

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION RELATIVE A
L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE**

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIE PAR

FINANCIERE OROLIA

PRESENTE PAR

Invest Securities

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE FINANCIERE OROLIA

PRIX DE L'OFFRE :
20 euros par action

DUREE DE L'OFFRE :
14 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») conformément aux dispositions de son Règlement général



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'AMF le 13 mai 2016 conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18 et 233-1 de son Règlement général.

Cette offre publique d'achat simplifiée et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Orolia www.orolia.com/fr et peut être obtenu sans frais auprès de Financière Orolia (2, rue de Thann 75017 Paris) et d'Invest Securities (73, boulevard Haussmann 75008 Paris).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Financière Orolia feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	MOTIFS DE L'OPERATION.....	5
1.2	DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL	5
1.2.1	<i>Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du projet de Note d'Information</i>	6
1.2.2	<i>Offre de liquidité aux actionnaires minoritaires</i>	7
1.2.3	<i>Avantages pour les deux sociétés et leurs actionnaires</i>	7
1.3	INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE MOIS A VENIR.....	7
1.3.1	<i>Stratégie et poursuite des activités de la Société</i>	7
1.3.2	<i>Orientation en matière d'emploi</i>	7
1.3.3	<i>Composition des organes sociaux et de la direction</i>	7
1.3.4	<i>Synergies</i>	8
1.3.5	<i>Fusion et réorganisation juridique</i>	8
1.3.6	<i>Retrait obligatoire et radiation du marché Alternext Paris</i>	8
1.3.7	<i>Politique de distribution de dividendes</i>	8
1.4	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	8
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	9
2.1	TERMES DE L'OFFRE	9
2.2	NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE	9
2.3	MODALITES DE L'OFFRE	9
2.4	PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE	10
2.5	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE.....	10
2.6	COUT ET MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE	11
2.6.1	<i>Frais liés à l'Offre</i>	11
2.6.2	<i>Mode de financement de l'Offre</i>	11
2.6.3	<i>Frais de courtage</i>	11
2.7	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER.....	12
2.8	REGIME FISCAL DE L'OFFRE	12
2.8.1	<i>Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations</i> Erreur ! Signet non défini.	
2.8.2	<i>Régime spécifique applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'impôt sur la fortune (« ISF ») au titre de l'article 885-0 V bis du CGI ou d'une réduction d'impôt sur le revenu (« IR ») au titre de l'article 199 terdecies-0 A du CGI</i>	14
2.8.3	<i>Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun</i>	15
2.8.4	<i>Actionnaires non-résidents fiscaux de France</i>	16
2.8.5	<i>Autres actionnaires</i>	17
3.	ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	17
3.1	INFORMATIONS PRELIMINAIRES	17
3.2	DONNEES FINANCIERES DE BASE.....	17
3.2.1	<i>Agrégats de référence</i>	17
3.2.2	<i>Présentation des activités</i>	17
3.2.3	<i>Historique des résultats</i>	17
3.2.4	<i>Bilan économique 2007-15</i>	20
3.2.5	<i>Analyse du plan d'affaires 2015-18</i>	21
3.2.6	<i>Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres</i>	21
3.2.7	<i>Nombre d'actions retenu</i>	22
3.3	METHODES RETENUES POUR L'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	22
3.3.1	<i>Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles</i>	22
3.3.2	<i>Approche par les comparables boursiers</i>	23
3.3.3	<i>Approche par les cours boursiers</i>	26

3.3.4	<i>Approche par les transactions récentes sur le capital</i>	27
3.3.5	<i>Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions Orolia</i>	27
3.4	METHODES ECARTEES	27
3.4.1	<i>Cours cibles des analystes</i>	27
3.4.2	<i>Actualisation des dividendes</i>	28
3.4.3	<i>Actif Net Comptable</i>	28
3.4.4	<i>Multiples de transactions comparables</i>	28
4.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION	29
4.1	POUR L'INITIATEUR	29
4.2	POUR LA BANQUE PRESENTATRICE DE L'OFFRE	29

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et 235-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Financière Orolia, société par actions simplifiée au capital de 75.454.537 euros, dont le siège social est situé 2, rue du Thann 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 817 469 497 R.C.S. Paris (l'« **Initiateur** » ou « **Financière Orolia** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires d'Orolia SA, société anonyme à conseil d'administration au capital de 15.019.668 euros, dont le siège social est situé 2405 route des Dolines, Bâtiment Drakkar 2, Sophia-Antipolis, 06560 Valbonne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Grasse sous le numéro 492 370 622 (« **Orolia** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010501015, mnémonique « **ALORO** », d'acquérir la totalité de leurs actions Orolia au prix unitaire de 20 euros, payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par Financière Orolia le 13 mai 2016, dont le projet avait été rendu public le 11 février 2016, de 87,98% du capital et 87,98% des droits de vote de la société Orolia sur une base pleinement diluée. Conformément aux termes d'un contrat d'apport et de cession intitulé le « **Contrat de Cession et d'Apport** » et d'un protocole d'investissement en date du 11 février 2016 (les dernières conditions suspensives ayant été levées le 13 mai 2016), deux pactes d'associés de l'Initiateur ont été conclus le 13 mai 2016 entre, (i) pour le premier pacte, Eurazeo PME, Calabasas S.A. et le groupe familial de Monsieur Jean-Yves Courtois, (le « **Premier Pacte** ») et (ii) pour le second pacte Eurazeo PME, Calabasas S.A., Monsieur Jean-Yves Courtois et certains autres managers de la Société (le « **Second Pacte** » et ensemble avec le Premier Pacte, les « **Pactes** »).

Au résultat de ces opérations, l'initiateur détient directement 3.232.407 actions ordinaires émises par Orolia et 268.250 bons de souscription d'actions donnant accès à 593.214 actions Orolia.

Financière Orolia ayant franchi le seuil de 50% du capital et des droits de vote d'Orolia, l'Offre est déposée en application des dispositions de l'article 235-2 du règlement général de l'AMF.

Invest Securities a, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, déposé le projet d'Offre et le présent Projet de Note d'Information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 13 mai 2016.

L'Offre porte sur l'ensemble des actions Orolia en circulation non détenues par l'Initiateur soit un nombre maximum de 495.420 actions correspondant aux 522.510 actions non détenues en circulation diminuées des 27.090 Actions auto détenues qui ne seront pas apportées à l'Offre.

Préalablement à l'Offre, le conseil d'administration de la Société a autorisé l'indemnisation par la Société des porteurs de l'ensemble des options de souscription d'actions attribuées par la Société (les « **Options** ») contre renonciation à leurs droits. L'intégralité des porteurs d'Options ayant renoncé à leurs droits contre versement d'une indemnité forfaitaire correspondant à la différence entre le prix de l'Offre et le prix d'exercice respectif des Options concernées, il n'existe plus d'Options à la date du dépôt de l'Offre.

En conséquence, à l'exception des 268.250 bons de souscription d'actions (les « **BSA** ») donnant accès à 593.214 actions Orolia intégralement détenus, directement ou indirectement, par l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit de la Société pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Invest Securities en qualité d'établissement présentateur agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 13 mai 2016 le projet d'Offre auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique d'achat. Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Invest Securities garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur, dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention, dans les 3 mois suivant la clôture de l'Offre, de demander le retrait obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société de la cote à l'issue de l'Offre dès lors que les actions Orolia alors détenues par les actionnaires minoritaires ne représenteront pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

La durée de l'Offre sera de quatorze (14) jours de négociation.

1.1 Motifs de l'opération

L'Offre est l'aboutissement d'un processus concurrentiel de levée de fonds dont la structuration finale a évolué en un rachat des participations directes et indirectes dans Orolia (le « **Bloc de Contrôle** ») détenues par Calabasas S.A., Airtek Capital Group, la famille Courtois, Monsieur Christophe François, Monsieur Irwin Rodrigues, Monsieur Pascal Rochat, des fonds d'investissement gérés par Euromezzanine Conseil et ISATIS Capital (ensemble les « **Actionnaires de Contrôle** »).

Dans le cadre de ce processus, une procédure de salle d'informations électronique (data room) a été ouverte par la Société à laquelle a été convié l'Initiateur. Il est précisé que les informations communiquées par la Société à l'Initiateur l'ont été conformément à la recommandation AMF n°2003-01 sur les procédures dites de « data room ». L'Initiateur a eu accès à cette salle d'information électronique (data room) au cours du mois de décembre 2015.

Les Actionnaires de Contrôle et l'Initiateur ont conclu, le 11 février 2016, un Contrat de Cession et d'Apport qui a fait l'objet d'un communiqué de la Société en date du 11 février 2016.

La réalisation du transfert prévu dans le cadre du Contrat de Cession et d'Apport était soumise à plusieurs conditions suspensives usuelles et notamment (i) l'obtention des autorisations réglementaires nécessaires, (ii) le respect des clauses de changement de contrôle stipulées dans plusieurs contrats conclus entre la Société et ses filiales et leurs principaux partenaires commerciaux respectifs et (iii) le refinancement de l'ensemble de la dette senior et mezzanine souscrite par la Société. Ces conditions ont été levées et pour la dernière d'entre elles le 13 mai 2016.

En application du Contrat de Cession et d'Apport, certains des Actionnaires de Contrôle et l'Initiateur ont également conclu, le 11 février 2016, un protocole d'investissement suivi de traités d'apport en date du 13 mai 2016.

En outre, l'Initiateur a conclu avec Monsieur Ronald Buckly, administrateur indépendant de la Société, un contrat de cession de ses BSA en date du 9 mai 2016 (cet accord est ci-après désigné avec le Contrat de Cession et d'Apport, le protocole d'investissement et les traités d'apport susvisés, les « **Accords** »).

Conformément aux termes de ces différents Accords :

- Calabasas S.A. a procédé à un apport en nature à l'Initiateur de 1.768.036 Actions sur une base de valorisation de 20 euros par Action ;
- Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Adrien Courtois et Madame Julie Courtois ont procédé à l'apport en nature à l'Initiateur de (i) 78.750 Actions sur une base de valorisation de 20 euros par Action, (ii) 150.000 BSA sur une base de valorisation de 20 euros par Action soit 7,50 euros par BSA et (iii) l'ensemble des actions de la société Lattice Investissement détenant 40.000 BSA sur une base de valorisation de 20 euros par Action Orolia, soit 6,04874 euros par action Lattice Investissement ;
- Monsieur Irwin Rodrigues et Monsieur Pascal Rochat ont procédé à des apports en nature à l'Initiateur respectivement de 12.500 et 5.000 Actions au prix de 20 euros par Action ;
- les autres Actionnaires de Contrôle ont cédé à l'Initiateur (i) 1.368.121 Actions moyennant un prix de 20 euros par Action et (ii) 70.750 BSA moyennant un prix par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'Offre (20 euros par action) et le prix d'exercice respectif des BSA concernés ; et

Monsieur Ronald Buckly a cédé 7.500 BSA moyennant un prix de 9,70 euros par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'Offre (20 euros par Action) et le prix d'exercice desdits BSA.

A l'issue de ces opérations d'apport et de cession, le Premier Pacte a été conclu le 13 mai 2016 entre Eurazeo PME, Calabasas S.A. et le groupe familial de Monsieur Jean-Yves Courtois, et le Second Pacte le même jour entre Eurazeo PME, Calabasas S.A., Monsieur Jean-Yves Courtois et certains managers de la Société.

1.2 Déclaration de franchissement de seuil

En application des dispositions des articles 223-15-1 du Règlement général de l'AMF, Financière Orolia a déclaré en date du 13 mai 2016 par courrier à l'AMF avoir directement franchi à la hausse le seuil légal de 50 % du capital et des droits de vote de la Société. Comme il est indiqué précédemment, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF puisque qu'elle fait suite à l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc d'actions de la Société représentant plus de 50 % du capital et des droits de vote de la Société.

1.2.1 Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du projet de Note d'Information

A la date du projet de Note d'Information, la société Financière Orolia détient directement 3.232.407 Actions et 268.250 BSA donnant accès à 593.214 actions Orolia représentant 87,98% du capital et 87,98% des droits de vote théoriques de la Société sur une base pleinement diluée et 86,08% du capital et 86,08% des droits de vote théoriques de la Société sur une base non-diluée.

Capital non-dilué	Actions		Droits de vote théoriques	
Actionnaire	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Financière Orolia	3.232.407	86,08%	3.232.407	86,08%
Autocontrôle	27.090	0,72%	27.090	0,72%
Public	495.420	13,19%	495.420	13,19%
Total	3.754.917	100,00	3.754.917	100,00%

Capital dilué	Actions		Droits de vote théoriques	
Actionnaire	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Financière Orolia	3.825.621	87,98%	3.825.621	87,98%
Autocontrôle	27.090	0,62%	27.090	0,62%
Public	495.420	11,39%	495.420	11,39%
Total	4.348.131	100,00	4.348.131	100,00%

Au cours des 12 mois précédant le dépôt du présent projet d'offre, Financière Orolia a acquis 3.232.407 actions Orolia hors marché au prix de 20,00 euros par Action, en date du 13 mai 2016. Au cours des douze mois précédant la Date de Réalisation, l'Initiateur et ses associés de contrôle n'ont acquis aucune action de la Société, autres que celles visées ci-dessus.

L'acquisition de ce bloc, réalisée dans l'optique d'une prise de contrôle de la Société a été réalisée auprès des actionnaires suivants :

Associés	Actions ordinaires	BSA	Actions à émettre par exercices des BSA
Calabasas	2.008.760		
Airtek Capital Group	115.000		
Lattice Investissement	NA	40.000	40.000
Jean-Yves Courtois	142.759	150.000	150.000
Julie Courtois	19.000		
Adrien Courtois	19.000		
Christophe François	48.786		
Irwin Rodrigues	39.443	70.000	70.000
Pascal Rochat	13.778		
Euromezzanine 5 FCPI	176.639		
Euromezzanine 6 FCPI	NA	750	325.714
Antin FCPI 4	52.414		
Antin FCPI 5	110.578		
Antin FCPI 6	200.621		
Antin FCPI 7	175.127		
Natio Vie Développement 4	110.502		
Ronald Buckly		7.500	7500
Total	3.232.407	268.250	593.214

1.2.2 Offre de liquidité aux actionnaires minoritaires

Financière Orolia a, suite à ces opérations, franchi directement à la hausse le seuil de 50% du capital et des droits de vote de Orolia, conduisant Financière Orolia à déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers une offre publique d'achat simplifiée visant la totalité des actions Orolia non détenue par elle directement ou indirectement, conformément à l'article 233-1 et suivants du règlement général.

Cette offre publique d'achat simplifiée, qui sera suivie d'un retrait obligatoire en cas d'atteinte du seuil des 95 % du capital, permettra à l'ensemble des actionnaires minoritaires d'Orolia de bénéficier d'une liquidité sur leur investissement, dans le contexte de retrait de la cote. L'Initiateur a en effet l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les Actions de la Société, si les Actions de la Société 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 conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF.

1.2.3 Avantages pour les deux sociétés et leurs actionnaires

1.2.3.1 Intérêt de l'opération pour la Société et ses actionnaires

L'Offre permet aux actionnaires d'Orolia de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation en apportant leurs actions à l'Offre. Cette liquidité est offerte à un prix attractif au regard de la prime offerte par rapport à la valeur de la Société résultant d'une valorisation multicritères. Une synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Invest Securities est reproduite à la section 3 ci-après.

L'Initiateur considère en outre que la négociation des actions Orolia sur le marché Alternext Paris n'est plus pertinente dans la mesure notamment où le financement du développement de la Société pourra être assuré par Financière Orolia sans recours aux marchés financiers. Par ailleurs l'Initiateur considère que les faibles volumes échangés dans le passé, et l'étroitesse du flottant (qui représente avant la présente Offre 13,19% du capital et des droits de vote) démontrent que le maintien de la négociation des actions d'Orolia sur le marché Alternext Paris n'est plus justifié. Le Retrait Obligatoire des actions Orolia du marché Alternext Paris qui pourrait être mis œuvre à l'issue de l'Offre, serait de nature à simplifier le fonctionnement de la Société en lui permettant de consacrer toutes ses ressources à son développement.

1.2.3.2 Avis motivé du Président de l'Initiateur

Le Président de l'Initiateur a revu une copie de la dernière version de la note d'information.

Sur la base de ce document, le Président a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de l'Initiateur et de ses actionnaires.

1.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.3.1 Stratégie et poursuite des activités de la Société

L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, et en collaboration avec le management de la société Orolia, de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société. En ce sens, la conduite des activités de la Société ne sera pas affectée par l'Offre.

1.3.2 Orientation en matière d'emploi

L'Initiateur ne prévoit pas de modifier la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi. Cette opération s'inscrit dans une logique de poursuite de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines d'Orolia.

1.3.3 Composition des organes sociaux et de la direction

A l'issu du franchissement du seuil de 50% du capital, un conseil de surveillance a été mis en place au niveau de Financière Orolia et dont la nouvelle structure reflétera le nouvel actionnariat.

L'Initiateur n'envisage pas de procéder à une modification de la composition des organes sociaux et de la direction de la Société, sous réserve des précisions apportées ci-dessous :

Le 13 mai 2016, afin de tenir compte de la nouvelle composition de l'actionnariat, le Conseil d'administration de la Société a fait l'objet d'une reconstitution de la façon suivante :

- démission d'Isatis Capital, représentée par Monsieur Brice Lionnet, de ses fonctions d'administrateur de la Société et de membre des comités d'audit et des rémunérations ;
- co-optation de Financière Orolia, représentée par Monsieur Erwan Le Ligné, en qualité d'administrateur de la Société en remplacement d'Isatis Capital ;
- démission de Monsieur Ronald Buckly de ses fonctions d'administrateur de la Société et de ses fonctions au sein de certaines filiales de la Société ;
- co-optation de Monsieur Andrew Swart en qualité d'administrateur de la Société en remplacement de Monsieur Ronald Buckly ;
- démission d'Euromezzanine Conseil, représentée par Monsieur Charles Mercier, de ses fonctions de censeur du conseil d'administration de la Société et de membre des comités d'audit et des rémunérations ;
- désignation de Financière Orolia en qualité de membre du comité d'audit et du comité des rémunérations ;
- désignation de Monsieur Andrew Swart en qualité de membre du comité des rémunérations.

Les cooptations réalisées seront soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale de la Société conformément aux dispositions de l'article L.225-24 du Code de commerce.

1.3.4 Synergies

L'Initiateur est une société ayant pour objet la prise de participation et la gestion de la Société. Aucune synergie de nature industrielle et/ou commerciale entre l'Initiateur et la Société n'est par conséquent attendue.

1.3.5 Fusion et réorganisation juridique

L'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion de l'Initiateur avec la Société.

1.3.6 Retrait obligatoire et radiation du marché Alternext Paris

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander le retrait obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société de la cote à l'issue de l'Offre dès lors que les actions Orolia alors détenues par les actionnaires minoritaires ne représenteront pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Orolia, et ce dans les 3 mois suivant la clôture de l'Offre.

1.3.7 Politique de distribution de dividendes

La réalisation de l'Offre n'affectera pas la politique de distribution de dividendes de la Société qui sera déterminée en fonction de ses résultats, de ses perspectives et de son environnement économique et financier général.

Il est dans l'intention de l'Initiateur de mettre en œuvre une politique de distribution conforme à la capacité de distribution de Orolia et à ses besoins de financement.

1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Les Pactes ont tous deux été conclus pour une durée de dix ans aux fins d'organiser leurs relations au sein de Financière Orolia.

Les Pactes prévoient les stipulations suivantes restreignant ou organisant le transfert et la cession éventuelle des titres Financière Orolia, un droit de préemption, un droit de sortie conjointe, une obligation de sortie conjointe, une promesse de vente et une clause de liquidité.

Les Pactes n'incluent aucune stipulation prévoyant un prix de sortie garanti pour les parties aux Pactes ni aucune clause de complément de prix ou clause assimilable. Ils ne conduisent pas à consentir aux signataires un avantage particulier susceptible d'occasionner une rupture d'égalité avec les actionnaires minoritaires de la Société auxquels s'adresse l'Offre.

Le Premier Pacte contient également des dispositions relatives à la gouvernance de Financière Orolia, qui complètent les dispositions figurant dans les statuts de Financière Orolia. Ainsi, Financière Orolia est administrée par un conseil de surveillance qui a la possibilité de constituer un directoire à tout moment.

Certaines décisions importantes relatives à Financière Orolia ou à ses filiales et participations directes et indirectes, en ce compris la Société, ne peuvent être prises par le président, les directeurs généraux ou les directeurs généraux délégués de Financière Orolia qu'après avoir été débattues et préalablement autorisées par le conseil de surveillance de Financière Orolia. Ces décisions portent sur les participations de la Société (création, cession ou acquisition), la direction de Financière Orolia (nomination, révocation et rémunération), la conclusion de conventions réglementées, la modification des statuts ou l'émission de valeurs mobilières, le financement et l'endettement de Financière Orolia, et tout projet de radiation des actions de la Société d'Alternext d'Euronext sur lequel Financière Orolia aurait à se prononcer.

Les autorisations préalables conférées par le conseil de surveillance sont décidées à la majorité simple de ses membres présents ou représentés.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 13 mai 2016 le présent projet d'Offre auprès de l'AMF.

Dans le cadre de cette Offre, Financière Orolia s'engage irrévocablement, auprès des actionnaires d'Orolia à acquérir toutes les actions Orolia qui seront apportées à l'Offre et qu'elle ne détient pas encore suite au franchissement du seuil de 50% du capital à savoir 495.420 actions correspondant aux 522.510 actions non détenues en circulation diminuées des 27.090 Actions auto détenues qui ne seront pas apportées à l'Offre, représentant 11,39% du capital et 11,39% des droits de vote sur une base pleinement diluée, au prix unitaire de 20 euros, payable exclusivement en numéraire.

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 14 (quatorze) jours de négociation.

Invest Securities, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date du présent projet de note d'information, l'Initiateur détient directement 3.232.407 actions Orolia, représentant 87,98% du capital et 87,98% des droits de vote de la Société sur une base pleinement diluée.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Orolia existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du présent projet de note d'information, soit un nombre maximum de 495.420 actions correspondant aux 522.510 actions non détenues en circulation diminuées des 27.090 Actions auto détenues qui ne seront pas apportées à l'Offre représentant 11,39% du capital et 11,39% des droits de vote sur une base pleinement diluée..

Par exception à ce qui précède, ne sont pas visées par l'Offre : (a) les 3.232.407 Actions cédées ou apportées à l'Initiateur en vertu des Accords (tel que ce terme est défini à la Section 2.2 ci-après), (b) les Actions susceptibles d'être émises sur exercice des 268.250 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** ») acquis en intégralité par l'Initiateur préalablement au dépôt de l'Offre en vertu des Accords et (c) les 27.090 Actions auto-détenues par la Société qui ne seront pas apportées à l'Offre.

A l'exception des BSA intégralement détenus directement et indirectement par Financière Orolia, il n'existe à la date du projet de Note d'Information, aucun droit, titre de capital ou instrument financier de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société

2.3 Modalités de l'Offre

Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note d'information sera diffusé par l'Initiateur. Le présent projet de note d'information est également disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Orolia (<http://www.orolia.com>) ainsi qu'auprès de l'Initiateur et de l'établissement présentateur de l'Offre.

Le projet d'Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et publiera sur son site internet cette déclaration de conformité motivée. Cette décision de conformité emportera visa sur la note d'information étant précisé qu'aura été déposé auprès de l'AMF par la Société un projet de note en réponse incluant notamment le rapport de l'expert indépendant établi en application des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.

La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront disponibles sur les sites internet de l'AMF et de Orolia et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges de Financière Orolia et d'Invest Securities. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par l'Initiateur.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

2.4 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant quatorze (14) jours de négociation.

Pour répondre à l'Offre, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif pur doivent demander l'inscription de leurs titres au nominatif administré chez un intermédiaire financier habilité, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions (tels que les droits de vote doubles). En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur devront demander au teneur de compte-titres nominatif de la Société, à savoir à ce jour SOCIETE GENERALE SECURITIES SERVICES – PAREL, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions Orolia apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'acquisition des actions pendant l'Offre se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur, Invest Securities, agissant en tant qu'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur. Les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre devront céder leurs actions sur le marché et le règlement-livraison s'effectuera au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des actions Orolia à l'Offre seront irrévocables.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre.

La présente Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français.

Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

2.5 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif :

2 avril 2016	Nomination de l'expert indépendant par la Société
13-mai-16	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF du projet de note d'information de l'Initiateur
	Communiqué de presse de l'Initiateur relatif au dépôt du projet de note d'information
	Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant), mise à disposition du public et mise en ligne sur le site de l'AMF
	Communiqué de presse de la Société relatif au dépôt du projet de note en réponse
31-mai-16	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information de l'Initiateur et sur la note en réponse de la Société
	Mise à disposition des versions définitives de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF
1er juin 2016	Dépôt par l'Initiateur auprès de l'AMF du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de Financière Orolia, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site de l'AMF
	Dépôt par la Société auprès de l'AMF du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » d'Orolia, mise à disposition du public et mise en ligne sur le site de l'AMF
	Publication du calendrier de l'Offre par l'AMF
02-juin-16	Ouverture de l'Offre
22-juin-16	Clôture de l'Offre
23-juin-16	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre

2.6 Coût et modalités de financement de l'Offre

2.6.1 Frais liés à l'Offre

Le montant global des frais supportés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les frais d'intermédiaires, les honoraires et autres frais de conseils externes financiers, juridiques et comptables ainsi que de tous experts et les frais de publicité et de communication, est estimé à environ 200.000 euros (hors taxes).

2.6.2 Mode de financement de l'Offre

L'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des actions Orolia visées par l'Offre représenterait, sur la base d'un prix d'Offre de 20 euros par action, un montant total de 9.908.400 euros (hors frais divers et commissions) hors auto détention.

L'Offre sera intégralement financée par les fonds propres de l'Initiateur.

2.6.3 Frais de courtage

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un porteur qui apporterait ses actions Orolia à l'Offre ou à un quelconque intermédiaire.

2.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France. Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être diffusé dans des pays autres que la France.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre ou d'acquérir des valeurs mobilières ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation serait illégale. L'Offre n'a fait ni ne fera l'objet d'aucune formalité ni d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Les titulaires d'Actions Orolia situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que si le droit local auquel ils sont soumis le permet.

La diffusion du présent document et de tout autre document relatif à l'Offre, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions Orolia peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de telles restrictions.

Les personnes en possession du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

2.8 Régime fiscal de l'Offre

Les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal français en vigueur susceptible de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre, et ce en l'état actuel de la législation fiscale française.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif), ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux ou dispositifs fiscaux de faveur (réductions ou crédits d'impôt, abattements, etc.) susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Le descriptif ci-dessous est donné à titre d'information générale et les actionnaires de la Société sont invités, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, à consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière et vérifier que les dispositions résumées ci-après leur sont effectivement applicables.

Les actionnaires personnes physiques ou morales non-résidentes fiscales de France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État.

2.8.1 Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques résidentes fiscales de France ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseil fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

2.8.1.1 Régime de droit commun

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158 6 bis et 200 A-2 du Code général des impôts (le « **CGI** »), les gains nets de cession d'actions Orolia Group réalisées par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont, sauf exception, prises en compte pour la détermination de leur revenu net global et soumises au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Le montant des plus-values ainsi imposables est réduit le cas échéant des moins-values de même nature réalisées au titre de l'année de cession ou des dix (10) années précédentes imputables en application des dispositions de l'article 150-0 D 11 du CGI.

Le montant de ces plus-values de cession est égal à la différence entre, d'une part, le prix de cession offert dans le cadre de l'Offre, net des frais et taxes acquittés par le cédant à l'occasion de la cession, et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions Orolia, étant toutefois précisé que les plus-values peuvent être réduites d'un

abattement pour durée de détention, hors application sous conditions d'un abattement majoré, décomptée en principe à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions et égal à :

- 50% lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux (2) ans et moins de huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ;
- 65% lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre.

Les gains nets de cession des actions Orolia Group sont également soumises, avant application de l'abattement pour durée de détention ci-dessus mentionné, aux prélèvements sociaux à un taux global de 15,5% qui se décompose comme suit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (la « **CSG** ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « **CRDS** ») ;
- 4,5% au titre du prélèvement social ;
- 0,3% au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social ;
- 2% au titre du prélèvement de solidarité.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1% du revenu imposable de l'année de son paiement, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

L'apport d'actions Orolia à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison de ces actions.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11 du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions Orolia Group dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix (10) années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est donc possible).

Enfin, l'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable, tel qu'il est défini par l'article 1417, IV du CGI, en ce inclus les gains nets de cession d'actions (avant application de l'abattement pour durée de détention), excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant à un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 500.000 euros et inférieure ou égale à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

2.8.1.2 Actions Orolia Group détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA ») et/ou d'un Plan d'Epargne en Actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire (« PEA PME »)

Les actions Orolia constituent des actifs éligibles au PEA. Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générés par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition notamment que ces produits et ces plus-values soient réinvestis dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq (5) ans après la date d'ouverture du PEA, laquelle s'entend du premier versement) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit (8) ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net est soumis aux prélèvements sociaux, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values réalisées sur des actions Orolia détenues dans le cadre d'un PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le cadre du PEA. Toutefois, (i) en cas de clôture anticipée du

PEA avant l'expiration de la cinquième année ou (ii) sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation) est inférieure au montant des versements effectués sur le PEA depuis sa date d'ouverture, les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values de cession de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du CGI et réalisées hors PEA au cours de la même année ou des dix (10) années suivantes.

Le régime fiscal applicable au PEA décrites ci-dessus s'appliquent également au PEA-PME.

Les personnes qui détiennent leurs actions Orolia Group dans le cadre d'un PEA ou d'un PEA-PME sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.8.2 Régime spécifique applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'impôt sur la fortune (« ISF ») au titre de l'article 885-0 V bis du CGI ou d'une réduction d'impôt sur le revenu (« IR ») au titre de l'article 199 terdecies-0 A du CGI

2.8.2.1 Régime applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'ISF

L'article 885-0 V bis du CGI, issu de l'article 16 de la Loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat n°2007-1223 du 21 août 2007 dite « TEPA », prévoit une réduction d'ISF en faveur de l'investissement dans les petites et moyennes entreprises (« **PME** ») au sens communautaire.

Ce dispositif permet aux redevables d'imputer sur leur ISF :

- 50% (75% pour les souscriptions antérieures au 13 octobre 2010) du montant des versements effectués au titre de la souscription, directe ou indirecte via une société holding non-animatrice (dans cette dernière hypothèse, le montant des versements du contribuable pris en compte pour l'assiette de la réduction d'impôt est proportionnel aux versements effectués par la société holding au titre de souscription de capital de sociétés éligibles), au capital de PME au sens communautaire ou de titres participatifs de sociétés coopératives, dans la limite globale annuelle de 45.000 euros (pour les souscriptions antérieures au 13 octobre 2010, le montant était de 50.000 euros) ;
- 50% du montant des versements effectués au titre de la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité (« **FIP** »), de fonds commun de placement dans l'innovation (« **FCPI** ») et jusqu'au 1^{er} janvier 2011 de fonds communs de placement à risque (« **FCPR** »), dans la limite annuelle de 18.000 euros (pour les souscriptions effectuées dans les fonds constitués avant le 1^{er} janvier 2011, le montant était de 20.000 euros).

Le bénéfice de la réduction est notamment subordonné à la conservation des titres reçus par le bénéficiaire de la réduction d'ISF en contrepartie de son investissement pendant une durée minimale de cinq (5) ans. Ce délai court à compter de la date de souscription jusqu'au 31 décembre de la cinquième année suivant l'année de la souscription des titres, sous réserve notamment du respect des conditions suivantes :

- dans le cas d'investissements réalisés par l'intermédiaire de sociétés holding interposées non animatrices, la condition de conservation doit également être respectée par ces dernières au titre de leurs participations au capital des sociétés cibles ;
- dans le cas d'investissements réalisés par l'intermédiaire de FIP, FCPI ou FCPR (tel que mentionnés ci-dessus), ces derniers ne sont pas tenus de respecter le délai de conservation de cinq ans au titre de leurs participations au capital de sociétés cibles mais notamment les règles relatives à leur quota minimum d'investissement ;
- il est admis qu'en cas de cession partielle ou de rachat partiel des titres soumis à la condition de conservation, la réduction ISF ne soit reprise que partiellement à hauteur du nombre de titres cédés ou remboursés, toutes les autres conditions étant par ailleurs respectées ;
- l'obligation de conservation bénéficie de diverses exceptions spécifiques qui n'ont en principe pas vocation à s'appliquer dans le cadre de l'Offre (en particulier fusion ou scission de la société, donation des titres, cession des titres par un associé minoritaire qui résulte d'une « clause de sortie forcée » prévue par un pacte d'actionnaires, décès ou invalidité de l'Investisseur, etc.).

En outre, l'administration fiscale considère que l'apport à une offre publique d'achat des titres d'une société ayant ouvert droit pour les souscripteurs à la réduction d'ISF au titre de la souscription au capital de PME prévue à l'article 885-0 V bis du CGI conduit à la remise en cause des avantages fiscaux obtenus lorsque l'apport à cette offre publique d'achat intervient avant l'expiration du délai de conservation précité des titres concernés (BOI-PAT-ISF-40-30- 30-10-20150320, n°310 et BOI-IR-RICI-90-30-20150410, n°90).

En conséquence, la cession des actions Orolia du fait de l'Offre avant l'expiration du délai de cinq ans entraînera, sous réserve des précisions mentionnées ci-dessus, la remise en cause du bénéfice de la réduction d'ISF.

Il est recommandé aux titulaires d'actions de la Société acquises sous le régime de la Loi TEPA de se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier leur situation particulière liée à la remise en cause de la réduction d'ISF du fait de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre.

2.8.2.2 Régime applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'IR

En application de l'article 199 terdecies-0 A du CGI, les contribuables domiciliés en France bénéficient, sous certaines conditions, d'une réduction d'IR égale à 25% des sommes (ce taux a été réduit à 22% pour les versements effectués au titre de l'année 2011 puis à 18% pour ceux effectués à compter du 1^{er} janvier 2012) versées :

- au titre de la souscription en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital de sociétés non cotées sur un marché réglementé (en cas de souscription au capital d'une société holding non-animatrice, le montant des versements du contribuable pris en compte pour l'assiette de la réduction d'IR est fonction des versements effectués par la société holding au titre de ses souscriptions au capital de sociétés éligibles). Les versements effectués jusqu'au 31 décembre 2011 ouvrant droit à réduction d'IR sont retenus dans la limite annuelle de 20.000 euros pour les contribuables célibataires et de 40.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune, ceux effectués à compter du 1^{er} janvier 2012 le sont dans la limite annuelle de 50.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés et de 100.000 euros pour des contribuables mariés soumis à imposition commune ;
- au titre de la souscription aux parts de FIP et de FCPI, dans la limite annuelle de 12.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés et de 24.000 euros pour les contribuables mariés soumis à imposition commune.

Lorsque tout ou partie des actions ou parts ayant donné lieu à la réduction d'IR est cédée avant le 31 décembre de la cinquième année suivant celle de la souscription, il est procédé à une reprise des réductions d'IR obtenues, sous réserve notamment des précisions suivantes :

- dans le cas d'investissements réalisés par l'intermédiaire de sociétés holdings interposées non animatrices, la condition de conservation doit également être respectée par ces dernières au titre de leurs participations au capital des sociétés cibles ;
- dans le cas d'investissements réalisés par l'intermédiaire de FIP ou FCPI (tels que mentionnés ci-dessus), ces derniers ne sont pas tenus de respecter le délai de conservation de cinq (5) ans au titre de leurs participations au capital de sociétés cibles mais notamment les règles relatives à leur quota minimum d'investissement ;
- en cas de cession partielle par le contribuable ou la société holding des titres ayant donné lieu à la réduction d'IR, celle-ci n'est reprise que partiellement, à hauteur des titres cédés ;
- l'obligation de conservation bénéficie de diverses exceptions spécifiques qui n'ont en principe pas vocation à s'appliquer dans le cadre de l'Offre (en particulier fusion ou scission de la société, donation des titres).

Par une décision de rescrit référencée RES N°2011/31 (ENR) en date du 15 novembre 2011 et intégrée au paragraphe 90 du Bulletin Officiel des Finances Publiques-Impôts BOI-IR-RICI-90-30-20150410, l'administration fiscale a considéré que l'apport à une offre publique d'achat des titres d'une société ayant ouvert droit pour les souscripteurs aux réductions d'impôt sur le revenu au titre de la souscription au capital de PME prévues à l'article 199 terdecies-0 A du CGI conduit à la remise en cause des avantages fiscaux obtenus lorsque l'apport à cette offre intervient avant l'expiration du délai de conservation précité des titres concernés.

En conséquence, la cession des titres de la Société du fait de l'Offre avant l'expiration du délai de cinq (5) ans entraînera, sous réserve des précisions mentionnées ci-dessus, la remise en cause du bénéfice de la réduction d'IR.

Il est fortement recommandé aux titulaires d'actions de la Société de se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier leur situation particulière liée à la remise en cause de la réduction d'IR du fait de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre.

2.8.3 Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun

2.8.3.1 Régime de droit commun

Les plus-values réalisées dans le cadre de l'Offre lors de la cession des actions Orolia, égales à la différence entre le prix offert et le prix de revient fiscal des actions Orolia apportées à l'Offre, sont en principe incluses dans le résultat de l'actionnaire soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3% (article 219 du CGI) augmenté, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze (12) mois (article 235 ter ZC du CGI).

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% dans la limite de 38.120 euros de bénéfice imposable par période de douze (12) mois et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les redevables de l'impôt sur les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros sont assujettis à une contribution exceptionnelle de 10,7% de l'impôt sur les sociétés dû (déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôts et des créances fiscales de toute nature) au titre des exercices clos à compter du 31 décembre 2011 et jusqu'au 30 décembre 2016 (article 235 ter ZAA du CGI).

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions Orolia dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions apportées à l'Offre.

2.8.3.2 Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219-I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes à long terme afférentes à des titres de participation visés à cet article et qui ont été détenus pendant au moins deux (2) ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, moyennant la réintégration dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière et des titres de sociétés établies dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les moins-values à long terme ne sont imputables que sur les plus-values à long terme exonérées du même exercice (imputation ayant pour effet de diminuer le coût de la quote-part de frais et charges). Lorsque la compensation de ces plus et moins-values à long terme fait apparaître une moins-value nette à long terme, celle-ci n'est pas déductible du résultat imposable de l'exercice ou reportable sur les exercices postérieurs.

2.8.4 **Actionnaires non-résidents fiscaux de France**

Sous réserve de l'application éventuelle d'une convention fiscale internationale, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par les actionnaires qui ne sont pas fiscalement domiciliés en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve, s'agissant des entreprises, que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe d'affaires en France.

Par exception, et sous réserve de l'application d'une éventuelle convention fiscale internationale, les plus-values de cession réalisées par les actionnaires qui ne sont pas résidents fiscaux de France peuvent être imposables en France si le cédant a détenu, directement ou indirectement, seul ou avec son conjoint, leurs ascendants et descendants, une participation représentant plus de 25% des droits dans les bénéfices sociaux de la Société à un moment quelconque au cours des cinq (5) années précédant la cession (article 244 bis B et C du CGI).

Enfin, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values de cession sont imposées, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, au taux forfaitaire de 75% lorsque le cédant est une personne ou un organisme domicilié, établi ou constitué hors de France dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI. La liste des États ou territoires non coopératifs est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

Les actionnaires de la Société non résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France que dans leur pays de résidence fiscale.

2.8.5 Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille, qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial ou qui détiennent des actions Orolia Group dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat salarié, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

3. ÉLEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

3.1 Informations préliminaires

Le présent projet d'Offre initié par Financière Orolia porte sur les actions Orolia non détenues à ce stade, soit 522.510 titres (dont 27.090 titres détenus en autocontrôle et non apportés à l'offre) représentant 13.92% du capital et 13.92% des droits de vote. Le prix de l'offre est de 20 euros, soit le prix offert pour l'achat du bloc de contrôle.

3.2 Données financières de base

3.2.1 Agrégats de référence

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités d'Orolia pour les exercices 2011, 2012, 2013, 2014 et 2015, les rapports de gestion pour les exercices 2011, 2012, 2013, 2014 et 2015, ainsi qu'un plan d'affaires 2015-2018 établi par la Société en octobre 2015.

3.2.2 Présentation des activités

Constituée en 2006, Orolia est un spécialiste de l'utilisation des systèmes de géolocalisation (Global Navigation Satellite Systems) pour des applications critiques dont les exigences en termes de fiabilité, de performance et de sécurité sont les plus élevées. Depuis son introduction en bourse en juillet 2007, la société a réalisé 9 acquisitions pour se développer sur diverses niches. Orolia compte ainsi de nombreuses filiales et activités regroupées au sein de 2 divisions : Spectracom et McMurdo.

Spectracom (46% du CA 2015)

Issue de la scission des activités d'horodatage et de synchronisation de Temex en 2006, la division a été constituée par les acquisitions de Spectracom en 2007, de Pendulum en 2008 et de Rapco Electronics en 2009. Son offre comprend : des équipements d'horodatage, de synchronisation et de mesure permettant de recalibrer les horloges des réseaux d'informations et systèmes critiques, de dater certains événements précis et de contrôler l'exactitude et la précision du temps. Les principaux marchés adressés sont les secteurs de la défense, de l'aérospatial, des télécoms et des diffuseurs TV.

McMurdo (54% du CA 2015)

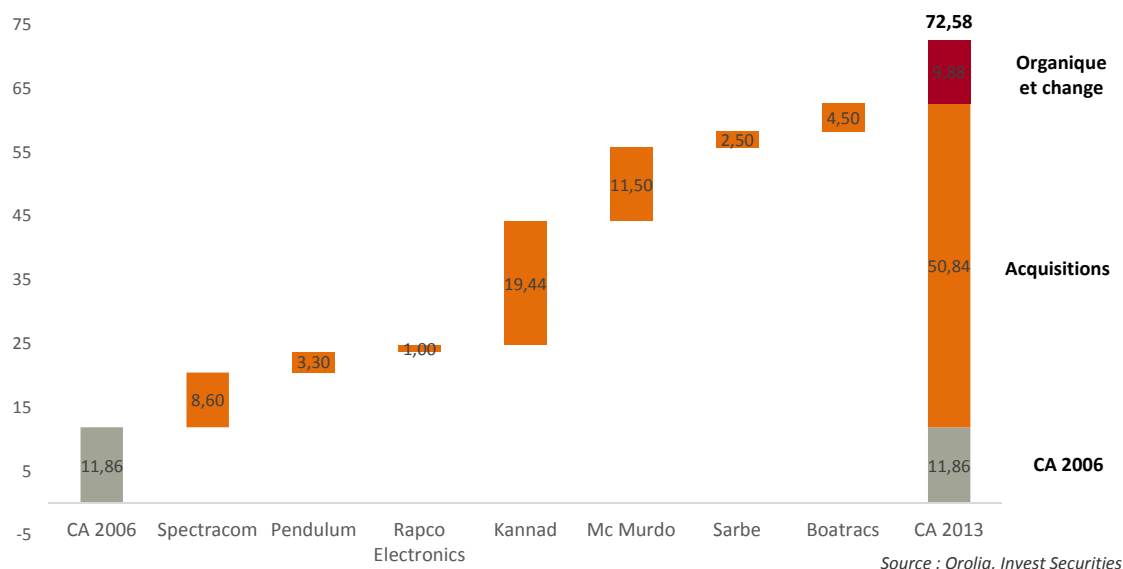
La division a été constituée par les acquisitions de Kannad et Mc Murdo en 2009, de Sarbe en 2011, de Boatracs en 2012 et de Techno-Sciences en 2014. Mc Murdo regroupe les activités spécialisées dans la gestion de situation de Recherche & Sauvetage et dans la surveillance maritime. Son offre comprend à la fois des balises de détresse (AIS ou COSPAS SARSAT), des infrastructures de connectivité satellitaire, des logiciels de surveillance/gestion des interventions de recherche & sauvetage, et des infrastructures sols pour la recherche & sauvetage. Les principaux marchés adressés sont l'aviation commerciale, l'aviation militaire, l'industrie maritime et les gouvernements.

3.2.3 Historique des résultats

Depuis 2014, Orolia publie ses résultats en normes IFRS. Une information comparative au titre de l'exercice 2013 a également été présentée. La principale différence avec les normes françaises précédemment utilisées tient au non amortissement des écarts d'acquisition. Afin de respecter cette différence de comptabilité, l'historique des résultats est décomposé en 2 phases : de 2006 à 2013 et de 2014 à 2015.

Historique 2006-13 (normes françaises)

Entre 2006 et 2013, Orolia a vu son CA passer de 11,9 millions d'euros à 72,6 millions d'euros. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, 84% de cette croissance est imputable aux acquisitions, la croissance organique (incluant l'impact des changes) représentant les 16% restants.

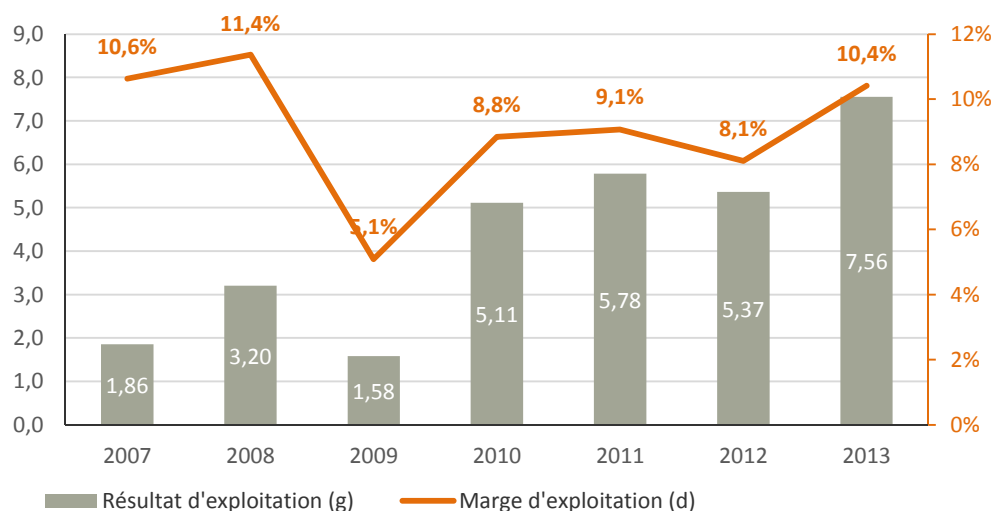


La décomposition de la croissance du CA année par année sur 2007-2013 souligne par ailleurs la volatilité de la croissance organique, celle-ci s'établissant à +25% en 2007 et -14% en 2009. Par ailleurs, Orolia n'a pas été en mesure d'afficher une dynamique organique positive plus de deux années de suite. Ceci tient notamment à la nature des activités d'Orolia qui sont dépendantes de certains gros contrats, notamment dans l'aérospatial et la surveillance maritime. La croissance organique moyenne sur la période ressort à +7%.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CA	17,44	28,17	31,10	57,81	63,73	66,19	72,58
Croissance lfl	+25%	+13%	-14%	+9%	+9%	-6%	+10%
Effet change	-1%	-4%	+2%	+3%	-2%	+4%	-3%
Effet périmètre	+23%	+53%	+22%	+74%	+4%	+6%	+3%
Variation du CA	+47%	+61%	+10%	+86%	+10%	+4%	+10%

Source : Orolia

En termes de rentabilité opérationnelle, Orolia a également affiché sur 2007-13 une forte volatilité d'une année sur l'autre, la marge d'exploitation étant comprise sur la période entre 5,1% et 11,4% du chiffre d'affaires. L'intégration des acquisitions aux rentabilités très disparates, combinées aux évolutions organique de l'activité, explique une grande partie de cette volatilité. Certains facteurs inhérents à Orolia, comme par exemple une accélération des investissements de R&D ou des décalages de certification, ont amplifié les deux principaux facteurs précédemment cités.



Historique 2014-15 (normes IFRS)

L'exercice 2014 a été marqué par l'intégration de la société Techno-Sciences à compter du 1^{er} mai 2014, des décalages importants sur les ventes d'horloges atomiques dans le cadre de programmes spatiaux liés à des difficultés temporaires et par un retard de certification COSPAS SARSAT sur deux produits phares. Sur l'ensemble de l'exercice 2014, le chiffre d'affaires ressort à 80,4m€, en croissance de 10,8% par rapport à l'exercice 2013 en données publiées et en repli de 1,1% à périmètre et taux de change constants.

Les résultats 2014 ont quant à eux été marqués par :

- (i) une hausse des dépenses de recherche & développement (+1,46m€) et des investissements de transformation (1,71m€),
- (ii) une rentabilité de Techno-Sciences moindre que les activités du groupe (marge opérationnelle courante de seulement 7%)
- et (iii) plus de 4 millions d'euros d'éléments non récurrents, dont 2 millions d'euros liés des opérations d'acquisitions concrétisées ou avortées, 0,5 million d'euros liés à des litiges sociaux ou rupture de contrat, 0,7 million d'euros liés à une escroquerie aux virements internationaux et 1 million d'euros correspondant à une provision pour des problèmes chez des sous-traitants.

Ainsi, Orolia a dégagé au titre de 2014 un résultat opérationnel courant de 6,72 millions d'euros (-11%), une marge opérationnelle courante de 8,3% en recul de 2,1 points, et une perte nette part du groupe de 3,4 millions d'euros (vs +4,05 millions d'euros en 2013). Le management a qualifié à l'époque l'exercice 2014 de transition et présenté des objectifs plus ambitieux au titre de 2015, visant une croissance soutenue de son activité et une amélioration de sa rentabilité.

Au titre de l'exercice 2015, Orolia a dévoilé le 22 février 2016 un chiffre d'affaires de 98,2 millions d'euros, en croissance de 22% en données publiées et en recul de 3,6% à périmètre et taux de change constant. La société a notamment bénéficié :

- (i) de l'intégration sur 4 mois supplémentaires de Techno-Sciences,
- et (ii) d'un impact change favorable, sachant qu'Orolia réalise plus de 60% de son chiffre d'affaires en dollars et plus de 10% en livre sterling.

Ce niveau d'activité est en ligne avec les indications communiquées lors de la publication du chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2015 le 29 juillet 2015.

Les résultats financiers 2015 publiés le 18 avril 2016 ont confirmé cette dynamique positive, avec une très forte amélioration de la rentabilité imputable à :

- (i) un impact change positif de +1,2 million d'euros sur le résultat opérationnel courant,
- (ii) la nette amélioration de la rentabilité de Techno-Sciences (marge opérationnelle de 11,7% contre 7% en 2014)
- et (iii) une bonne maîtrise des charges opérationnelles pour les activités historiques.

Le résultat opérationnel courant ressort en croissance de 64% à 10,9 millions d'euros, faisant ressortir une marge de 11,2% en hausse de 2,9 points. Cette amélioration de la rentabilité opérationnelle, combinée à une normalisation des charges non récurrentes (1,8 million d'euros en 2015 contre 4,4 millions d'euros en 2014), engendre un résultat net part du groupe de 5,88 millions d'euros, à comparer à une perte nette de 3,44 millions d'euros en 2014.

Compte de résultat IFRS d'Orolia sur 2013-15

en millions d'euros	2013	%CA	2014	%CA	2015	%CA
CA	72,58		80,42		98,16	
variation 1 an	+9,7%		+10,8%		+22,0%	
Autres produits	0,63	0,9%	0,41	0,5%	0,08	0,1%
Achats & charges externes	-40,50	-55,8%	-45,27	-56,3%	-51,07	-52,0%
Impôts & taxes	-0,52	-0,7%	-0,59	-0,7%	-0,53	-0,5%
Charges de personnel	-20,58	-28,4%	-24,07	-29,9%	-28,83	-29,4%
Autres produits et charges opérationnels	-0,15	-0,2%	-0,41	-0,5%	-1,09	-1,1%
EBITDA	11,46	15,8%	10,49	13,0%	16,73	17,0%
variation 1 an			-8,5%		+59,5%	
Dotations aux amortissements & provisions	-3,90	-5,4%	-3,77	-4,7%	-5,70	-5,8%
EBITA	7,56	10,4%	6,72	8,3%	11,03	11,2%
variation 1 an			-11,1%		+64,2%	
Éléments non courants	-0,33	-0,5%	-4,40	-5,5%	-1,80	-1,8%
Ebit publié	7,22	10,0%	2,32	2,9%	9,22	9,4%
variation 1 an			-68,0%		+298,4%	
Résultat financier	-1,99	-2,7%	-1,99	-2,5%	-0,87	-0,9%
Résultat avant impôt	5,23	7,2%	0,33	0,4%	8,35	8,5%
variation 1 an			-93,8%		ns	
IS / Tx IS / RCAIS	-1,12	-1,5%	-3,69	-4,6%	-2,39	-2,4%
Intérêts minoritaires	-0,06	-0,1%	-0,08	-0,1%	-0,08	-0,1%
RN pdg	4,05	5,6%	-3,44	-4,3%	5,88	6,0%
variation 1 an			ns		ns	

Source : Orolia

3.2.4 Bilan économique 2007-15

L'actif économique d'Orolia comprend les principaux points suivants :

- Des écarts d'acquisitions (23,8 millions d'euros au 31/12/15) compte tenu de la stratégie active d'acquisitions depuis 2007
- Des actifs incorporels (15,8 millions d'euros au 31/12/15) compte tenu de l'approche comptable de capitaliser une partie de ses dépenses de recherche & développement
- Un besoin en fonds de roulement importants (15,9m€ à fin 2015, soit 60 jours de chiffres d'affaires) compte tenu de la nature des clients et des projets

Le passif économique d'Orolia comprend les principaux points suivants :

- Des capitaux propres part du groupe solides (34,9 millions d'euros au 31/12/15), après le placement privé de 10,9 millions d'euros réalisé en 2007, un apport d'actifs rémunéré en actions pour 10 millions d'euros en septembre 2009 et une augmentation de capital de 5,9 millions d'euros réalisée en décembre 2009. Ce niveau de capitaux propres tient par ailleurs compte de l'Offre Publique de Rachat d'Actions de 7,5 millions d'euros réalisée en juillet 2015.
- Une dette financière nette (17,1 millions d'euros au 31/12/15) consécutives aux acquisitions réalisées depuis 2007
- Des provisions (9,3 millions d'euros au 31/12/15) se décomposant principalement en des provisions retraites (5 millions d'euros au 31/12/15) et des provisions pour garantie (2,9 millions d'euros au 31/12/15).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013*	2014*	2015*
Ecart d'acquisitions	7,6	9,4	17,4	14,3	13,2	18,8	19,1	23,8	23,8
Autres immobilisations incorporelles	1,8	2,9	4,4	6,7	7,7	6,7	7,9	13,2	15,8
Immobilisations corporelles	1,3	1,6	3,8	4,2	4,1	3,7	3,3	3,7	3,5
Autres actifs immobilisés	0,0	0,2	0,4	0,6	0,4	0,6	3,1	2,1	3,1
Total actif immobilisé	10,7	14,1	26,0	25,8	25,4	29,6	33,4	42,9	46,1
Besoin en fonds de roulement	5,3	5,6	10,5	12,2	15,8	17,3	13,0	13,0	15,9
Total actif économique	16,1	19,7	36,5	37,9	41,2	46,9	46,3	55,9	62,0
Capitaux propres part du groupe	18,3	19,8	33,3	35,5	36,6	35,5	37,7	34,9	34,9
Intérêts minoritaires	0,3	0,5	0,5	0,7	0,7	0,5	0,5	0,6	0,7
Provisions	0,8	1,3	2,7	2,5	2,6	4,4	4,0	7,2	9,3
Dette financière nette	-3,3	-2,0	-0,1	-0,7	1,3	6,6	4,1	13,2	17,1
Total passif économique	16,1	19,7	36,5	37,9	41,2	46,9	46,3	55,9	62,0

* en normes IFRS

Source : Invest Securities, Orolia

3.2.5 Analyse du plan d'affaires 2015-18

La société a établi en octobre 2015 un plan d'affaires 2015-2018, étant entendu qu'elle ne bénéficiait pas à l'époque de l'atterrissage sur ses résultats 2015. A l'échelle des 2 principales divisions d'Orolia, ce plan prévoit notamment sur 2016-18 :

- Pour la division Mc Murdo : (i) une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de +6% portée par ses offres à destination de l'aviation civile et à l'installation des infrastructures Sarsat après les contrats signés depuis 2014 et (ii) une amélioration progressive de la Rentabilité Opérationnelle Courante pour approcher à horizon 2018 un niveau proche de la rentabilité actuelle du groupe (soit 10% du chiffre d'affaires), avec notamment pour principaux leviers une normalisation des dépenses de recherche & développement.
- Pour la division Spectracom : (i) une croissance moyenne annuelle du CA de +9% par an, avec toutefois des dynamiques de croissance différente d'une année à une autre au regard des calendriers des programmes spatiaux et (ii) une légère amélioration de la rentabilité opérationnelle courante pour s'approcher à horizon 2018 des niveaux atteints en 2013 (15,8%).

Ce plan d'affaires intègre par ailleurs :

- Un taux d'imposition normatif de 33%
- Un Besoin en Fonds de Roulement se maintenant sur les niveaux actuels (soit environ 60 jours de chiffres d'affaires)
- Une stabilisation des crédits d'impôts, notamment le CIR, sur les niveaux actuels
- Une normalisation des investissements en matière de R&D.

La très forte amélioration de la rentabilité observée entre 2014 et 2015 permet de crédibiliser des objectifs qui auraient pu être qualifiés jusqu'alors de très ambitieux. Néanmoins, l'analyse de l'historique de résultats du groupe témoigne d'une certaine volatilité, tant en termes de croissance du chiffre d'affaires que de rentabilité. Le décalage de certains contrats, imputables ou non à Orolia, tout comme une évolution défavorable des changes, seraient de nature à réviser sensiblement à la baisse les prévisions.

Il est à noter qu'Orolia a publié le 18 avril dernier son chiffre d'affaires pour le premier trimestre 2016, concomitamment à la présentation de ses résultats 2015. Le chiffre d'affaires consolidé ressort à 18,9 millions d'euros, contre 23,7 millions d'euros au premier trimestre 2015, en baisse de 20,2% en données publiées et de 19,1% à périmètre et taux de change constants. La division Spectracom bénéficie d'une bonne dynamique des marchés avec une progression de l'activité de 8,8% (+10,3% à périmètre et taux de change constants) à 11,2 millions d'euros. La division McMurdo affiche en revanche un net repli (-43,2% en données publiées et -41,8% à périmètre et taux de change constants), avec un chiffre d'affaires de 7,7 millions. Cette évolution est expliquée par une base de comparaison défavorable liée à l'exécution en 2015 de contrats importants, notamment en Australie et en Nouvelle-Zélande. Orolia précise que l'objectif prioritaire pour les prochains mois est de reconstituer le carnet de commandes en signant de nouveaux grands contrats. A cet égard, le contrat d'environ 4 millions d'euros en Afrique du Nord annoncé en janvier 2016 constitue une étape importante. Malgré ce début d'année, Orolia a indiqué être confiant dans sa capacité à réaliser en 2016 un nouvel exercice de croissance. S'il n'est pas de nature à remettre en cause le plan d'affaires 2015-18, ce premier trimestre 2016 illustre la volatilité d'activité évoquée précédemment.

3.2.6 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés en normes IFRS telles qu'adoptées par l'Union européenne au 31 décembre 2015.

La Dette Nette ajustée de 25,30 millions d'euros intègre :

- Une Dette Financière Nette de 17,05 millions d'euros au 31/12/15, comprenant 29,60 millions d'euros de dettes bancaires et 1,99 millions d'euros d'affaturages auxquelles est déduit une trésorerie de 14,53 millions d'euros.
- L'indemnisation en numéraire d'un dirigeant de Boatracs pour 0,4 millions d'euros en contrepartie de sa renonciation aux actions dues dans le cadre de l'accord d'intéressement en vigueur.
- Des provisions pour retraites nettes d'impôts de 3,31 millions d'euros.
- L'ensemble des autres provisions (litiges, garanties, restructurations) pour un montant cumulé de 4,39 millions d'euros.
- Les intérêts minoritaires pour leur valeur au bilan de 0,73 millions d'euros.
- Les reports déficitaires pour leur valeur reconnue en impôts différés actifs (0,59 millions d'euros). En plus de son déficit reportable activé, Orolia dispose d'un déficit reportable non activé et non reconnu en comptabilité de 8,14 millions d'euros pour ces activités françaises. Le groupe ayant déprécié 2,2 millions d'euros d'impôts différés actifs en 2014 en raison de l'absence de visibilité sur leur recouvrement, ces montants n'ont pas été intégrés.

en millions d'euros	
Dette Financière Nette fin 2015	17,05
Rachat des BSA détenus par dirigeant Boatracs	0,40
Provisions retraites après impôts fin 2015	3,31
Provisions pour garanties, litiges, restructurations et autres	4,39
Intérêts minoritaires	0,73
Reports déficitaires	-0,59
Dette Nette ajustée	25,30

3.2.7 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions Orolia retenu est de 3 998 919, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation de 3 754 917 tel que communiqué par la société au 29/02/2016, diminué des actions auto-détenues (27 090) et augmenté des 271 092 actions susceptibles d'être émises par l'exercice des BSA et des options de souscription calculées selon la « treasury stock method1 » sur la base d'un cours de référence de 20€.

Nombre d'actions retenues	Au 29/02/16
Nombre d'actions en circulation	3 754 917
- actions auto-détenues	-27 090
+ options de souscriptions	47 812
+ bons de souscription d'actions	223 280
Nombre d'actions retenu	3 998 919

3.3 Méthodes retenues pour l'appréciation du prix de l'offre

3.3.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode DCF (*discounted cash flows*) consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Pour construire nos estimations de flux de trésorerie, nous intégrons le plan d'affaires fourni par la Société pour la période 2016-2018. Afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale déterminée, Invest Securies a établi un horizon de transition jusqu'en 2025 dont les hypothèses figurent ci-dessous :

- Atterrissage progressif de la croissance du chiffre d'affaires vers le niveau retenu à l'infini (+1%). Ce taux de 1% correspond à la tendance d'inflation anticipée dans les économies développées qui constituent l'essentiel des débouchés d'Orolia.
- Atterrissage progressif entre 2019 et 2025 de la marge d'EBITDA, retraitée de la R&D activée et hors CIR et subventions, pour atteindre 10,5% en 2025, soit la rentabilité moyenne attendue entre 2014 et 2018.

¹ Pour un plan donnée, nombre d'actions susceptibles d'être émises par exercice des souscriptions d'actions multiplié par la différence entre le cours de référence et le prix de l'exercice des options « dans la monnaie » et divisé par le cours de référence.

- Maintien à partir de 2019 du CIR sur le niveau atteint en 2018 (0,5 million d'euros).
- Absence de subventions au-delà de 2018.
- Atterissage des investissements hors R&D vers un niveau représentant 1,5% du chiffre d'affaires et alignement des amortissements sur ce niveau.
- Stabilisation du BFR à un niveau représentant 60 jours de chiffre d'affaires, soit le niveau affiché en 2014 (59,0) et en 2015 (59,1).

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Il intègre :

- Le taux sans risque retenu de 0,55%, qui correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 5 mai 2016 (source Factset Estimates).
- La prime de risque de marché retenue de 6,51%, correspondant à la moyenne sur 3 mois au 5 mai 2016 de la prime de risque fournie par Factset Estimates.
- Une prime de risque spécifique de 4,0%, sachant que le Bêta obtenu par la corrélation entre le cours d'Orolia Technologies et l'indice CAC 40 n'a aucune signification compte tenu de la faible liquidité sur le titre (pour information 0,39x sur 1 an et 0,47x sur 3 ans). Cette prime ressort en milieu de fourchette des primes de risque spécifique constatées dans le cadre d'offres publiques en France depuis 2014 (2,40% à 4,80%), ce qui se justifie au regard de la taille de la société et de son flottant.
- Un coût de la dette de 4,5% avant impôt et un taux d'imposition normatif de 33%.
- Un levier financier de 25%, sachant qu'Orolia affiche une Dette Nette Ajustée de 24,9 millions d'euros.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 9,05%.

Taux sans risque (moyenne 3 mois)	0,55%
Prime de risque du marché (moyenne 3 m	6,51%
Prime de risque spécifique	4,00%
Coût du capital	11,06%
Coût de la dette	4,50%
Taux d'imposition	33,00%
Levier financier	25,00%
Coût moyen pondéré du capital	9,05%

Sources : Factset Estimates, Invest Securities

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de 1% à long terme, la valeur d'entreprise d'Orolia ressort à 98,9 millions d'euros, soit une valeur des capitaux propres de 73,6 millions d'euros ou 18,4 euros par action. La valeur terminale représente 47% de la valeur d'entreprise.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux d'actualisation et +/- 0,5% sur le taux de croissance à l'infini. Sur la base de ces analyses, la valeur par action d'Orolia s'établit dans une fourchette de 16,6 euros à 20,6 euros.

		Taux d'actualisation (WACC)						
		7,55%	8,05%	8,55%	9,05%	9,55%	10,05%	10,55%
croissance à l'infini	+0,50%	22,9	20,9	19,2	17,7	16,3	15,1	14,0
	+0,75%	23,5	21,4	19,6	18,0	16,6	15,4	14,3
	+1,00%	24,1	22,0	20,1	18,4	17,0	15,7	14,5
	+1,25%	24,8	22,5	20,6	18,8	17,3	15,9	14,7
	+1,50%	25,6	23,2	21,1	19,2	17,7	16,3	15,0

Source : Invest Securities

Au-delà des sensibilités usuelles à la croissance à l'infini et au taux d'actualisation, il convient également de souligner le poids du CIR. En excluant cet élément, la valorisation par DCF s'établirait en scénario central à 17,8 euros, contre 18,4 euros dans le scénario central présenté ci-dessus.

3.3.2 Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats d'Orolia les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité. Cette méthode a été retenue compte tenu de l'existence d'un nombre suffisant de comparables, bien que certaines différences existent au niveau des modèles d'activité, des positionnements et de la taille.

L'échantillon de sociétés comparables est composé de 7 sociétés :

- Cobham, société anglaise cotée à la bourse de Londres, est un équipementier aéronautique présent à la fois dans les avions ravitailleurs, l'électronique, l'avionique, les radars et le matériel de survie. Le groupe est organisé autour de 4 divisions : Communication & Connectivité (37% du chiffre d'affaires), systèmes de mission (18%), Solutions d'Electronique Avancées (26%) et Services Aéronautiques (19%). Cobham adresse à la fois les marchés de l'aéronautique, de l'aérospatial et de la défense. La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 2 072 millions de livres.
- Flir, société américaine cotée au Nasdaq, est le leader mondial des caméras et systèmes infra-rouges, ainsi que des solutions de géolocalisation. La société est organisée autour de 6 divisions : surveillance (32% du chiffre d'affaires), détection (7%), Sécurité (15%), instruments de mesure (22%), Automobile (12%) et Marine (11%). La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 1 557 millions de dollars.
- Furuno, société japonaise cotée à Osaka, est un fournisseur de solutions électroniques (GPS, sonars, systèmes de navigation, communication par satellite, positionnement) pour la marine et l'industrie.
- Garmin, société américaine cotée au Nasdaq, est spécialisée dans les systèmes de navigation par GPS. Son offre adresse à la fois des segments grand public dans l'automobile (37% du chiffre d'affaires 2015) et le sport/loisirs (38%), ainsi que des segments industriels comme l'aéronautique (14%) et la marine (11%). La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 2 820 millions de dollars.
- Hexagon AB, société industrielle suédoise cotée à Stockholm, est spécialisée dans les solutions de conception, de mesure et de visualisation. Elle est organisée en 2 divisions : solutions géo spatial (50% du chiffre d'affaires) et solutions de conception pour les entreprises (50% du chiffre d'affaires). Elle adresse principalement les marchés de l'ingénierie/construction et de l'énergie. La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 3 044 millions d'euros, réparti entre l'Amérique du Nord (31%), l'Europe occidentale (30%), l'Asie (28%) et le reste du monde (11%).
- Keysight Technologies, société américaine cotée à New York, est spécialisée dans les équipements de mesure pour les industries des télécommunications (34% du chiffre d'affaires), de l'aéronautique (22%), de l'informatique et des semi-conducteurs (44%).
- Kongsberg, société norvégienne cotée à Oslo, est un fabricant de produits de positionnement, de navigation, d'automatisation et de simulation. La société est organisée autour de 4 divisions : Maritime (60% du chiffre d'affaires) via des systèmes de navigation, d'information et de positionnement, des instruments de mesure sismiques et géologiques, Défense (24%) via des systèmes de guidage, de contrôle, de surveillance et de communication, Protech (9%) via des postes de tir télécommandés et Pétrole & Gaz (5%). La société a réalisé en 2015 un CA de 17 141 millions de couronnes norvégiennes.
- L-3 Communications Holding, société américaine cotée à New York, est spécialisée dans les systèmes sécurisés de transmissions de données à haut débit, les liaisons hertziennes, l'avionique et les communications océaniques. La société adresse principalement les secteurs de la défense et l'armement qui représentent plus de 70% de son chiffre d'affaires. La société a réalisé en 2015 un CA de 10 466 millions de dollars.
- Rockwell Collins, société américaine cotée à New York, est un groupe industriel spécialisé dans l'avionique, à travers des solutions de navigation et de guidage, de communication, de contrôles de vols, d'optique. Rockwell Collins est organisé en 3 divisions : aviation civile (46% du chiffre d'affaires), gouvernement et défense (42%) et services (12%). La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 5 244 millions de dollars.
- Trimble, société américaine cotée au Nasdaq, est un acteur de référence dans les technologies de positionnement de pointe et d'optique (GPS, laser). La société adresse les marchés de l'agriculture, de la construction, de l'architecture/ingénierie, des transports et de la logistique. La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 1 534 millions de dollars.
- Teledyne, société américaine cotée à New York, est un conglomérat spécialisé sur différentes niches technologiques. La société est organisée autour de 4 divisions : (i) Instrumentations (46% du chiffre d'affaire) pour la marine (contrôle & surveillance), l'industrie pétrolière, l'environnement (qualité de l'air et de l'eau) et pour le médical, (ii) Imagerie Digitale (16%) dans les domaines de la santé, des semi-conducteurs, (iii) Electronique pour l'Aéronautique et la Défense (26%) via des solutions de communication et de mesure et (iii) Systèmes d'Ingénierie (12%). La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 2 298 millions de dollars.
- Ultra Electronics, société anglaise cotée à Londres, est un fournisseur de systèmes électroniques (détection, communication et surveillance) pour les marchés de la défense, de l'aéronautique, de la sécurité, des transports et de l'énergie. La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 726 millions de livres.

Nous avons dû exclure de notre échantillon Frequency Electronics, pur comparable d'Orolia dans les systèmes de temps, fréquence et mesure haute précision, en raison de l'absence de suivi dans les bases de données Factset Estimates, Bloomberg et Capital IQ, ainsi qu'Honeywell, conglomérat américain trop diversifié, malgré le fait que ce dernier ait racheté COMDEV, un concurrent d'Orolia.

Les principaux agrégats des sociétés de l'échantillon (capitalisation boursière, valeur d'entreprise, croissance du chiffre d'affaires, et marge d'EBITDA retraitée de la R&D activée) sont détaillés ci-dessous :

	Pays	Capi (m€)	VE (m€)	Croissance du CA		Marge d'EBITDA retraitée R&D	
				2015	2016e	2015	2016e
Hexagon AB	Suède	12 087	13 796	+16%	+5%	23,4%	24,7%
L-3 Communications	Etats-Unis	9 164	12 173	-4%	-8%	10,5%	12,0%
Garmin	Etats-Unis	6 810	5 053	+9%	-4%	22,7%	21,1%
Cobham	Royaume Uni	2 282	3 915	+18%	-10%	19,3%	19,7%
Trimble Navigation	Etats-Unis	5 109	5 674	+7%	-1%	18,0%	19,1%
FLIR Systems	Etats-Unis	3 678	3 573	+13%	+1%	23,1%	22,9%
Teledyne Technologies	Etats-Unis	2 847	3 475	+7%	-5%	16,3%	16,2%
Kongsberg Gruppen	Norvège	1 708	1 622	-3%	+2%	9,8%	9,2%
Ultra Electronics	Royaume Uni	1 573	1 998	+7%	+2%	17,7%	17,7%
Furuno	Japon	154	195	+16%	+2%	6,3%	5,8%
Keysight	Etats-Unis	3 882	4 449	+9%	-4%	21,2%	21,3%
Rockwell Collins	Japon	10 275	11 998	+17%	-3%	24,0%	23,8%
Moyenne		4 541		+9%	-2%	17,7%	17,8%
Médiane		3 263		+9%	-2%	18,7%	19,4%

Source : Factset, Invest Securities

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu uniquement les multiples calculés sur la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA retraité de la R&D activée. Au regard des différentes pratiques en termes de comptabilisation de la R&D et de leur implication en termes d'amortissement et d'impact fiscal, les VE/EBITDA non retraités, ainsi que les VE/EBITA et les PER ne permettent pas de donner une image fidèle et comparable, tandis que l'EV/CA ne reflète pas les écarts potentiels de rentabilité.

Les ratios de valorisation sont déterminés sur la base des cours au 5 mai 2016. Les estimations de résultats 2015 et 2016 sont issues du consensus Factset Estimates. Les multiples de l'échantillon de comparables sont les suivants :

	EV/EBITDA retraité R&D			EV/EBITDA publié		
	2015	2016e	2017e	2015	2016e	2017e
Hexagon AB	19,4x	17,5x	15,8x	15,7x	14,3x	12,9x
L-3 Communications	12,0x	11,5x	10,9x	12,0x	11,5x	10,9x
Garmin	8,6x	9,6x	9,3x	8,6x	9,6x	9,3x
Cobham	7,2x	7,9x	7,8x	7,2x	7,9x	7,8x
Trimble Navigation	15,0x	14,2x	12,1x	15,0x	14,2x	12,1x
FLIR Systems	10,8x	10,8x	10,0x	10,8x	10,8x	10,0x
Teledyne Technologies	10,1x	10,7x	9,9x	10,1x	10,7x	9,9x
Kongsberg Gruppen	9,3x	9,8x	8,4x	8,7x	9,1x	7,9x
Ultra Electronics	11,4x	11,2x	10,4x	11,0x	10,8x	10,1x
Furuno	4,5x	4,8x	5,0x	4,5x	4,8x	5,0x
Keysight	8,0x	8,2x	7,9x	8,0x	8,2x	7,9x
Rockwell Collins	10,4x	10,8x	10,1x	10,4x	10,8x	10,1x
Moyenne	10,8x	10,8x	9,9x	10,4x	10,4x	9,6x
Médiane	10,4x	10,8x	9,9x	10,4x	10,8x	9,9x

Source : Factset Estimates

Appliqués aux estimations de résultats d'Orolia, les EV/EBITDA retraités 2015 et 2016 font ressortir une valeur de 22,4 euros à 23,6 euros par action.

Compte tenu de la différence de taille entre Orolia et les valeurs de notre échantillon de comparables, il est appliqué une décote basée sur l'Abaque d'Eric-Eugène Grena. En s'appuyant sur la table ci-dessous et compte tenu d'un rapport des capitalisations de 1,8% (75 millions pour Orolia vs médiane à 3 263 millions d'euros pour l'échantillon de comparables), il est appliqué une décote de 34% sur la valorisation d'Orolia.

Rapport des capitalisations	Décote
<2%	40%
2%	34%
5%	26%
10%	20%
20%	14%
30%	10%
40%	7%
50%	5%
60%	4%
80%	2%

source : Invest Securities

La valorisation par comparables d'Orolia s'établit donc entre 16,4 euros et 17,4 euros.

3.3.3 Approche par les cours boursiers

Les actions Orolia sont admises aux négociations sur Alternext depuis le 27 juillet 2007 au sein du groupe de cotation EA et ont été transférées le 6 juillet 2009 au groupe de cotation E2. L'analyse du cours de bourse a été réalisée jusqu'au jour de l'annonce de la transaction (acquisition de 88% du capital par Eurazeo PME associé aux fondateurs et au management), soit le 11 février 2016.

Au cours des 12 derniers mois précédant le 11 février 2016, les volumes moyens se sont élevés à 2 325 titres, soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 34 milliers d'euros. La liquidité du titre Orolia est suffisante pour que soit retenue l'approche par les cours boursiers, puisque le taux de rotation du flottant ressort à 124% sur 1 an.

Historique de cours d'Orolia entre février 2015 et février 2016



Source : Factset Estimates

Au 11 février 2016, l'action Orolia a clôturé à 16,37 euros. Le cours moyen pondéré s'établit à 17 euros sur 3 mois, 15,85 euros sur 6 mois et 14,70 euros sur 12 mois. Le cours a atteint son plus haut sur les douze derniers mois le 5 janvier 2016 à 18,49 euros et son plus bas le 11 février 2015 à 12,67 euros.

	Cours	Volume moyen journalier	Prime/décote
Cours spot au 11 février 2016 (date annonce)	16,37	498	+22%
Moyenne pondérée 3 mois (11/11/15 au 11/02/16)	17,00	2 076	+18%
Moyenne pondérée 6 mois (11/08/15 au 11/02/16)	15,85	2 518	+26%
Moyenne pondérée 12 mois (11/02/15 au 11/02/16)	14,70	2 325	+36%
Plus bas 12 mois	12,67	0	+58%
Plus haut 12 mois	18,37	69 721	+9%

Source : Factset Estimates

3.3.4 Approche par les transactions récentes sur le capital

Cette méthode consiste à observer les transactions récentes sur le capital de la Société.

Le 29 avril 2015, Orolia a fait part de son intention de lancer une Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA) portant sur un maximum de 500 000 actions, soit 11,82% du capital, au prix de 15 euros par action. Les conditions financières ont fait l'objet d'une attestation sur leur caractère équitable pour les actionnaires délivrée par un expert indépendant, le cabinet Farthouat Finance. Un projet de note d'information a été déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2015 et l'AMF a apposé son visa à l'opération le 28 mai 2015 sous le n°15-229.

Le 11 février 2016, Eurazeo PME a annoncé avoir signé un accord en vue de détenir 88% du capital d'Orolia avec les fondateurs et le management. L'accord prévoit l'acquisition de 42% du capital auprès de 2 actionnaires financiers historiques pour la totalité de leur participation et de ses fondateurs et managers. Le solde, 46% du capital, est apporté à Financière Orolia sur la base de la même valeur par titre.

3.3.5 Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions Orolia

Le tableau ci-dessous récapitule les primes et décotes induites par rapport au prix de l'offre (20 euros).

	Valorisation de l'action	Prime / décote
Actualisation des flux de trésorerie		
Scénario central	18,4	+9%
Comparables		
EV/EBITDA retraité 2015	16,4	+22%
EV/EBITDA retraité 2016	17,4	+15%
Cours de bourse		
Cours spot au 11 février 2016 (date annonce)	16,37	+22%
Moyenne pondérée 3 mois (11/11/15 au 11/02/16)	17,00	+18%
Moyenne pondérée 6 mois (11/08/15 au 11/02/16)	15,85	+26%
Moyenne pondérée 12 mois (11/02/15 au 11/02/16)	14,70	+36%
Plus bas 12 mois	12,67	+58%
Plus haut 12 mois	18,37	+9%
Transactions récentes sur le capital		
OPRA juillet 2015	15,0	+33%
Rachat de 88% du capital par Eurazeo en février 2016	20,0	+0%

3.4 Méthodes écartées

3.4.1 Cours cibles des analystes

Orolia ne fait l'objet d'un suivi que de la part d'un seul bureau d'analyse (Gilbert Dupont) selon les informations collectées auprès de Bloomberg et Factset Estimates. L'absence de consensus ne nous permet pas de retenir la méthode de valorisation par les objectifs de cours.

A titre d'information, nous présentons ci-dessous l'historique des objectifs de cours de Gilbert Dupont depuis 1 an. Entre le 1^{er} janvier 2015 et le 11 février 2016 (date de l'annonce Eurazeo), l'objectif de cours de Gilbert Dupont est compris entre 14,5 euros et 20,2 euros.

Date publication	Bureau d'analyse	Recommandation	Objectif de cours
19/01/2015	Gilbert Dupont	Acheter	14,5
23/02/2015	Gilbert Dupont	Acheter	15,8
29/04/2015	Gilbert Dupont	Conserver	16,0
19/06/2015	Gilbert Dupont	Apporter	16,0
22/07/2015	Gilbert Dupont	Accumuler	16,5
29/07/2015	Gilbert Dupont	Acheter	16,8
12/10/2015	Gilbert Dupont	Acheter	17,0
29/10/2015	Gilbert Dupont	Acheter	18,0
13/01/2016	Gilbert Dupont	Acheter	20,2
11/02/2016	Gilbert Dupont	Conserver	20,2

Source : Factset Estimates

3.4.2 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue étant donné que (i) elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et (ii) Orolia n'a jamais versé de dividende depuis 2007.

3.4.3 Actif Net Comptable

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs d'Orolia sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés.

A titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) d'Orolia ressort à 9,4 euros par action à fin 2015.

3.4.4 Multiples de transactions comparables

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers d'Orolia les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité.

La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction ;
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leur taille, de leur positionnement, de leur présence géographique, de leur rentabilité, de leurs perspectives de croissance
- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas d'Orolia, ces difficultés se vérifient sur les 22 transactions identifiées depuis 2008, avec notamment des écarts de valorisation très importants, tant en termes de Valeur d'Entreprise (VE) rapportée au Chiffre d'Affaires (0,7x pour ECT Industries à 4,3x pour Veripos) que de VE/EBITDA (6,4x pour Trivec-Avant à 33,3x pour Symmetricom). Par ailleurs, les informations disponibles sont insuffisantes pour déterminer avec précision le traitement comptable de la R&D qui est un enjeu majeur dans cette industrie. Ceci nous conduit à ne pas retenir cette approche.

Cible	Acquéreur	Date annonce	Prix (m€)	EV/CA	EV/EBITDA
COM DEV	Honeywell	05/11/2015	311	2,2x	10,0x
Kratos Defense	Ultra Electronics	24/08/2015	243	nd	12,0x
Exelis	Harris Corporation	29/05/2015	3 979	1,4x	8,8x
Teltronic	Sepura PLC	26/05/2015	127,5	2,0x	12,6x
SkyWave Mobile Communications	ORBCOMM	01/01/2015	70	1,4x	7,8x
Aeroflex Holding	Cobham plc	12/09/2014	1 066	2,3x	11,9x
Veripos	Hexagon AB	07/02/2014	138	4,3x	11,9x
Symmetricom	Microsemi Corporation	26/11/2013	178	1,2x	33,3x
Six3 Systems	CACI International	15/11/2013	764	2,3x	17,0x
Parvus Corporation	Curtiss-Wright Controls	01/10/2013	28	1,9x	7,8x
RigNet	KKR	24/09/2013	364	2,4x	10,2x
Thrane & Thrane	Cobham	19/06/2012	346	2,4x	13,1x
Thrane & Thrane	Cobham	05/04/2012	335	2,3x	12,7x
Trivec-Avant Corporation	Cobham	31/10/2011	104	nd	6,4x
ECT Industries	NSE Holding	31/08/2011	15	0,7x	11,2x
EMS Technologies	Honeywell International	19/08/2011	344	1,4x	12,7x
Raytheon Applied Signal Technology	Raytheon Space & Airborne Systems	28/01/2011	363	2,1x	14,6x
Excelitas Technologies	Veritas Capital	29/11/2010	379	nd	10,0x
Harris CapRock Communications	Harris Corporation	30/07/2010	412	1,4x	9,6x
Raymarine	FLIR Systems	14/05/2010	144	1,2x	32,8x
Axsys Technologies	General Dynamics Advanced Information Systems	02/09/2009	432	2,4x	12,6x
DRS Technologies	Finmeccanica	22/10/2008	3 221	1,5x	11,4x
				Moyenne	1,9x
				Médiane	2,0x
					13,2x
					11,9x

Source : Capital IQ, sociétés

4. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION

4.1 Pour l'Initiateur

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

Financière Orolia
Représentée par Monsieur Jean-Yves Courtois, Président

4.2 Pour la banque présentatrice de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Invest Securities