Sofimac et de 64,3 % par Valeur Nergeco, société contrôlée par la famille Kraeutler (dirigeants de la Société) et détenue pour une part minoritaire par le management de Nergeco.

La transaction est intervenue suite à un processus de mise en vente concurrentiel débuté en janvier 2015, avec la nomination d'un conseil financier chargé d'approfondir des contacts directs qui avaient été pris par Monsieur Kraeutler. Dans ce cadre, un mémorandum d'informations a été élaboré et un process de due diligence vendeur a été diligenté. Nous avons pris connaissance des 3 offres fermes reçues par les cédants dans le cadre de ce processus et constaté que celle formulée par Assa Abloy était la mieux-disante financièrement. Nous comprenons que cette offre a été substantiellement revue à la hausse durant le process.

Analyse de la convention de prestations de services, d'accompagnement, de consulting et de non concurrence prévue dans le cadre de l'opération

Afin de permettre une bonne intégration des activités de Nergeco avec celles d'Assa Abloy Entrance Systems France SAS, ce dernier a souhaité s'appuyer sur les compétences et l'expertise de Monsieur Bernard Kraeutler et Madame Catherine Kraeutler, respectivement Président Directeur Général et Directeur Général délégué de la Société avant la cession du bloc, afin d'assurer une fonction de management de transition, d'accompagnement et de consultants.

A cet effet, une convention de prestations de services, d'accompagnement, de consulting et de non concurrence a été conclue entre (i) BCK Management, société représentée par Bernard Kraeutler, (ii) Assa Abloy, et (iii) Bernard Kraeutler et Catherine Kraeutler, en date du 16 octobre 2015. Elle s'accompagne d'un engagement de non concurrence.

Il doit être précisé que Monsieur Bernard Kraeutler et Madame Catherine Kraeutler ne seront salariés ou mandataires, ni de la Société, ni d'Assa Abloy.

Cette convention prévoit explicitement que les prestations délivrées seront réalisées par Monsieur Bernard Kraeutler et Madame Catherine Kraeutler, ces derniers ainsi que BCK Management souscrivant par ailleurs un engagement de non concurrence et de non débauchage couvrant la durée du contrat et 2 années supplémentaires.

La convention est signée pour une durée de 3 ans, les parties pouvant décider, après son expiration, d'un commun accord, de négocier un nouveau contrat de services. Assa Abloy dispose d'une capacité de résiliation à tout moment et sans indemnité en cas (i) de violation de l'obligation de non-concurrence, (ii) de fraude ou de détournement d'actifs de Nergeco et (iii) de dépôt ou d'enregistrement des droits de la propriété intellectuelle par Monsieur ou Madame Kraeutler et/ou BCK Management. BCK peut résilier cette convention à l'issue d'une période de deux ans, sous réserve d'un préavis de 6 mois.

Nous avons pris connaissance des conditions financières de cette convention et nous nous sommes entretenus avec l'Initiateur qui nous en a confirmé l'étendue ainsi que ses attentes vis-à-vis de Monsieur et Madame Kraeutler.

Le montant annuel a été comparé (i) aux rémunérations versées par Nergeco à Monsieur et Madame Kraeutler entre 2012 et 2014, (ii) à ces rémunérations majorées des dividendes perçus, (iii) aux rémunérations versées par le groupe Assa Abloy à certains de ses cadres dirigeants en Europe, (iv) aux rémunérations proposées par Assa Abloy aux managers de deux sociétés récemment acquises en Europe et (v) aux éléments de rémunération publiés par d'autres entreprises de taille similaire.

A l'issue de cette analyse, nous sommes d'avis que la rémunération de BCK Management prévue par la convention précitée correspond aux standards actuels de marché pour ce type de prestation, compte tenu du fait qu'elle rémunère également une clause de non concurrence courant deux années après l'échéance du contrat (soit fin 2020). La convention de services signée avec Monsieur Bernard Kraeutler et Madame Catherine Kraeutler au travers de leur société BCK Management n'est ainsi pas de nature à rompre l'égalité entre actionnaires.

Au vu de ces éléments, cette transaction, réalisée au prix de 37,735 euros par action, ayant permis d'acquérir plus de 87 % du capital, dont 39 % auprès de la famille Kraeutler, 18 % auprès du management et 30 % auprès d'actionnaires non dirigeants, constitue une référence essentielle.

4.22 Actualisation des flux de trésorerie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus 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.

Cette analyse est réalisée sur la Société « stand alone », à l'exclusion de toutes éventuelles synergies liées à l'opération.

Période d'extrapolation et flux normatif

Compte tenu des niveaux de croissance affichés en 2017, des perspectives attendues en termes de développement de l'activité à l'international, et de l'évolution envisagée du mix produits, nous avons prolongé la période du plan de 3 années pour faire tendre l'activité vers des niveaux plus normatifs. La prolongation du plan d'affaires sur la période 2018-2020 et la détermination de la valeur terminale reposent sur les hypothèses suivantes :

- une convergence de la croissance du chiffre d'affaires par grandes régions (France, International, USA, Australie et Suède) vers un niveau de 1,50 %, permettant de capter sur la période de prolongation une croissance annuelle moyenne de 4,7 %, supérieure à la croissance historique moyenne annuelle générée par la société (1,5 % sur 10 ans) ;
- une convergence de la marge d'EBITDA vers un niveau de 9,6 %, reflet de la marge attendue au titre de l'exercice 2015, et légèrement supérieur à la moyenne observée sur la période 2013-2017 (9,3 %) ;
- une convergence des niveaux de dotations aux amortissements et de CAPEX vers 1,5 %, en ligne avec l'effort d'investissement (y compris leasing) observé sur l'horizon du plan ;
- un niveau de BFR constant représentant 90 jours de chiffre d'affaires, étant précisé que les contraintes organisationnelles liées au fort développement de l'activité Internationale (stockage et délais de livraisons plus importants) et à l'évolution du mix produit (les portes composites nécessitent un temps de stockage des matières premières supérieur à celui des portes en acier) devraient être compensées par des délais de règlement clients plus rapides qu'en France, la politique d'approvisionnement restant, toute chose égale par ailleurs, inchangée ;
- un taux d'impôt de 33,5 %, taux effectif d'impôt de la Société.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5 %, légèrement inférieur aux estimations d'inflations à long-terme des principales zones géographique sur lesquelles le groupe opère (dont la moyenne pondérée s'établit à 1,9 %[4]), en raison d'un effet prix historiquement très faible.

Les taux de croissance à l'infini retenus par les analystes suivant les sociétés comparables varient dans une fourchette comprise entre 1,0 % et 3,0 %.

[4] Source FMI – prévisions à avril 2015

Taux d'actualisation

La détermination du taux d'actualisation repose sur la méthode du coût moyen pondéré du capital, à savoir :

- la détermination du coût du capital par application de la méthode du MEDAF, reposant sur les paramètres suivants :
  - un bêta désendetté de 1,23, correspondant à la moyenne des bêtas historiques de l'échantillon final de sociétés comparables détaillé au 4.23 ci-après, présentant un coefficient de corrélation satisfaisant (source : Datastream[5] au 30 octobre 2015) ;
  - une prime de risque de 6,85 % (Associés en Finance, à fin octobre 2015) ;
  - un taux sans risque, calculé par différence entre le rendement espéré du marché (Associés en Finance, à fin octobre 2015) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 0,20 % ;
  - une structure financière (D/C+D) de 11,4 %, correspondant à la structure financière médiane de l'échantillon final des sociétés comparables ;
- la détermination du coût de l'endettement net, reposant sur les paramètres suivants :
  - coût de la dette de 3,15 % reflétant le coût moyen des financements accordés au groupe ;
  - d'un taux d'impôt sur les sociétés de 34,43 % correspondant au taux applicable en France ;
  - une structure financière (D/C+D) correspondant à la structure financière médiane de l'échantillon final des sociétés comparables (cf. *supra*).
- une prime spécifique forfaitaire de 200 bps a été intégrée pour refléter :
  - le risque lié au montant d'activité significatif restant à réaliser en fin d'année afin d'atteindre les chiffres budgétés au titre de l'exercice 2015 ;
  - les risques d'exécution et de mise en œuvre du plan de développement au regard de ses objectifs ambitieux à l'international jamais atteints par le passé ;
  - la taille réduite de Nergeco par rapport aux sociétés de l'échantillon rendant la société très sensible à tout évènement de marché défavorable ;
  - l'absence de profondeur du carnet de commande ;
  - le fort *intuitu personae* de son dirigeant fondateur.

Au total, le taux d'actualisation utilisé sur le plan d'affaires s'élève à 10,52 %, arrondi à 10,5 %.

Pour information, le taux d'actualisation retenu en 2014 par la Société pour ses impairment tests s'élève à 11 %.

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année, à compter du 30 octobre 2015.

[5] A défaut de corrélation suffisante des bêtas issus de Capital IQ, nous avons retenu ces mêmes données issues de Datastream

Calculs de valeur

Sur ces bases, la valeur d'entreprise s'établit à 24,2 millions d'euros (dont 68 % sont liés à la valeur terminale). La valeur des fonds propres s'établit à 23,9 millions d'euros après prise en compte des éléments de dette nette et des économies liées aux déficits reportables. La valeur par action ressort à 34,78 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance à l'infini et +/- 0,5 point de taux d'actualisation,
- +/- 0,5 point de marge d'EBITDA terminale et +/- 0,5 point de taux d'actualisation,

sont présentées ci-après. Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

Sensibilité taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

		Taux de croissance à l'infini				
		1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
WACC	9,50%	38,05 €	38,59 €	39,17 €	39,79 €	40,45 €
	10,00%	35,89 €	36,36 €	**36,84 €**	37,36 €	37,91 €
	10,50%	33,97 €	**34,36 €**	**34,78 €**	**35,22 €**	35,68 €
	11,00%	32,24 €	32,57 €	**32,93 €**	33,30 €	33,69 €
	11,50%	30,67 €	30,96 €	31,26 €	31,58 €	31,92 €

Sensibilité taux d'actualisation et marge d'EBITDA

		Marge d'EBITDA				
		8,60%	9,10%	9,60%	10,10%	10,60%
WACC	9,50%	35,01 €	37,09 €	39,17 €	41,25 €	43,33 €
	10,00%	32,98 €	34,91 €	**36,84 €**	38,77 €	40,70 €
	10,50%	31,18 €	**32,98 €**	**34,78 €**	**36,57 €**	38,37 €
	11,00%	29,57 €	31,25 €	**32,93 €**	34,61 €	36,29 €
	11,50%	28,11 €	29,69 €	31,26 €	32,84 €	34,41 €

Selon cette méthode, la valeur par action de la Société ressort dans une fourchette de 32,93 euros à 36,84 euros, avec une valeur centrale à 34,78 euros par action.

Le prix proposé offre une prime de 8,7 % par rapport à la valeur centrale résultant de l'analyse des flux futurs actualisés du plan d'affaires.

4.23 Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité ou présentant un profil économique et financier comparable aux agrégats jugés pertinents.

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant 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 des marges,
- perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge.

Dans le but de constituer cet échantillon, nous avons analysé l'activité de Nergeco telle que présentée dans sa communication financière ainsi qu'à l'occasion de nos contacts avec le management et étudié les notes de brokers des sociétés cotées exerçant une activité comparable à celle de Nergeco ou présentant un profil économique et financier proche de celui de Nergeco.

Compte tenu des spécificités du secteur d'activité de Nergeco, il n'existe que très peu de sociétés cotées qui lui soient parfaitement comparable. Nous présentons donc cette méthode à titre secondaire.

Nous avons étudié un échantillon de 12 sociétés intervenant dans le secteur de la fourniture d'équipements industriels.

Nous avons identifié quatre sous-groupes de sociétés comparables :

- des sociétés de plus grande taille que Nergeco, produisant et distribuant des portes industrielles à sections souples et rigides à l'international *(Agta Record, Sanwa Holdings Corporation*) ;
- des sociétés plus diversifiées et de plus grande taille que Nergeco, disposant d'une activité de fabrication et commercialisation de portes industrielles *(Assa Abloy, Dorma+Kaba, Groupe Gorgé, Mercor SA)* ;
- des sociétés dont le modèle économique est comparable à celui de Nergeco, produisant et distribuant des équipements structurels à durée de vie longue à destination des industriels *(Konecranes, Lindab International, Gérard Perrier)* ;
- des sociétés présentant un profil financier (capitalisation boursière, taux de croissance annuel moyen, profil de marge, …) comparable à celui de Nergeco (*Datron, Masterflex, Biesse*).

Les profils de croissance du chiffre d'affaires et de taux de marges des sociétés de l'échantillon sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Structures financières des comparables

en millions d'euros	Pays	Market Cap	CA 2014	CAGR 14r-17e	Marge d'EBITDA 2014	Marge d'EBITDA 2015e	Marge d'EBITDA 2016e	Marge d'EBITDA 2017e	Marge d'EBIT 2014	Marge d'EBIT 2015e	Marge d'EBIT 2016e	Marge d'EBIT 2017e
Distribution de portes industrielles à sections souples et rigides												
Agta Record AG	CH	576	266	8,7%	14,4%	13,7%	14,4%	14,5%	11,1%	11,5%	12,1%	12,3%
Sanwa Holdings Corporation	Jap.	1 513	2 462	6,0%	9,8%	10,2%	10,5%	10,5%	7,5%	7,7%	8,0%	8,4%
Distribution de portes industrielles ou systèmes de fermeture pour l'industrie												
Groupe Gorgé SA	Fr	301	228	13,0%	7,7%	9,1%	10,4%	11,8%	6,9%	6,3%	7,8%	9,4%
ASSA ABLOY AB	Suède	18 572	6 070	10,3%	18,1%	18,4%	18,6%	19,0%	16,0%	16,4%	16,6%	16,9%
dorma+kaba Holding AG	CH	2 336	919	38,9%	15,3%	14,0%	15,6%	15,0%	13,0%	10,5%	13,1%	15,0%
Mercor SA	PL	36	48	n.a.	9,7%	12,7%	13,6%		7,9%	10,2%	10,9%	
Equipementiers produisant des équipements structurels à durée de vie longue												
Konecranes Plc	Fin.	1 382	2 012	3,4%	7,2%	7,0%	8,6%	9,4%	5,7%	5,3%	6,1%	6,8%
Lindab International AB	Suède	496	748	5,8%	9,6%	8,5%	9,3%	9,7%	7,4%	6,2%	7,1%	7,6%
Gerard Perrier Industrie Société	Fr	142	148	6,2%	10,0%	10,2%	10,0%	10,0%	8,9%	9,0%	8,8%	8,8%
Société présentant un profil financier comparable à celui de Nergeco												
Datron AG	All.	36	38	10,3%	9,4%	9,8%	12,1%	12,6%	7,6%	8,1%	10,7%	11,2%
Masterflex SE	All.	55	63	7,1%	14,0%	13,6%	14,8%	15,1%	9,5%	9,7%	10,9%	11,3%
Biesse S.p.A.	Ita.	396	429	8,16%	8,0%	11,2%	12,2%	13,0%	6,1%	7,8%	9,1%	10,0%
Moyenne					**11,1%**	**11,5%**	**12,5%**	**12,8%**	**9,0%**	**9,1%**	**10,1%**	**10,7%**

Source : Capital IQ, RLCF

Nous avons écarté de notre échantillon final les sociétés suivantes :

- Agta Record, Masterflex et Gérard Perrier Industries, dont la liquidité nous paraît insuffisante pour considérer le cours de bourse comme étant représentatif d'une valeur pertinente ;
- Assa Abloy et Dorma+kaba dont la diversité des activités, les tailles significatives et le profil de marge les rendent peu comparables à Nergeco ;
- Groupe Gorgé, dont le taux de croissance annuel moyen attendu sur la période 2015-2017 est significativement plus élevé que celui de Nergeco, et qui, contrairement à Nergeco, capitalise une part significative de ses dépenses de R&D, que nous n'avons pas été en mesure, par manque d'information, de retraiter de l'EBITDA prospectif.

Nous avons analysé les multiples d'EBITDA et d'EBIT, usuellement retenus dans le secteur, et avons écarté le multiple de chiffre d'affaires qui ne permet pas de tenir compte de l'écart de profitabilité entre les sociétés.

Multiples boursiers

	EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e
Distribution de portes industrielles à sections souples et rigides						
Sanwa Holdings Corporation	5,4x	5,0x	4,8x	7,1x	6,5x	6,0x
Distribution de portes industrielles ou systèmes de fermeture pour l'industrie						
Mercor SA	6,9x	6,3x	n.a.	8,6x	7,9x	n.a.
Equipementiers produisant des équipements structurels à durée de vie longue						
Konecranes Plc	11,2x	9,0x	7,9x	14,7x	12,7x	11,0x
Lindab International AB	9,9x	8,7x	8,0x	13,7x	11,4x	10,2x
Société présentant un profil financier comparable à celui de Nergeco						
Datron AG	7,6x	5,6x	4,9x	9,1x	6,3x	5,5x
* Biesse S.p.A.	n.c.	n.c.	n.c.	11,0x	9,0x	7,8x
Moyenne	**8,2x**	**6,9x**	**6,4x**	**10,7x**	**9,0x**	**8,1x**
Médiane	**7,6x**	**6,3x**	**6,4x**	**10,1x**	**8,4x**	**7,8x**

** Le multiple d'EBITDA a été écarté en raison de la différence de politique comptable en matière d'activation des dépenses de R&D*

Source : Capital IQ

La valeur d'entreprise (VE) des sociétés de l'échantillon est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible (retraité de la valeur comptable des impôts différés actifs (IDA), actifs financiers, provisions et acomptes non consommés sur contrats long-terme) et des intérêts minoritaires.

Pour la capitalisation boursière, nous avons retenu le cours moyen pondéré un mois au 30 octobre 2015. Nous avons déterminé les multiples 2015, 2016 et 2017 prévisionnels sur la base du consensus S&P Capital IQ. Nous nous sommes assurés que la prise en compte du cours spot en date de nos travaux ne modifiait pas nos conclusions.

Pour l'évaluation de Nergeco, nous retenons, comme pour les sociétés de l'échantillon, la valeur comptable des actifs d'impôts différés (soit 0,2 million d'euros). En effet, la plupart des sociétés de notre échantillon disposent de reports déficitaires significatifs dont la valeur n'est pas pleinement représentée au bilan.

A titre d'information, la valeur actuelle des économies d'impôts liées aux déficits reportables représente une valeur de 0,28 euro par action, nette de la prise en compte de leur valeur comptable.

La méthode conduit à des valeurs comprises entre 33,29 € et 40,12 euros par action. Le prix proposé fait ressortir des décotes / primes comprises entre -5,8 % et 13,5 % sur ces valeurs.

Il convient de noter que la valeur obtenue en haut de fourchette repose sur les prévisions 2017 qui extériorisent, pour Nergeco, une croissance sensiblement supérieure à celle des sociétés de l'échantillon.

4.3 Méthodes d'évaluation présentées à titre d'information

4.31 Méthode du rendement

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes prévisionnels, ou à capitaliser à l'infini le dernier dividende connu dès lors que la société se trouve être sur un secteur mature et dispose d'une très bonne visibilité avec un taux de distribution élevé.

Toutefois, cette méthode présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement, tels que décidés par la Direction.

Elle n'a en conséquence été retenue qu'à titre d'information.

Au cas d'espèce, la Société a régulièrement distribué des dividendes au cours des 5 dernières années, extériorisant un Payout ratio moyen de 25 % (32 % en 2014), inférieur à celui observé sur les indices CAC Small[5] et CAC All-Tradable[6], s'établissant respectivement à 37 % et 42 %.

L'application du taux de rendement observé à ce jour sur les indices CAC All-Tradable et CAC small (soit respectivement 2,53 % et 2,52 %[7]) aux dividendes distribués en 2014 par Nergeco conduirait à extérioriser une valeur théorique comprise entre 31,8 euros et 31,9 euros par action.

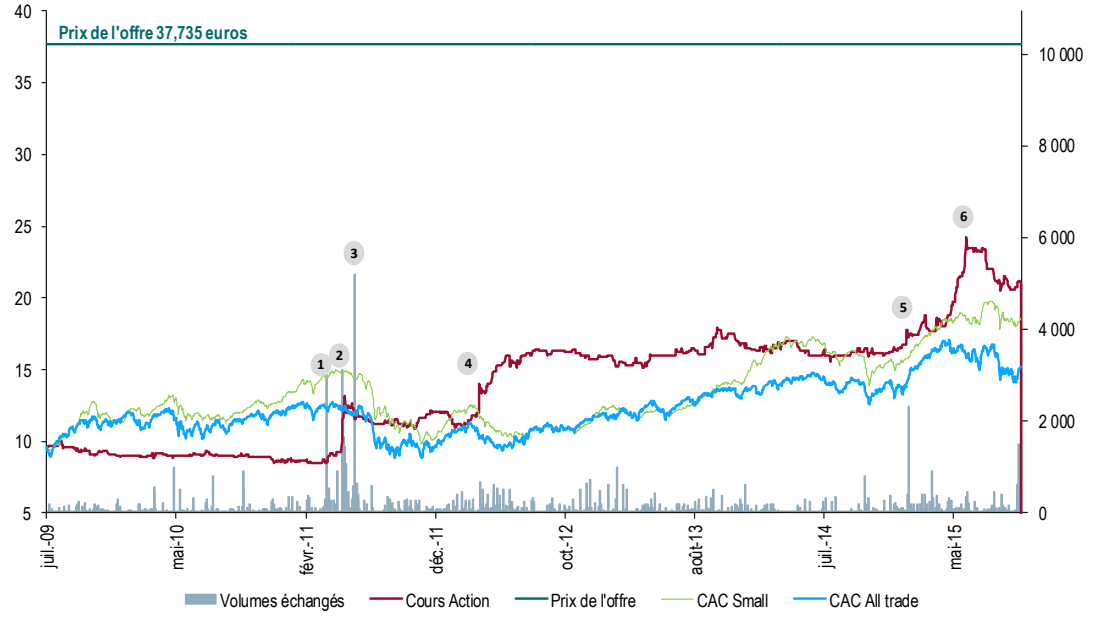
[6] Hors sociétés ne distribuant pas de dividendes et sociétés présentant un payout ratio supérieur à 1

[7] Calculs réalisés sur la base du dividende par action rapporté au cours spot en date du 30 octobre 2015

4.32 Référence au cours de bourse

L'action de Nergeco est cotée depuis 1997. Elle est négociée sur le compartiment C de NYSE Euronext Paris, sous le code ISIN : FR0000037392.

Evolution du titre Nergeco depuis le 1er juillet 2009 (en euros)



Source : Capital IQ

Légende

	Date	Actualités
1	avr.-11	Publication des résultats 2010, chiffre d'affaires en hausse de 10%
2	mai-11	Convocation à l'Assemblée Générale comprenant un projet de rachat d'actions
3	juin-11	Ouverture du programme de rachat d'actions par la société à 25€ maximum
4	avr.-12	Résultats 2011, progression de 8,7% du chiffre d'affaires et amélioration de 40% de l'EBIT
5	avr.-15	Résultats 2014, progression de 7% du chiffre d'affaires et amélioration de 62% du résultat net
6	mai-15	Annonce du versement d'un dividende de 0,80€ par action

Sur les deux dernières années, le titre Nergeco a progressé de 27 %.

L'année 2014 a été marquée par une relative stabilité du cours sur la période (+0,4 % entre le 2 janvier 2014 et le 2 janvier 2015), clôturant l'année 2014 à 16,55 € par action.

Malgré l'absence d'information particulière, les quatre premiers mois de l'année 2015 ont été marqués par une hausse régulière du cours, qui est passé de 16,50 euros au 2 janvier 2015 à 18,75 euros au 30 avril 2015 (+14 %).

Après une forte progression du cours suite à la publication des chiffres d'activité de 2014 (+25 % entre le 31 avril 2015 et le 30 juin 2015) lui permettant d'atteindre, en date du 8 juin 2015, un plus haut historique à 24,25 € par action, le troisième trimestre 2015 a été marqué par une lente correction du cours qui s'est stabilisé à 21 euros par action.

Le dernier cours coté avant annonce de l'opération s'établit à 21 €, soit une capitalisation boursière de 14,7 millions d'euros.

Depuis l'annonce de l'opération, le titre n'a jamais dépassé le prix offert de 37,8 euros.

Les principales caractéristiques du titre Nergeco à la clôture de la dernière séance avant la suspension de cotation (15 octobre 2015) sont résumées dans le tableau ci-dessous :

Données boursières à la clôture avant suspension (15 octobre 2015)

Cours - en €	15/10/2015	Liquidité	en Milliers
Spot	**21,0**	Moyenne volume/jour 1 mois	0,1
Capi. boursière en M€	14,7	Moyenne volume/jour 3 mois	0,1
Moyen pondéré 1 mois	21,1	Moyenne volume/jour 6 mois	0,1
Moyen pondéré 3 mois	21,2	Somme volume 1 an	20
Moyen pondéré 6 mois	21,4	NOSH	700
Moyen pondéré 12 mois	19,3	Flottant	12,4%
Plus haut 12 mois	24,3	Rotation du capital 1 an	2,9%
Plus bas 12 mois	16,0	Rotation du flottant 1 an	23,5%

Source : Datastream

Le prix de 37,8 euros par action fait ressortir une prime de 80 % par rapport au prix spot du 15 octobre 2015 (dernière cotation avant l'annonce de l'opération) et une prime comprise entre 76,3 % et 79 % par rapport au cours moyen pondéré sur 6 mois et 1 mois précédant cette date.

Nous retenons la méthode du cours de bourse seulement à titre d'information car nous considérons que la liquidité du titre Nergeco est trop faible pour que cette méthode soit jugée satisfaisante.

Objectifs de cours des analystes

Aucune note d'analyste n'a été publiée récemment sur Nergeco.

5. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information

5.1 Présentation des méthodes écartées

L'établissement présentateur a écarté les méthodes suivantes : Actif Net Comptable, Actif Net Réévalué, méthode des transactions comparables.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

5.2 Présentation des méthodes retenues

L'établissement présentateur a retenu les méthodes suivantes :

- la référence aux transactions hors marché sur le capital de Nergeco,
- l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- la méthode des comparables boursiers,
- l'analyse du cours de bourse,
- la méthode du dividend yield.

Nous n'avons pas de divergence sur les méthodes retenues. Nous avons cependant présenté la méthode des comparables boursiers à titre secondaire et la méthode du dividend yield et l'analyse du cours de bourse à titre d'information.

5.3 Données financières

Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par l'établissement présentateur s'élève à 688 487 actions Nergeco, soit le nombre de titres en circulation au 13 octobre 2015 (700 000) corrigé de l'autodétention (11 513 titres).

Nous n'avons pas de commentaire sur le nombre d'actions retenu.

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

L'établissement présentateur retient une situation de dette nette financière pour un montant de 0,5 millions d'euros ; il valorise également de manière séparée les économies d'impôts liées aux déficits reportables pour 0,5 millions d'euros.

Nous retenons pour notre part un montant de dette nette ajustée au 13 octobre 2015 de 0,7 million d'euros (y compris provisions pour 0,2 million d'euros), et une valorisation des déficits reportables estimée à 0,4 million d'euros.

La différence entre notre dette nette ajustée et celle de l'établissement présentateur s'explique principalement par la prise en compte, dans nos calculs, des provisions ayant un caractère de dette à hauteur de 0,2 millions d'euros et par une légère différence sur le montant des économies d'impôts.

5.4 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

Prévisions retenues

L'établissement présentateur a utilisé le plan d'affaires du management sur la période 2015-2017 sans y apporter de correction.

Il a procédé à une extrapolation de l'activité sur la période 2018-2020 suivie d'une décroissance de la rente à horizon 2030 en retenant les principales hypothèses suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du nombre de portes vendues de 2,8 % ;
- une marge d'EBITDA se dégradant de 50 bps au cours de la période d'extrapolation puis déclinant progressivement pour atteindre 9,5 % en année terminale.

Nous avons également retenu le plan d'affaires du management sans y apporter de correction. Nous avons intégré une période d'extrapolation de trois ans faisant ressortir une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 4,7 % et une convergence progressive de la marge d'EBITDA à 9,6 %.

Paramètres financiers

L'établissement présentateur retient un taux d'actualisation de 11 % correspondant au taux retenu par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation, s'inscrivant dans la fourchette de taux qu'il obtient selon

les données d'Associés en Finance à fin septembre 2015, ajustées en fonction du coefficient pondérateur lié à la taille du flottant de la Société.

Nous avons fondé nos travaux sur un taux d'actualisation de 10,5 % reposant sur les données d'Associés en Finance à fin octobre 2015, intégrant une prime forfaitaire de 2 % pour refléter notamment la taille réduite de la Société et le risque d'exécution du plan d'affaires au regard des performances passées dans une vision stand-alone.

Concernant la croissance à l'infini, l'établissement présentateur a retenu un taux de 1,5 %, identique à celui que nous avons retenu.

Enfin, l'établissement présentateur actualise les flux en fin de période en date du 1er octobre 2015. Nous avons actualisé à mi-période en date du 13 octobre 2015.

Résultats

Sur la base des éléments présentés ci-avant, l'établissement présentateur conclut à une fourchette de valeur par action (y compris valorisation des déficits reportables) entre 31,96 euros et 35,91 euros, soit une valeur moyenne centrale de 33,94 euros.

Nos travaux conduisent à une valeur par action comprise entre 32,93 euros et 36,84 euros (y compris valorisation des déficits reportables), soit une valeur centrale à 34,78 euros.

5.5 Méthodes analogiques

Méthode des comparables boursiers

L'établissement présentateur présente cette méthode à titre principal.

Nous avons pour notre part retenu cette méthode à titre secondaire, compte tenu du nombre limité de sociétés exerçant une activité strictement comparable à celle de Nergeco. Outre les quatre sociétés retenues par l'établissement présentateur (Sanwa, Konecranes, Biesse, Datron), notre échantillon comporte 2 sociétés additionnelles, à savoir Mercor SA et Lindab International AB, groupes fabriquant et commercialisant respectivement (i) des portes industrielles ou des systèmes de fermeture pour l'industrie et (ii) des équipements industriels à durée de vie longue.

L'établissement présentateur retient le multiple de valeur d'entreprise rapporté à l'EBITDA pour les années 2015, 2016 et 2017, qui fait ressortir des valeurs du titre Nergeco dans une fourchette comprise entre 32,1 euros et 37,9 euros.

Nous n'avons pas d'observation sur les multiples retenus. Nous avons cependant, contrairement aux établissements présentateurs, utilisé également les multiples d'EBIT 2015, 2016 et 2017. Les valeurs ressortant de nos travaux s'établissent entre 33,29 et 40,12 euros par action.

Méthode des transactions comparables

Cette méthode a aussi été écartée par l'établissement présentateur.

L'établissement présentateur indique avoir analysé 12 transactions en Europe et aux Etats-Unis dans le secteur des portes et fenêtres industrielles depuis 60 mois et 27 transactions en Europe dans le secteur des portes de garages et volets roulants depuis 48 mois. Faute d'information disponible, la méthode n'a pas été retenue par l'établissement présentateur.

Nous avons, pour notre part, analysé 16 transactions intervenues au cours des 36 derniers mois dans le secteur des portes industrielles, quelle que soit la localisation des acteurs. Cette analyse nous a également conduit à écarter cette méthode, faute d'information suffisante sur les transactions récentes.

5.6 Analyse du cours de bourse

Nous n'avons pas de commentaires sur les analyses de l'établissement présentateur. Les légères différences observées sur l'analyse de la liquidité tiennent à l'utilisation de périodes d'analyse et de bases de données différentes.

5.7 Analyse de la méthode du rendement

L'établissement présentateur capitalise le dernier dividende versé par la Société sur la base d'un taux de rendement compris dans une fourchette entre :

- 2,9 %, correspondant au rendement moyen du dividende des sociétés de l'indice CAC All-tradable, hors sociétés ayant des payout ratios supérieurs à 1 ;
- 2,2 %, correspondant au rendement moyen observé sur un échantillon de 20 sociétés industrielles à forte exposition B-to-B.

Nous retenons pour notre part un taux de rendement compris entre 2,52 % et 2,53 % correspondant au rendement moyen du dividende des sociétés de l'indice CAC Small 90 et CAC All-Tradable, hors sociétés ne distribuant pas de dividende et sociétés dont le payout ratio est supérieur à 1.

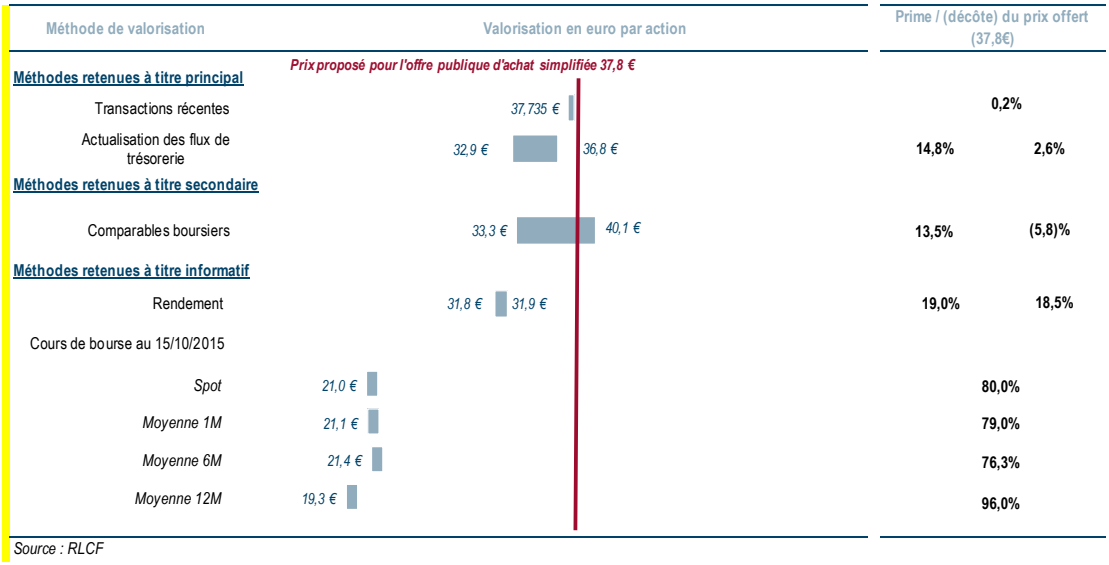
Sur la base des éléments présentés ci-avant, l'établissement présentateur conclut à une fourchette de valeur par action comprise entre 27,9 euros et 37,0 euros.

Nos travaux conduisent à une valeur par action comprise entre 31,8 euros et 31,9 euros.

6. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 37,8 euros par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs de Nergeco résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :



Source : RLCF

Ces primes sont calculées par rapport à la valorisation de l'action Nergeco avant opération (« stand alone »), c'est-à-dire sans prise en compte de l'incidence des synergies potentielles susceptibles d'être dégagées à l'issue de l'opération.

L'Initiateur nous a confirmé qu'aucune synergie de coûts significative n'était anticipée. Des synergies de revenus sont envisageables mais l'Initiateur nous a confirmé qu'elles n'étaient pas précisément identifiées et inchiffrables à ce stade.

Il doit être rappelé que le plan d'affaires utilisé tient cependant compte d'une croissance soutenue à l'international qui devrait être plus aisément réalisable avec le soutien du groupe Assa Abloy.

6.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Nous avons été désignés en qualité d'expert indépendant par la Société sur le fondement des articles (i) 261-1 I 1° et II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société puisque celle-ci est désormais sous contrôle de l'Initiateur et que les principaux cédants étaient dirigeants de la Société jusqu'à la cession et (ii) 261-1 II, dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Notre mission vise à apprécier le caractère équitable du prix offert par Assa Abloy aux actionnaires de la Société dans le cadre de la procédure d'offre publique d'achat simplifiée prévue à l'article 233-I 2° du règlement général de l'AMF ainsi que de l'éventuelle mise en place d'un retrait obligatoire tel que prévu à l'article 237-1 du même règlement.

Le prix proposé aux porteurs de titres de la Société s'établit à 37,8 euros par action.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 37,8 euros par action :

- est très légèrement supérieur au prix de 37,735 euros proposé dans le cadre de l'acquisition, par Assa Abloy, auprès des dirigeants de la Société via Croissance Nergeco et d'autres actionnaires minoritaires de 87,77 % du capital de la Société, à l'issue d'un processus de mise en vente concurrentiel. Après analyse du contrat de prestations de services conclu entre les principaux cédants (la famille Kraeutler cède 39 % du capital) et l'Initiateur, en l'absence d'éléments pouvant avoir une incidence sur les conditions financières de l'opération, nous considérons que le prix ressortant de la transaction portant sur un bloc majoritaire constitue une référence essentielle ;
- fait ressortir une prime de 8,7 % par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société et présenté dans le document de due diligence vendeur dans le cadre du processus de vente, étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;
- fait ressortir des primes / décotes comprises entre -5,8 % et 13,5 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des comparables boursiers présentée à titre secondaire, compte tenu de l'absence de société parfaitement comparable.

Bien que la pertinence du cours de bourse soit limitée compte tenu de la faible liquidité du titre, nous notons que le prix offre des primes conséquentes par rapport à celui-ci : entre 80 % par rapport au dernier cours coté avant annonce de l'opération et 76,3 % par rapport au cours moyen pondéré sur 6 mois. L'opération offre ainsi aux actionnaires de Nergeco une liquidité immédiate à un prix significativement supérieur aux cours observés sur les 6 derniers mois. Nous notons par ailleurs que depuis l'annonce du projet d'Offre le 19 octobre 2015, le cours de la Société n'a pas dépassé le prix offert.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 37,8 euros par action que l'Initiateur envisage d'offrir dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société. Cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de la présente Offre si les actionnaires minoritaires de Nergeco ne représentaient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

Paris, le 6 novembre 2015

Alban Eyssette **Sonia Bonnet-Bernard**

ANNEXES

ANNEXE 1 : ECHANTILLON DE TRANSACTIONS

Multiples extériorisés par les transactions comparables

Sociétés	Date	EV / CA			EV / EBITDA			EV / EBIT		
		n-2	n-1	n	n-2	n-1	n	n-2	n-1	n
Distribution de portes industrielles										
L-Door Group	*11-mai-15*									
Chase Industries	*17-sept.-14*									
Alpha Deuren International BV	*1-mai-14*	1,1x	1,1x					8,6x		
NASSAU Industrial Doors Ltd	*6-mars-14*									
Isea France	*16-janv.-14*									
Amarr Garage Doors	*7-nov.-13*									
Ascot Doors Ltd	*15-oct.-13*									
Montering Service AS Norport	*24-janv.-13*									
ACE	*29-août-12*									
DYNACO Europe	*23-janv.-12*									
Distribution de portes anti-feu										
Huasheng	*14-oct.-13*									
Xinmao	*14-oct.-13*									
Mercor SA (division porte anti-feu)	*6-sept.-13*		1,2x							
Gesop SAS	*18-juil.-13*									
Sherlock, s.r.o.	*5-avr.-13*									
Shanthou Longhu Sanhe Metal Holdings	*2-mai-12*									
Moyenne		**1,1x**	**1,2x**					**8,6x**		

Source : MergerMarket, Presse, Rapports annuels des sociétés

Il convient également de signaler qu'en octobre 2010, Assa Abloy a acquis une participation de 39 % au capital d'Agta Record, un de ses principaux concurrents. Cette acquisition stratégique réalisée sur la base d'un multiple d'EBIT de 18,7x a permis à Assa Abloy d'asseoir sa position parmi les leaders mondiaux du marché des portes automatiques.

ANNEXE 2 : 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 support aux contentieux.

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

Ricol Lasteyrie Corporate Finance est depuis avril 2015 membre du réseau EY.

ANNEXE 3 : MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES DEPUIS LE 1ER JANVIER 2012

Depuis le 1er janvier 2012, Ricol Lasteyrie 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'opération
mai-15	**Stallergènes**	Ares Life Sciences	BNP Paribas	Rapprochement avec AresAllergy Holdings Inc
mars-15	**O2i**	Prologue	Invest Securities	OPE
nov.-14	**Bull**	Atos SE	Rothschild, Natixis	OPR-RO
oct.-14	**Utopia**	Utopia Management CLdN	N/A	OPR (1)
août-14	**Guy Degrenne**	Diversita	N/A	Augmentations de capital réservées
avr.-14	**Boursorama**	Société Générale	Société Générale	OPAS
janv.-14	**Orège**	Eren	Société Générale, Invest Securities	OPAS
sept.-13	**Osiatis**	Econocom	Oddo Corporate Finance	Offre mixte
mars-13	**Siparex Croissance**	Siparex Croissance	Neuflize 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 Sucreries / Société Sucrière de Pithiviers le Vieil**	Cristal Union et Champenoise de Gestion / Cristal Union et Vermandoise de Sucreries	CA CIB	OPAS

ANNEXE 4 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie Corporate Finance adhère depuis le 1er 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 5 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 100 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 6 : 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 notes d'analyse sur le secteur et les sociétés comparables
Appréciation du contexte de l'Offre : • échanges avec l'Initiateur • échanges avec le conseil financier du cédant • analyse du processus de vente • analyse des accords signés
Analyse du contrat de prestation de services
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de Nergeco
Analyse du cours de bourse : • analyse du flottant et de la liquidité • analyse de l'évolution du cours
Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels : • analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société • travaux d'évaluation • analyses de sensibilité
Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation des versements de dividendes : • analyse des versements de dividendes historiques • étude des rendements de titres comparables
Mise en œuvre d'approches d'évaluation analogiques • constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables • recherche de transactions comparables • détermination des multiples et des valeurs en découlant
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 et comité d'attestation
Rédaction du rapport

ANNEXE 7 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Désignation de Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'expert indépendant par la Société Nergeco : 15 septembre 2015
- Réunion de présentation de l'opération : 21 septembre 2015
- Réunions et contact avec le management de Assa Abloy : 6 octobre 2015
- Contacts avec l'établissement présentateur : 9 et 12 octobre 2015
- Réunions et contacts avec le management de Nergeco : 14 et 21 octobre 2015
- Remise d'un pré-rapport : 28 octobre 2015
- Remise du rapport définitif : 6 novembre 2015

ANNEXE 8 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Nergeco

- Bernard Kraeutler – Président Directeur Général
- Denis Roche – Directeur opérationnel international

Banque conseil de Nergeco Croissance, Clairfield International

- Jean-Noël Combasson – Associé

Expert-comptable de Nergeco, Mazars

- Raphaëlle Faure - Associée
- Jean-Michel Jamon - Associé

Assa Abloy

- Jan Barsballe – Vice President, Business Development
- Anders Rosén – Manager, Corporate Finance

Avocats de l'Initiateur, Franklin Paris

- Mark Richardson – Avocat
- Céline Maironi-Persin - Avocat

Etablissement présentateur, Neuflize OBC

- Geoffroy Catrice – Directeur
- Jean-Christophe Liard – Sous-Directeur

ANNEXE 9 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par Nergeco et ses conseils :
  - Information Memorandum de la banque conseil ;
  - Vendor Due Diligence réalisée par Grant Thornton ;
  - Documents financiers (plan d'affaires, situations intermédiaires, …) ;
  - Documents juridiques.
- Informations significatives communiquées par l'avocat de l'Initiateur :
  - Accords de cession ;
  - Contrat de prestation de services.
- Informations significatives communiquées par l'établissement présentateur :
  - Rapport de valorisation.
- Informations de marché :
  - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
  - Données de marché : Capital IQ, Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 10 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, Associée Gérante, diplômée d'expertise comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de plus 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).
- Alban Eyssette, Associé, diplômé de l'ESC Toulouse et de Paris Dauphine (DESS 225 de Finance d'Entreprise), justifiant d'une expérience de plus de 15 ans comme analyste financier et directeur de la recherche actions, est présent chez Ricol Lasteyrie depuis 2008. Il est administrateur de la Société Française des analystes financiers (SFAF).
- Alexandre Pfeiffer, Senior Manager, diplômé d'expertise comptable, ancien Manager en Audit Grands comptes de Mazars Paris, dispose d'une solide expérience en audit financier, complétée d'une expertise en évaluation d'entreprise et assistance à partie dans le cadre de contentieux acquise au sein du cabinet Cailliau Dedouit & Associés. Alexandre a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en 2014 et participe essentiellement à des missions de Corporate Finance et d'évaluations.
- Jean-Laurent Lebon, Senior Analyste, diplômé de l'Université Paris Dauphine (Master 2 Comptabilité Contrôle Audit) et du DESCF. Après deux années passées au sein du département audit de KPMG Luxembourg, il a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en octobre 2010. Il participe essentiellement à des missions d'évaluation et de conseil financier.
- Louis Pilat, Analyste, diplômé d'Audencia Nantes Business School. Après différentes expériences au sein du département Coverage & Investment Banking de Crédit Agricole CIB et en audit interne chez Norauto International, il a rejoint Ricol Lasteyrie Corporate Finance en Janvier 2014 en qualité d'analyste au sein du pôle Corporate Finance, où il participe essentiellement à des missions d'évaluation et de conseil financier.

La revue indépendante a été effectuée par Joëlle Lasry (Associée).

Le Comité d'attestation, présidé par Jean-Charles de Lasteyrie (Associé Gérant), s'est tenu en présence de Gilles Vantelon (Associé) et Carole Abbey (Associée EY).

6 – AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE NERGECO

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 9 novembre 2015 sous la présidence de Monsieur Juan VARGUES à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF.

L'ensemble des administrateurs a participé à cette réunion.

A titre liminaire, le Président a rappelé que l'Initiateur avait conclu le 16 octobre 2015 douze contrats de cession d'actions avec des actionnaires de la Société (les « **Contrats d'Acquisition** »). Par ces Contrats d'Acquisition, l'Initiateur a acquis, à la même date, 614.408 actions Nergeco, représentant 87,77% du capital et des droits de vote de la Société, dans le cadre de transactions réalisées hors marché (le « **Bloc de Contrôle** »). Le pourcentage de détention en droits de vote ainsi acquis s'élève à 89,24% après déduction des actions auto-détenues par la Société.

Les membres du conseil d'administration ont pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur présentant les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre ;
- l'attestation établie par le cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance dans le cadre de son rapport, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre ; et
- le projet de note en réponse devant être déposé par la Société auprès de l'AMF, lequel doit contenir notamment l'avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre.

Le conseil d'administration a notamment relevé que, dans ses conclusions, l'expert indépendant précisait que :

« *A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 37,8 euros par action :*

- *est très légèrement supérieur au prix de 37,735 euros proposé dans le cadre de l'acquisition, par Assa Abloy, auprès des dirigeants de la Société via Croissance Nergeco et d'autres actionnaires minoritaires de 87,77 % du capital de la Société, à l'issue d'un processus de mise en vente concurrentiel. Après analyse du contrat de prestations de services conclu entre les principaux cédants (la famille Kraeutler cède 39 % du capital) et l'Initiateur, en l'absence d'éléments pouvant avoir une incidence sur les conditions financières de l'opération, nous considérons que le prix ressortant de la transaction portant sur un bloc majoritaire constitue une référence essentielle ;*
- *fait ressortir une prime de 8,7 % par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société et présenté dans le document de due diligence vendeur dans le cadre du processus de vente, étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur ;*
- *fait ressortir des primes / décotes comprises entre -5,8 % et 13,5 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des comparables boursiers présentée à titre secondaire, compte tenu de l'absence de société parfaitement comparable.*

Bien que la pertinence du cours de bourse soit limitée compte tenu de la faible liquidité du titre, nous notons que le prix offre des primes conséquentes par rapport à celui-ci : entre 80 % par rapport au dernier cours coté avant annonce de l'opération et 76,3 % par rapport au cours moyen pondéré sur 6 mois. L'opération offre ainsi aux actionnaires de Nergeco une liquidité immédiate à un prix significativement supérieur aux cours observés sur les 6 derniers mois. Nous notons par ailleurs que depuis l'annonce du projet d'Offre le 19 octobre 2015, le cours de la Société n'a pas dépassé le prix offert.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 37,8 euros par action que l'Initiateur envisage d'offrir dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société. Cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de la présente Offre si les actionnaires minoritaires de Nergeco ne représentaient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société. »

Le conseil d'administration a débattu des motifs du projet d'Offre et des intentions d'AAES France, tels qu'ils apparaissaient dans le projet de note d'information d'AAES France.

Le conseil d'administration a en particulier noté qu'AAES France, contrôlée au plus haut niveau, par la société ASSA ABLOY AB, n'avait pas prévu de modifier l'orientation de l'activité de Nergeco et entendait permettre à la Société de poursuivre le développement de ses produits ainsi que son expansion géographique vers de nouveaux marchés. AAES France n'entendait pas modifier de manière significative le périmètre d'activité de la Société au cours des douze prochains mois. En conséquence, l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence significative sur la politique industrielle, commerciale et financière de Nergeco.

En outre, selon AAES France, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Nergeco. De ce fait, l'Offre ne devrait donc pas avoir par elle-même d'impact significatif sur la politique de Nergeco en matière d'emploi.

Le conseil d'administration en a déduit que la mise en œuvre de l'Offre était conforme aux intérêts de Nergeco et de ses salariés.

Le conseil d'administration a considéré, par ailleurs, que le projet d'Offre était conforme aux intérêts des actionnaires de Nergeco, en ce que cette Offre représentait notamment pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une part, d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables et d'autre part, d'un prix reflétant pleinement la valorisation et les perspectives de croissance de la société Nergeco.

Après examen des documents relatifs à l'Offre et, notamment, du rapport de l'expert indépendant, du projet de note d'information de l'Initiateur et du projet de note en réponse de la Société, le Conseil a constaté à l'unanimité que :

(i) le prix de l'Offre, qui s'élève à 37,80 euros par action, est très légèrement supérieur au prix d'acquisition du Bloc de Contrôle ;

(ii) le prix de l'Offre de 37,80 euros par action fait ressortir une prime de 80% par rapport au cours du 15 octobre 2015, dernier jour de négociation avant l'annonce de la transaction à la date de cession du Bloc de Contrôle, et de 78,5%% par rapport au cours moyen pondéré des 60 derniers jours précédant cette même date;

Le Conseil d'administration relève également que Madame Sonia Bonnet-Bernard, du cabinet Ricol Lasteyrie Corporate Finance, expert indépendant, a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société et, ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a conclu au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix par action de 37,80 euros proposé par l'Initiateur, et a précisé que cette conclusion s'appliquait également à la procédure de retrait obligatoire qui pourrait être mise en œuvre à l'issue de l'Offre.

A la lumière de ce qui précède et après en avoir délibéré, le conseil d'administration a approuvé à l'unanimité de ses membres présents le projet d'offre publique d'achat simplifiée tel qu'il lui a été présenté et a considéré qu'il était conforme aux intérêts de Nergeco, de ses actionnaires et de ses salariés. Le conseil d'administration a approuvé également à l'unanimité de ses membres présents ou représentés le projet de

note en réponse y afférent. En conséquence, le conseil d'administration a recommandé aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre, qu'il a jugée équitable.

S'agissant des actions auto-détenues par Nergeco, le Conseil d'administration a pris acte de ce que l'Initiateur n'entendait pas acquérir ces actions et, à cet égard, a confirmé que la Société n'entendait pas apporter à l'Offre les 11.513 actions qu'elle auto-détient.

7 – INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE NERGECO

Les membres du conseil d'administration indiquent qu'ils ne détiennent pas d'actions de la Société, autres que l'action qu'ils sont tenus de détenir en leur qualité de membre du conseil d'administration, le cas échéant, si bien que la question de leur apport éventuel à l'Offre ne se pose pas.

8 – INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT NERGECO

Le document concernant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9 – PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN REPONSE

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

NERGECO SA

Représentée par Monsieur Juan VARGUES, Président Directeur Général.