

NOTE EN REPONSE
AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR LA SOCIETE
FINANCIERE OROLIA



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 16-255 en date du 15 juin 2016 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Orolia S.A. et engage la responsabilité de son signataire.

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

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

Dans le cas où, à la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, les actionnaires minoritaires d'Orolia S.A. représenteraient moins de 5 % du capital ou des droits de vote de cette dernière, Financière Orolia a l'intention de procéder au plus tard dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, conformément aux articles L. 433-4 III du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, à une procédure de retrait obligatoire, afin de se voir transférer les actions Orolia S.A. non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée en contrepartie d'une indemnisation de 20 euros par action Orolia S.A. égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Orolia (www.orolia.com) et mise gratuitement à la disposition du public au siège social d'Orolia, 2405 route des Dolines, Bâtiment Drakkar 2, Sophia-Antipolis, 06560 Valbonne.

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 la société Orolia, seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat selon les mêmes modalités de diffusion.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
2.1.	Cession et apport du Bloc de Contrôle	5
2.2.	Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la note en réponse.....	8
2.3.	Déclarations de franchissements de seuils et des droits de vote	9
2.4.	Recomposition du conseil d'administration	10
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OROLIA ET INTENTIONS	10
3.1.	Avis motivé du conseil d'administration	10
3.2.	Intentions des membres du conseil d'administration.....	12
3.3.	Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues.....	12
4.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	12
4.1.	Pacte d'associés de Financière Orolia	12
4.2.	Options conclues avec Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Irwin Rodrigues et Monsieur Pascal Rochat	14
4.3.	Plan de participation au capital des salariés et dirigeants de Financière Orolia et de ses filiales.....	15
5.	ÉLÉMENTS CONCERNANT OROLIA SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	16
5.1.	Structure du capital de la Société.....	16
5.2.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de Orolia ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres	17
5.3.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	17
5.3.1.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions.....	17
5.3.2.	Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Orolia (article L. 233-11 du code de commerce)	17
5.4.	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Orolia	18
5.5.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	18
5.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	18
5.7.	Accords entre actionnaires dont Orolia a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	18
5.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	18

5.8.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration.....	18
5.8.2.	Règles applicables à la modification des statuts	19
5.9.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat d'Actions.....	19
5.10.	Accords conclus par Orolia qui sont modifiés ou qui prennent fin en cas de changement de contrôle d'Orolia.....	20
5.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	20
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	20
7.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	76

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS 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 sis 2, rue du Thann, 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés 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 de la société Orolia, 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 sous le numéro 492 370 622 R.C.S. Grasse (« **Orolia** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext à Paris (« **Alternext** ») sous le code ISIN FR0010501015, mnémonique « **ALORO** » (les « **Actions** »), d'acquérir, dans les conditions décrites dans la note d'information relative à l'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») initiée par Financière Orolia, déposé auprès de l'AMF le 13 mai 2016 (la « **Note d'Information** »), la totalité de leurs actions Orolia au prix unitaire de 20 euros, payable exclusivement en numéraire.

L'Offre fait suite à l'acquisition par Financière Orolia le 13 mai 2016, directement et indirectement, de 87,98% du capital et 87,98% des droits de vote de la Société 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, 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 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 de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans le délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions Orolia non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires à l'exception des actions auto-détenues par la Société si elles ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote d'Orolia.

En cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, les actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre à l'exception des actions auto-détenues par la Société seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de 20 euros par actions égale au prix unitaire par action proposée dans le cadre de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de treize (13) jours de négociation.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. Cession et apport du Bloc de Contrôle

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 » et que l'Initiateur n'a pas eu accès dans ce cadre à d'autres informations significatives que celles qui sont mentionnées dans la Note d'Information.

Par ailleurs, les données communiquées à l'Initiateur sont cohérentes avec le business plan transmis par la Société à l'expert indépendant afin qu'il établisse son attestation d'équité, notamment en ce qui concerne les éléments reproduits dans son rapport.

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, le 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 Buckley, 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 et à une cession de 240.724 Actions au prix de 20 euros par Action à l'Initiateur représentant l'intégralité de sa participation dans Orolia, soit 2.008.760 Actions ;

- Airtek Capital Group a procédé à la cession de l'intégralité de sa participation, soit 115.000 Actions au prix 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 externalisant par transparence un prix de 20 euros par action Orolia correspondant à 6,04874 euros par action Lattice Investissement, ainsi qu'à la cession de 102.009 Actions au prix de 20 euros par Action représentant la totalité des titres détenus dans Orolia, soit 180.759 Actions et 190.BSA ;
- Monsieur Irwin Rodrigues a procédé à un apport en nature à l'Initiateur de 12.500 Actions sur une base de valorisation de 20 euros par Action et à une cession de 26.943 Actions au prix de 20 euros par Action et 70.000 BSA à un prix par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'Offre (20 euros par Action) et les prix d'exercice respectifs des BSA concernés, représentant la totalité des titres détenus dans la Société, soit 39.443 Actions et 70.000 BSA ;
- Monsieur Pascal Rochat a procédé à un apport en nature à l'Initiateur de 5.000 Actions sur une base de valorisation de 20 euros par Action et à une cession de 8.778 Actions au prix de 20 euros par Action, représentant la totalité de sa participation dans Orolia ;
- Monsieur Christophe François a procédé à la cession de l'intégralité de sa participation, soit 48.786 Actions au prix de 20 euros par Action ;
- les autres Actionnaires de Contrôle ont cédé à l'Initiateur (i) 825.881 Actions moyennant un prix de 20 euros par Action et (ii) 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 Buckley 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.

Il est par ailleurs indiqué que dans ses délibérations du 13 mai 2016, le conseil d'administration d'Orolia a (i) autorisé la cession et/ou l'apport à l'Initiateur de l'ensemble des BSA demeurant en circulation au 13 mai 2016 et (ii) modifié la période d'exercabilité des BSA 2, BSA 3 et BSA 4 afin que leurs périodes d'exercice respectives soient ouvertes à compter du 13 mai 2016.

Actionnaires Orolia	Nombre de titres détenus	%	Nombre de titres cédés	Nombre de titres Apportés
<i>Calabasas</i>	2 008 760	53,50%	240 724	1 768 036
<i>Airtek</i>	115 000	3,06%	115 000	0
Laurent Asscher	2 123 760	56,56%	355 724	1 768 036
Famille Courtois	180 759	4,81%	102 009	78 750
Irwin Rodrigues	39 443	1,05%	26 943	12 500
Pascal Rochat	13 778	0,37%	8 778	5 000
Christophe François	48 786	1,30%	48 786	0
Ronald Buckley	0	0,00%		0
Euromezzanine	176 639	4,70%	176 639	0
Isatis	649 242	17,29%	649 242	0
Sous-Total	3 232 407	86,08%	1 368 121	1 864 286
Autocontrôle	27 090	0,72%		
Flottant (actions visées par l'offre)	495 420	13,19%		
Total	3 754 917	100,00%		

Actionnaires Orolia	Nombre de titres détenus	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
<i>Calabasas</i>	2 008 760	53,50%	2 008 760	50,60%
<i>Airtek</i>	115 000	3,06%	115 000	2,90%
Laurent Asscher	2 123 760	56,56%	2 123 760	53,50%
Famille Courtois	180 759	4,81%	348 759	8,79%
Irwin Rodrigues	39 443	1,05%	39 443	0,99%
Pascal Rochat	13 778	0,37%	13 778	0,35%
Christophe François	48 786	1,30%	95 572	2,41%
Ronald Buckly	0	0,00%		0,00%
Euromezzanine	176 639	4,70%	176 639	4,45%
Isatis	649 242	17,29%	649 242	16,35%
Autocontrôle	27 090	0,72%	27 090	0,68%
Flottant (actions visées par l'offre)	495 420	13,19%	495 420	12,48%
Total	3 754 917	100,00%	3 969 703	100,00%

Actionnaires	Nombre d'actions à émettre par exercice des BSA détenus	Nombre d'actions à émettre par exercice des BSA cédés	Nombre d'actions à émettre par exercice des BSA apportés
<i>Calabasas</i>			
<i>Airtek</i>			
Laurent Asscher			
Famille Courtois	190 000	0	190 000
Irwin Rodrigues	70 000	70 000	0
Pascal Rochat			
Christophe François			
Ronald Buckly	7 500	7 500	0
Euromezzanine	325 714	325 714	0
Isatis			
Sous-Total	593 214	403 214	190 000

Les 750 BSA Euromezzanine permettent la souscription de 325.714 Actions à un prix d'exercice de 12,50 euros par Action.

Les 7.500 BSA 1 détenus par Ronald Buckly permettent la souscription de 7.500 Actions à un prix d'exercice de 10,30 euros par Action.

Les 70.000 BSA détenus par Irwin Rodrigues se décomposent en 50.000 BSA3 permettant la souscription de 50.000 Actions à un prix d'exercice de 12,50 euros par Action et de 20.000 BSA 4 permettant la souscription de 20.000 Actions à un prix d'exercice de 12,50 euros par Action.

Les 190.000 BSA détenus par la Famille Courtois se décomposent en 150.000 BSA 2 permettant la souscription de 150.000 Actions à un prix d'exercice de 12,50 euros par Action et de 40.000 BSA 4 à travers la société Lattice Investissement permettant la souscription de 40.000 Actions à un prix d'exercice de 12,50 euros par Action.

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.

2.2. Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la note en réponse

A la date de la note en réponse, 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.

Au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'Offre, Financière Orolia a acquis 3.232.407 actions Orolia hors marché au prix de 20 euros par Action, en date du 13 mai 2016, date de réalisation des apports / cession.

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

Capital de Financière Orolia au 13 mai 2016 :

Actionnaires Financière Orolia	Actions Ordinaires	Actions de préférence A	Actions de préférence B	Total Actions	%
<i>FCPI Eurazeo PMEII-A</i>	7 961 608	19 461 709	760 775	28 184 092	37,35%
<i>FCPI Eurazeo PMEII-B</i>	3 412 117	8 340 733	326 046	12 078 896	16,01%
Sous total EZPME*	11 373 725	27 802 442	1 086 821	40 262 988	53,36%
Laurent Asscher	9 080 819	22 197 558	867 722	32 146 099	42,60%
Famille Courtois	2 181 817		545 452	2 727 269	3,61%
Irwin Rodrigues			227 272	227 272	0,30%
Pascal Rochat			90 909	90 909	0,12%
TOTAL	22 636 361	50 000 000	2 818 176	75 454 537	100,00%

*Il est précisé qu'Eurazeo PME est contrôlé par Eurazeo.

Les principales caractéristiques des droits attachés aux actions de préférence A et B (ADP A et ADP B) sont les suivantes :

Caractéristiques des ADP A

- droit de vote : chaque ADP A confère un droit de vote à son titulaire ;
- droits financiers : droit à dividendes préciputaires, chaque ADP A confère à son titulaire le droit de percevoir un dividende préciputaire et cumulatif annuel égal à 10% de la valeur de souscription ;
- paiement en cas de liquidation de la Société et en cas de Sortie (telle que définie dans les statuts de Financière Orolia) : chaque ADP A donne droit :
 1. en cas de liquidation de la Société, au boni de liquidation, et
 2. lors d'une Sortie, à une quote-part du produit de cession proportionnelle à la quotité du capital qu'elle représente ;
- droit de priorité : lors du Paiement des ADP A (tel que défini dans les statuts de Financière Orolia), chaque ADP A bénéficiera exclusivement par priorité sur les autres Actions du paiement des sommes décrites au paragraphe ci-dessus ;
- protection des droits des titulaires d'ADP A : les droits attachés aux ADP A ne pourront être modifiés qu'après approbation de l'assemblée spéciale des titulaires des ADP A, sous réserve toutefois des engagements conventionnels conclus par les titulaires des ADP A.

Les assemblées spéciales des titulaires des ADP A délibèrent et statuent dans les conditions prévues à l'article L. 225-99 du code de commerce.

Les titulaires des ADP A seront protégés conformément aux dispositions des articles L. 228-98 et suivants du code de commerce.

Caractéristiques des ADP B

- droit de vote : les ADP B sont privées de droit de vote, pour autant que les ADP B représentent moins de la moitié du capital social ;
- droits financiers : les ADP B disposent de droits financiers identiques aux actions ordinaires.

2.3. Déclarations de franchissements de seuils et des droits de vote

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, Financière Orolia, a déclaré avoir franchi en hausse, le 13 mai 2016, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la société Orolia et détenir 3.232.407 actions Orolia représentant autant de droits de vote, soit 86,08% du capital et des droits de vote de cette société.

Il est par ailleurs indiqué que dans ses délibérations du 13 mai 2016, le conseil d'administration d'Orolia a (i) autorisé la cession et/ou l'apport à l'Initiateur de l'ensemble des BSA demeurant en circulation au 13 mai 2016 et (ii) modifié la période d'exercabilité des BSA 2, BSA 3 et BSA 4 afin que leurs périodes d'exercice respectives soient ouvertes à compter du 13 mai 2016.

Le déclarant a ainsi précisé détenir 268.250 BSA permettant la souscription de 593.214 Actions.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié à l'AMF le 17 mai 2016 sous le numéro 216C1130.

Au cours des douze mois précédant la date de réalisation des apports / cession, l'Initiateur et ses associés de contrôle n'ont acquis aucune action de la Société, autres que celles visées ci-dessus.

En application des dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, Calabasas S.A. a déclaré en date du 13 mai 2016 par courrier à l'AMF avoir directement franchi à la baisse le seuil légal de 50% du capital et des droits de vote de la Société.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié à l'AMF le 17 mai 2016 sous le numéro 216C1123.

2.4. Recomposition du conseil d'administration

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 recomposition 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 Erwann 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.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OROLIA ET INTENTIONS

3.1. Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 13 mai 2016, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre.

L'ensemble des membres du conseil d'administration, tel que composé avant son remaniement détaillé à la section 2.4 ci-dessus, était présent ou représenté, y compris le membre indépendant, à savoir : Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Ronald Buckly (administrateur indépendant), la société Isatis Capital et la société Calabasas.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Jean-Yves Courtois, en qualité de président du conseil d'administration.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration présents ou représentés, y compris son membre indépendant.

« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration qu'il leur appartient (i) d'examiner les conditions du projet d'offre publique d'achat simplifiée (suivie le cas échéant d'un éventuel retrait obligatoire) visant les actions émises par la Société devant être initiée par Financière Orolia à l'issue de l'Opération (l'"Offre"), et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente cette Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président a remis à cet effet aux membres du Conseil d'Administration, préalablement à la présente réunion :

- *le projet de note d'information établi par Financière Orolia contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Invest Securities en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre ;*
- *l'attestation de l'expert indépendant (le cabinet Associés en Finance) nommé par le Conseil d'Administration lors de sa séance du 2 avril 2016 et qui a procédé à la mise en œuvre d'une approche multicritère en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 20 euros par action de la Société, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à la suite de l'Offre ; et*
- *le projet de note en réponse établi par la Société.*

Après en avoir débattu, et au vu des documents susvisés, les membres du Conseil d'Administration constatent que :

- *Monsieur Jean-Yves Courtois et la société Calabastas détenant une participation majoritaire dans la Société, ainsi que les fonds gérés par Isatis Capital et Euromezzanine Conseil se sont engagés à apporter et/ou céder leurs actions cessibles de la Société dans le cadre de l'Opération à un prix identique à celui proposé dans l'Offre ;*
- *le prix proposé de 20 euros par action offert aux actionnaires de la Société externalise des primes allant de 18 % à 36 % sur les cours moyens pondérés de 3 à 12 mois à la date de signature du Contrat de Transfert et de 22 % sur le cours de clôture à cette même date ;*
- *Financière Orolia 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, de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société ;*
- *Financière Orolia ne prévoit pas de modifier la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi, cette opération s'inscrivant dans une logique de poursuite de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines du groupe Orolia ; et*
- *dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur procédera à un retrait obligatoire, moyennant une indemnité égale au prix de l'Offre, ou à défaut, si les conditions le permettent, demandera la radiation des actions de la Société du marché Alternext d'Euronext à Paris.*

Au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, statuant à l'unanimité de ses membres, en ce compris l'administrateur indépendant, estime que :

- *les conditions financières du projet d'Offre sont équitables pour les actionnaires, l'examen des évaluations réalisées par Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre, et l'expert indépendant, faisant apparaître que le projet d'Offre assure aux actionnaires minoritaires une prime réelle au regard des principales méthodes de valorisation mises en œuvre dans lesdites évaluations ; et*
- *le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.*

Compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que cette offre représente, à un prix attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, le Conseil d'Administration, à l'unanimité recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

En outre, le Conseil d'Administration décide que les 27.090 actions auto-détenues à ce jour par la Société dans le cadre de son programme de rachat d'actions et dans le cadre d'un contrat de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre.

Le Conseil d'Administration donne tous pouvoirs au Directeur Général à l'effet de finaliser et de signer le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres informations » présentant les caractéristiques de la Société, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures et faire tout le nécessaire dans le cadre de l'Offre.»

3.2. Intentions des membres du conseil d'administration

Les participations directes et indirectes de Monsieur Jean-Yves Courtois, de la société Calabasas S.A., des fonds gérés par Isatis Capital et Euromezzanine Conseil ont été intégralement acquises par Financière Orolia aux termes du Contre de Cession et d'Apport.

Par ailleurs, Monsieur Ronald Buckly a cédé l'ensemble de ses 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.

3.3. Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues

Le conseil d'administration du 13 mai 2016 a décidé que les 27.090 actions auto-détenues à ce jour par la Société dans le cadre de son programme de rachat d'actions et dans le cadre d'un contrat de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre.

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

4.1. Pacte d'associés de Financière Orolia

Outre la nouvelle gouvernance décrite au 2.4, deux pactes d'associés concertant 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** »).

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

Le Premier Pacte prévoit les principales dispositions suivantes restreignant ou organisant le transfert et la cession éventuelle des titres Financière Orolia :

- un engagement de conservation de leurs titres Financière Orolia par Eurazeo PME, Calabasas S.A. et Monsieur Jean-Yves Courtois pour une période de 5 ans à compter du 13 mai 2016 (l'« **Engagement de Conservation Principal** ») ainsi qu'un engagement de conservation de leurs titres Financière Orolia par Monsieur Adrien Courtois, Mademoiselle Julie Courtois et tout manager adhérent au Premier Pacte dans le futur, pour une période de 10 ans à compter du 13 mai 2016 (l'« **Engagement de Conservation Courtois** »). Ces engagements de conservation ne s'appliquent pas (i) dans les cas de Transferts Autorisés (ce terme ayant la définition donnée au terme *Authorized Transfers* dans le Premier Pacte) et (ii) dans le cas d'un transfert initié par Eurazeo PME portant sur l'intégralité des actions émises par Financière Orolia ;

- à compter de l'expiration de l'Engagement de Conservation Principal, Eurazeo PME et Calabasas S.A. bénéficient d'un droit de préemption en cas de transfert par Eurazeo PME, Calabasas S.A. ou de Monsieur Jean-Yves Courtois de tout ou partie de leurs titres Financière Orolia ;

- à compter de l'expiration de l'Engagement de Conservation Courtois, le président de Financière Orolia bénéficie d'un droit de préemption de premier rang et Eurazeo PME et Calabasas S.A. bénéficient d'un droit de préemption de second rang, en cas de transfert par Monsieur Adrien Courtois, Mademoiselle Julie Courtois, Monsieur Irwin Rodrigues ou Monsieur Pascal Rochat de tout ou partie de leurs titres Financière Orolia ;

- en cas de transfert de titres Financière Orolia par Eurazeo PME entraînant un Changement de Contrôle (ce terme ayant la définition donnée au terme *Loss of Control* dans le Premier Pacte), toutes les parties du Premier Pacte bénéficient du droit de transférer tous les titres Financière Orolia selon les mêmes termes et conditions, notamment de prix, que ceux proposés par le tiers acquéreur à Eurazeo PME ;

- en cas de transfert de titres Financière Orolia par Eurazeo PME n'entraînant pas un Changement de Contrôle, toutes les parties du Premier Pacte bénéficient du droit de transférer une quotité de titres Financière Orolia qu'ils détiennent déterminée selon la formule prévue dans le Premier Pacte, selon les mêmes termes et conditions, notamment de prix, que ceux proposés par le tiers acquéreur à Eurazeo PME ;

- en cas d'offre par un tiers acquéreur portant sur l'intégralité des titres Financière Orolia détenus directement ou indirectement par Eurazeo PME que ce dernier souhaite accepter, et après concertation avec Calabasas S.A. et le président de Financière Orolia, Eurazeo PME peut forcer tous les associés de Financière Orolia à céder tous les titres qu'ils détiennent dans le capital de Financière Orolia à l'acquéreur potentiel selon les mêmes termes et conditions, notamment de prix ;

- dans le cadre de l'admission des titres Financière Orolia aux négociations sur un marché réglementé ou régulé, si l'admission d'une tranche secondaire est prévue, chaque partie au Premier Pacte pourra vendre sur le marché, dans le cadre de l'admission, une proportion identique d'actions Financière Orolia qu'elle détenait avant le début du processus d'admission que la proportion d'actions Financière Orolia vendue par Eurazeo PME dans le cadre de l'admission ; et

- à l'expiration de l'Engagement de Conservation Principal, si Monsieur Laurent Asscher ne détient plus le contrôle direct ou indirect de Calabasas S.A. ou de l'un de ses affiliés détenant des titres Financière Orolia, Eurazeo PME bénéficie d'une option d'achat portant sur l'intégralité des titres Financière Orolia que Calabasas S.A. ou ledit affilié détient, à un prix par titre correspondant au prix du marché. Le prix de marché serait déterminé par une formule calculée sur la base de l'EBITDA retraité et de la dette financière nette de Financière Orolia des 12 derniers mois (« **la Formule** »). Les parties au Premier Pacte ont convenu que dans le cadre de cette option d'achat, le prix par titre Financière Orolia ne pourra être inférieur, par transparence, au prix de l'Offre, sauf en cas de détérioration significative de la situation économique et financière du groupe Orolia ou désaccord des parties sur la valeur de marché. Dans ces hypothèses, le prix d'exercice de l'option serait déterminé par un expert indépendant.

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 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.

Le Second Pacte prévoit les principales dispositions suivantes restreignant ou organisant le transfert et la cession éventuelle des titres Financière Orolia :

- un engagement de conservation de leurs titres Financière Orolia par Monsieur Irwin Rodrigues et Monsieur Pascal Rochat pour une période de 10 ans à compter du 13 mai 2016 (l'« **Engagement de Conservation Manager** »). Cet engagement de conservation ne s'applique pas dans les cas de Transferts Autorisés (ce terme ayant la définition donnée au terme *Authorized Transfers* dans le Second Pacte) ;

- à compter de l'expiration de l'Engagement de Conservation Manager, le président de Financière Orolia bénéficie d'un droit de préemption de premier rang et Eurazeo PME et Calabasas S.A. bénéficient d'un

droit de préemption de second rang, en cas de transfert par Monsieur Irwin Rodrigues ou Monsieur Pascal Rochat de tout ou partie de leurs titres Financière Orolia ;

- en cas de transfert de titres Financière Orolia par Eurazeo PME entraînant un Changement de Contrôle (ce terme ayant la définition donnée au terme *Loss of Control* dans le Second Pacte), toutes les parties du Second Pacte bénéficient du droit de transférer tous les titres Financière Orolia selon les mêmes termes et conditions, notamment de prix, que ceux proposés par le tiers acquéreur à Eurazeo PME ;

- en cas de transfert de titres Financière Orolia par Eurazeo PME n'entraînant pas un Changement de Contrôle, toutes les parties du Second Pacte bénéficient du droit de transférer une quotité de titres Financière Orolia qu'ils détiennent déterminée selon la formule prévue dans le Second Pacte, selon les mêmes termes et conditions, notamment de prix, que ceux proposés par le tiers acquéreur à Eurazeo PME ;

- en cas d'offre par un tiers acquéreur portant sur l'intégralité des titres Financière Orolia détenus directement ou indirectement par Eurazeo PME que ce dernier souhaite accepter, et après concertation avec Calabasas S.A. et le président de Financière Orolia, Eurazeo PME peut forcer tous les associés de Financière Orolia à céder tous les titres qu'ils détiennent dans le capital de Financière Orolia à l'acquéreur potentiel selon les mêmes termes et conditions, notamment de prix ;

- dans le cadre de l'admission des titres Financière Orolia aux négociations sur un marché réglementé ou régulé, si l'admission d'une tranche secondaire est prévue, chaque partie au Second Pacte pourra vendre sur le marché, dans le cadre de l'admission, une proportion identique d'actions Financière Orolia qu'elle détenait avant le début du processus d'admission que la proportion d'actions Financière Orolia vendue par le Sponsor dans le cadre de l'admission.

Il n'existe aucune clause de complément de prix ou d'ajustement du prix dans le cadre des accords conclus entre les parties

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.

4.2. Options conclues avec Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Irwin Rodrigues et Monsieur Pascal Rochat

Des options de vente et d'achat ont été conclues le 13 mai 2016 entre (i) le FPCI Eurazeo PME II-A, le FPCI Eurazeo PME II-B, représentés par leur société de gestion Eurazeo PME, (ii) Calabasas et chacune des personnes suivantes : (x) la famille Courtois, (y) Monsieur Irwin Rodrigues et (z) Monsieur Pascal Rochat, pour la durée du Premier Pacte.

Ces options portent sur l'intégralité des actions émises par Financière Orolia détenues respectivement par (i) la famille Courtois, (ii) Monsieur Irwin Rodrigues, (iii) Monsieur Pascal Rochat et (iv) tout nouveau salarié ou mandataire social de Financière Orolia ou de ses filiales venant à adhérer au Second Pacte.

Les options d'achat détenues par (i) le FPCI Eurazeo PME II-A, le FPCI Eurazeo PME II-B, représentés par leur société de gestion Eurazeo PME et (ii) Calabasas pourront être exercées en cas de cessation des fonctions au sein de la Société de Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Irwin Rodrigues, Monsieur Pascal Rochat ou le manager concerné dans les conditions prévues dans lesdites options.

Les options de vente détenues par Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Irwin Rodrigues, Monsieur Pascal Rochat ou le manager concerné pourront être exercées en cas de départ à la retraite, décès et invalidité selon le manager concerné dans les conditions prévues dans lesdites options.

Il est précisé qu'en cas d'exercice des options décrites ci-dessus, le prix par titres Financière Orolia correspondra à la valeur de marché desdits titres déterminée sur la base de la Formule, étant précisé qu'il ne pourra être supérieur, par transparence, à la valeur des titres Orolia. Le prix maximum auquel ces options pourraient être exercées résulte de l'application de la Formule. Il est précisé qu'appliquée à la situation contemporaine, cette formule induirait un prix qui n'est pas supérieur au prix de l'Offre.

4.3. Plan de participation au capital des salariés et dirigeants de Financière Orolia et de ses filiales

Il est prévu la mise en place d'un plan de participation des salariés et mandataires sociaux de Financière Orolia et de ses filiales au capital de Financière Orolia.

A cet effet, les associés de Financière Orolia ont autorisé le président de Financière Orolia, sous réserve de l'autorisation préalable du conseil de surveillance de Financière Orolia, à procéder, en une ou plusieurs fois au moment qu'il décidera opportun, à l'attribution d'actions gratuites au profit d'un ou plusieurs bénéficiaire(s) parmi les dirigeants et salariés de Financière Orolia et de ses filiales. Il est précisé que toute attribution gratuite d'actions entraînera la dilution de la participation de tous les associés au capital de Financière Orolia, sous réserve des salariés et/ou mandataires sociaux éventuellement bénéficiaires d'AGA et également associés de Financière Orolia.

L'attribution gratuite d'actions est subordonnée à la présence des bénéficiaires au sein d'une des sociétés du groupe Orolia le jour de l'attribution par le président et au jour de l'acquisition définitive desdites actions.

Les actions ne seront donc définitivement acquises aux bénéficiaires choisis par le président sur autorisation préalable du conseil de surveillance qu'après une période minimum d'1 an à compter de la décision d'attribution (la "**Période d'Acquisition**") et sous réserve de leur présence dans le groupe Orolia à l'issue de cette période. A l'issue de cette attribution définitive, une période de conservation pourra également être définie par le président sur autorisation préalable du conseil de surveillance, étant précisé que la durée cumulée de la Période d'Acquisition et de la période de conservation ne pourra être inférieure à 2 ans.

Aucune condition de performance n'est prévue pour l'attribution gratuite des actions.

Il est précisé que les bénéficiaires des attributions gratuites d'actions devront adhérer au Second Pacte, seront tenus par l'Engagement de Conservation Manager y figurant et devront souscrire simultanément à des options de vente et d'achat dans des conditions similaires à celles présentées au paragraphe 1.4.2.

Les principaux actionnaires et membres du conseil de surveillance de Financière Orolia ne sont pas éligibles à l'attribution gratuite d'actions (Monsieur Erwann Le Ligné, Monsieur Mathieu Betrancourt, Monsieur Olivier Millet et Calabasas, représentée par Monsieur Laurent Asscher). Il en est de même des membres du conseil d'administration d'Orolia SA (Calabasas, représentée par Monsieur Laurent Asscher, Monsieur Andrew Swart et Financière Orolia, représentée par Monsieur Erwann Le Ligné).

Parmi les apporteurs, seuls Messieurs Jean-Yves Courtois, Pascal Rochat et Irwin Rodrigues, détenant ensemble 3,31% du capital de Financière Orolia, sont ainsi susceptibles de se voir attribuer des actions gratuites, en leur seule qualité de dirigeants de Financière Orolia ou de ses filiales et non d'apporteur. Il est précisé qu'aucun engagement spécifique n'a été pris à leur égard en relation avec l'apport de leurs titres Orolia à Financière Orolia.

Il est précisé que le nombre total des actions susceptibles d'être émises et attribuées gratuitement au titre des deux plans de participation à mettre en place par le président de Financière Orolia :

- ne pourra représenter plus de 454.545 actions ordinaires de valeur nominale d'un (1) euro chacune au jour de la décision d'attribution du président de Financière Orolia, soit environ 0,60 % du capital social de Financière Orolia au 13 mai 2016, et
- ne pourra représenter plus de 2.272.727 actions de préférence de catégorie B de valeur nominale d'un (1) euro chacune au jour de la décision d'attribution du président de Financière Orolia, soit environ 3 % du capital social de Financière Orolia au 13 mai 2016.

Par ailleurs, le FPCI Eurazeo PME II-A, le FPCI Eurazeo PME II-B, représentés par leur société de gestion Eurazeo PME (414 908 624 RCS Paris) et Calabasas (B 113442 RCS Luxembourg), associés de Financière Orolia, ont souscrit à l'émission d'actions de préférence de catégorie B (représentant 1.954.543 ADP B,

soit 2,59 % du capital) qui pourront être à terme cédées à des salariés et mandataires sociaux de Financière Orolia selon la formule de prix suivante :

- si la cession intervient avant le 13 novembre 2016, le prix de cession sera égal au prix de souscription de ces actions de préférence B Financière Orolia (lequel correspond par transparence au prix de l'Offre) ;
- si la cession intervient après le 13 novembre 2016, le prix de cession sera le montant le plus élevé entre (i) leur valeur de marché calculée sur la base de la Formule et (ii) le prix de souscription de ces actions de préférence B Financière Orolia augmenté d'un taux d'intérêt de 5% annuel capitalisé.

Il est par ailleurs précisé que la cession desdites ADP B sera effectuée par les fonds gérés par Eurazeo PME et Calabasas dans des proportions correspondant à leur quote-part respective de détention desdites ADP B afin que les fonds gérés par Eurazeo PME demeurent majoritaires au sein de Financière Orolia.

Enfin, il est précisé que les managers bénéficiaires des plans de participation et/ou cessionnaires dans le cadre des cessions d'actions de préférence de catégorie B détaillés ci-dessus devront adhérer au Second Pacte, seront tenus par l'Engagement de Conservation Manager y figurant et devront souscrire simultanément à des options de vente et d'achat dans des conditions similaires à celles présentées au paragraphe 1.4.2. Les bénéficiaires des options d'achat dans le cas de cessation des fonctions du manager concerné sont (i) le FPCI Eurazeo PME II-A, le FPCI Eurazeo PME II-B, représentés par leur société de gestion Eurazeo PME et (ii) Calabasas dans des proportions correspondant à leur quote-part respective de détention du capital dans Financière Orolia.

5. ÉLÉMENTS CONCERNANT OROLIA SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

5.1. Structure du capital de la Société

A la date de la note en réponse, le capital social est fixé à la somme de 15.019.668 euros réparti en 3.754.917 Actions de 4 euros de nominal. Le nombre de droits de vote théorique s'établit à 3.754.917 (dont 27.090 au titre d'actions auto-détenues, temporairement privées du droit de vote). A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiqués, les déclarations d'opérations en période de préoffre et les informations transmises par le teneur de compte au 13 mai 2016, le capital de la Société est réparti comme suit :

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%	

A la date de la note en réponse, la Société détient 22.500 Actions, représentant 0,52% du capital de la Société sur une base pleinement diluée. Par ailleurs, la Société détient 4.590 de ses propres actions dans le cadre du contrat de liquidité.

Ce contrat de liquidité, conclu avec Gilbert Dupont, a été suspendu le 12 février 2016 jusqu'à la publication des résultats de l'Offre.

A l'exception des BSA intégralement détenus directement et indirectement par Financière Orolia, il n'existe à la date de la note en réponse, 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.

5.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de Orolia ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, à la date de la note en réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 5.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} janvier 2016, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

- l'Initiateur a déclaré à la Société, conformément aux statuts de la Société, avoir franchi à la hausse l'ensemble des seuils du capital et des droits de vote de 5% à 85% et adressé une copie de la déclaration d'intention adressée à l'AMF ;
- Monsieur Jean-Yves Courtois a déclaré à la Société, conformément aux statuts de la Société, avoir franchi individuellement à la baisse le seuil statutaire de 5% des droits de vote de la Société ;
- la société Calabaras S.A. a déclaré à la Société, conformément aux statuts de la Société, avoir franchi individuellement à la baisse l'ensemble des seuils statutaires du capital et des droits de vote de 50% à 5% et avoir franchi, agissant de concert avec la société Airtek Capital Group, à la baisse le seuil statutaire de 55% du capital de la Société ; et
- la société Isatis Capital a déclaré à la Société, conformément aux statuts de la Société, que le fonds ANTIN FCPI 6 avait franchi individuellement à la baisse le seuil statutaire de 5% du capital de la Société et le seuil statutaire de 5% des droits de vote de la Société et que les fonds ANTIN FCPI 4, ANTIN FCPI 5, ANTIN FCPI 6, ANTIN FCPI 7 et FPCI Natio Vie Développement 4 avaient franchi ensemble à la baisse les seuils statutaires de 15%, 10% et 5% du capital de la Société et les seuils statutaires de 15%, 10% et 5% des droits de vote de la Société.

5.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

5.3.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Aucune restriction statutaire, autre que les dispositions relatives aux déclarations de franchissement de seuils mentionnées ci-dessous, n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions.

En vertu des statuts, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder, de quelque manière que ce soit, au sens des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, un nombre de titres de capital représentant une fraction égale à 5% du capital et/ou des droits de vote aux assemblées, doit informer la Société du nombre total d'Actions et de droits de vote qu'elle possède, ainsi que des valeurs mobilières qu'elle possède donnant accès à terme au capital et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés.

5.3.2. Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Orolia (article L. 233-11 du code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Orolia et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

5.4. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société représentant plus de 5% du capital social et des droits de vote de Orolia

Les actionnaires de la Société détenant plus de 5% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 5.1 ci-avant. A la connaissance de la Société et à la date de la note en réponse, aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% du capital social ou des droits de vote.

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

Néant.

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

Néant.

5.7. Accords entre actionnaires dont Orolia a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date de la note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'Actions ou à l'exercice du droit de vote.

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

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

Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, cette dernière est administrée par un conseil d'administration composé de trois membre au moins et de sept membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués par l'assemblée générale ordinaire. Ils sont toujours rééligibles.

La durée des fonctions des administrateurs est d'un an ; elles prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de quatre-vingts ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce cas, celles-ci doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent, soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

En cas de vacance d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par l'article L.225-24 du code de commerce. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre exerce ses fonctions pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre d'administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

Chaque administrateur doit être propriétaire d'une Action.

A la date de la note en réponse, le conseil d'administration est composé comme suit :

- Monsieur Jean-Yves Courtois, président directeur général ;
- Financière Orolia, administrateur représenté par Monsieur Erwann Le Ligné ;
- Monsieur Andrew Swart, administrateur ; et
- Calabasas S.A., administrateur représenté par Monsieur Laurent Asscher

5.8.2. Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions ; elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

Elle ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance, sauf dérogation légale.

En cas de transfert du siège social décidé conformément à la loi par le conseil d'administration, celui-ci est autorisé à modifier les statuts en conséquence.

5.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relatifs à l'émission ou au rachat d'Actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Délégations	Date AG	Échéance	Autorisations	Utilisations Antérieures	Utilisations au cours de l'exercice	Autorisation résiduelle
Augmentation du capital social, par l'émission - avec maintien du droit préférentiel de souscription - d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, dans la limite d'un montant nominal de 10.000.000 d'euros	15-juin-15	14-août-17	10 000 000 €	-	-	10 000 000 €
Augmentation du capital social, par l'émission - avec suppression du droit préférentiel de souscription - d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, dans la limite d'un montant nominal de 10.000.000 d'euros, par offre au public	15-juin-15	14-août-17	10 000 000 €	-	-	10 000 000 €
Augmentation du capital social, par l'émission - avec suppression du droit préférentiel de souscription - d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, dans la limite d'un montant nominal de 10 millions d'euros au moyen d'un placement privé	15-juin-15	14-août-17	10 000 000 €	-	-	10 000 000 €
Délégation de compétence consentie au Conseil d'Administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social, par l'émission - avec suppression du droit préférentiel de souscription - d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, dans la limite de 500 000 euros de valeur nominale, au profit d'une catégorie de personnes	15-juin-15	14-décembre-16	500 000 €	-	-	500 000 €

5.10. Accords conclus par Orolia qui sont modifiés ou qui prennent fin en cas de changement de contrôle d'Orolia

Dans le cadre des Accords, (i) les clauses dites de changement de contrôle stipulées aux termes de plusieurs contrats conclus entre la Société et ses filiales et leurs principaux partenaires commerciaux respectifs ont été respectées et (ii) l'ensemble de la dette senior et mezzanine souscrite par la Société a fait l'objet d'un refinancement.

La Société n'a pas connaissance d'autres accords qui seraient susceptibles d'être modifiés ou qui prendraient fin en cas de changement de contrôle d'Orolia.

5.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Monsieur Jean-Yves Courtois bénéficie d'un droit à une indemnité de cessation de ses fonctions hors cas de démission ou de faute lourde, représentant un an de salaire.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet Associés en Finance dont la désignation en qualité d'expert indépendant a été décidée par le conseil d'administration de la Société dans sa réunion du 2 avril 2016, a établi un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, établi le 7 juin 2016, est reproduit ci-après.



RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR
FINANCIERE OROLIA SUR LES ACTIONS OROLIA**

7 juin 2016

Sommaire

<u>I.</u>	<u>Missions et moyens</u>	23
<u>II.</u>	<u>Présentation d'Orolia</u>	31
<u>II.1.</u>	<u>Actionnariat et organigramme</u>	31
<u>II.2.</u>	<u>Activités</u>	32
<u>II.3.</u>	<u>Analyse financière et stratégique</u>	36
<u>III.</u>	<u>Evaluation d'Orolia</u>	44
<u>III.1.</u>	<u>Analyse du cours de bourse et primes extériorisées par l'Offre</u>	44
<u>III.2.</u>	<u>Les méthodes écartées</u>	47
<u>III.2.a.</u>	<u>Méthode de l'Actif Net Réévalué</u>	47
<u>III.2.b.</u>	<u>Méthode de l'Actif Net Comptable</u>	48
<u>III.2.c.</u>	<u>Suivi de la société par les analystes financiers et objectifs de cours</u>	48
<u>III.2.d.</u>	<u>Valorisation par les dividendes</u>	48
<u>III.3.</u>	<u>Les méthodes retenues</u>	48
<u>III.3.a.</u>	<u>Paramètres utilisés dans la valorisation</u>	48
<u>III.3.b.</u>	<u>Méthode de valorisation intrinsèque : DCF to <i>firm</i></u>	49
<u>III.3.c.</u>	<u>Paramètres et mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels par la méthode DCF to <i>firm</i></u>	50
<u>III.3.d.</u>	<u>Transactions récentes portant sur le capital de la Société</u>	54
<u>III.3.e.</u>	<u>Méthode analogique des multiples boursiers (à titre indicatif)</u>	55
<u>III.3.f.</u>	<u>Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)</u>	59
<u>IV.</u>	<u>Analyse des travaux du conseil de l'initiateur</u>	61
<u>V.</u>	<u>Conclusion d'Associés en Finance sur l'analyse du prix de l'Offre</u>	65
<u>VI.</u>	<u>Annexes</u>	68

I. Missions et moyens

Contexte

Dans un communiqué publié le 11 février 2016, Eurazeo PME a annoncé avoir signé un accord pour détenir, conjointement avec les fondateurs et le management via Financière Orolia, 88% du capital dilué (hors *stock options*) de la société Orolia (ci-après la Société ou Orolia).

Cet accord prévoit notamment l'acquisition par Financière Orolia de 42% du capital dilué d'Orolia, sur la base d'un prix de 20 € par action, de blocs d'actions et de bons de souscription d'actions auprès de ses deux actionnaires financiers historiques, Isatis Capital et Euromezzanine, pour la totalité de leur participation, et de ses fondateurs et dirigeants. Le solde, 46% du capital dilué, doit être apporté à Financière Orolia sur la base de la même valeur par titre.

A l'issue de l'opération, Eurazeo PME sera l'actionnaire majoritaire de Financière Orolia, avec 53,36% du capital, 42,6% étant détenus par l'un des deux co-fondateurs et 4,03% par le management.

Après la réalisation de cet accord, Financière Orolia (ci-après l'« **Initiateur** ») projette de déposer auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) un projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« **OPAS** » ou l'« **Offre** ») visant les actions détenues par le Public, soit 13,92% du capital existant et 13,92% des droits de vote. L'Initiateur a l'intention, dans les trois mois suivant la clôture de l'Offre, de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire des actions de la Société, si le seuil de détention de 95% du capital ou des droits de vote de la Société par Financière Orolia est franchi à l'issue de la présente Offre.

Mission d'Associés en Finance

Dans ce contexte, la Société a mandaté le 2 avril 2016 Associés en Finance¹, représenté par Philippe Leroy, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 I, 1° du Règlement général de l'AMF² et de l'article 261-1 II de ce Règlement général, dans le cadre de la mise en œuvre d'un éventuel retrait obligatoire (ci-après la « **Mission** »).

Les actions Orolia sont admises aux négociations sur le marché Alternext Paris, sous le code ISIN FR0010501015, mnémonique ALORO.

Dans le cadre de cette Offre, l'Initiateur s'engage à acquérir au prix unitaire de 20 € par action la totalité des actions Orolia non détenues directement par lui-même, représentant 13,92% du capital.

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable du prix par action qui sera proposé aux actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre.

¹ Détroyat Associés et Associés en Finance ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

² et conformément à l'instruction de l'AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, Catherine Meyer, Associée et responsable de la Mission, Viet Do-Quy et Laurent Sitri, Analystes Financiers, ainsi que Bertrand Jacquillat, Président d'Honneur, en charge du contrôle qualité.

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, Détoyat Associés, Associés en Finance et leurs salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la Société, de l'Initiateur ou de leurs actionnaires au cours des deux dernières années ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des deux dernières années ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- ne se sont vus confier aucune mission – outre celle faisant l'objet de la présente Lettre de Mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir.
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter leur indépendance. Ni Associés en Finance ni Détoyat Associés ne sont en particulier intervenus sur des missions d'expertise indépendante dont Invest Securities était établissement présentateur au cours des vingt-quatre derniers mois, à l'exception de l'offre publique déposée par Financière Ampère Galilée sur Serma Technologies en juillet 2015.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par Orolia, Financière Orolia et Invest Securities (établissement présentateur), soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont

Orolia fait ou pourrait faire l'objet. De manière générale, Associés en Finance a tenu pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires d'Orolia quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Associés en Finance a été mandaté par la Société le 2 avril 2016. La mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 2 avril 2016 au 12 mai 2016, date à laquelle la note en réponse a été communiquée à l'Autorité des Marchés Financiers.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts réguliers (physiques ou par téléphone) avec les différentes personnes prenant part à l'opération.

Les diligences conduites ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier les conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

Associés en Finance a eu pour cela eu des contacts avec les dirigeants de la Société, avec les représentants de l'établissement présentateur de l'Offre, Invest Securities, ainsi qu'avec Eurazeo PME, actionnaire de référence de l'Initiateur. Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) l'activité de la Société et son positionnement concurrentiel, (ii) les comptes consolidés historiques d'Orolia jusqu'au 31 décembre 2015, (iii) le plan d'affaires et les perspectives d'activité de la Société sur les prochains exercices, et (iv) les motifs de l'Offre.

Dans le cadre de l'exécution de la Mission, nous avons examiné différents documents et éléments d'information communiqués par la Société à notre demande ou en réponse à nos questions. La liste des principaux documents utilisés est indiquée en annexe du présent Rapport.

Associés en Finance a eu accès au plan d'affaires établi par la Société (ci-après le « **Plan d'Affaires** »). Il couvre les exercices 2016, 2017 et 2018 et détaille le compte de résultat et les principaux éléments de flux de trésorerie – besoin en fonds de roulement et investissements – jusqu'au 31 décembre 2018. Pour mener sa Mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données (modèle Trival®), sur les entretiens mentionnés en annexe et sur les diverses sources d'informations disponibles.

Accords préalables à l'Offre

Orolia et Financière Orolia nous ont certifié qu'il n'existait pas d'accords connexes à la présente Offre entre ces différentes entités, le management d'Orolia ou des actionnaires

minoritaires, qui seraient susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre. Dans le cadre de l'offre, nous avons pris connaissance des pactes d'actionnaires signés dans le cadre de l'offre et des différents accords intervenus dans ce contexte. Leur liste détaillée est communiquée en annexe. Ces documents précisent notamment les conditions d'émission des différentes catégories de titres émis par Financière Orolia en rémunération des apports effectués à son profit. Nous indiquons ci-dessous les éléments-clés des accords signés :

Accords de cessions et d'apports préalablement au dépôt de l'Offre

Dans le cadre de l'achat de blocs d'actions et de bons de souscription préalablement au dépôt de l'Offre, le protocole d'accord prévoit l'acquisition des actions cédées par la famille Ascher, Isatis, Euromezzanine ainsi que par certains dirigeants, au prix de 20 € par action, identique au prix d'Offre.

La famille Ascher et Jean-Yves Courtois, Président d'Orolia, et sa famille, se sont engagés à réinvestir une partie des actions Orolia faisant l'objet des accords préalables dans Financière Orolia, par le biais de l'apport de ces actions Orolia à Financière Orolia, sur la même base d'un prix de référence de 20 € par action Orolia.

Les accords signés prévoient l'accélération des conditions d'exercabilité des bons de souscription d'actions et des stock-options, de sorte qu'ils soient exerçables au moment de l'Offre. Il est prévu que les bons de souscription d'actions soient rachetés par l'Initiateur au prix de 20 € par action dont est déduit leur prix d'exercice. Les porteurs de stock-options ont individuellement signé des accords de renonciation à leurs stock-options en échange du paiement d'une indemnité en numéraire égale à la valeur des actions ordinaires obtenue par exercice de leurs options dont est déduit le prix d'exercice³. Enfin, le dirigeant de Boatracs avait signé un accord d'intéressement à l'occasion de l'acquisition de cette société en 2012, qui prévoyait que des actions Orolia puissent lui être attribuées. Un nouvel accord a été signé avec ce dirigeant selon lequel il renonce à l'attribution d'actions Orolia en contrepartie d'une indemnisation en numéraire sur la base d'un prix de 20 € par action Orolia.

Accords liés à la constitution de Financière Orolia

Nous nous sommes assurés que la rémunération au sein de Financière Orolia des apports en actions Orolia et en bons de souscription en actions Orolia a bien été mise en œuvre sur la base des principes indiqués ci-dessus et que la valeur retenue pour les apports n'est pas supérieure à celle résultant de la valeur par transparence des actions Orolia au prix d'Offre. L'ensemble des cessions de titres Orolia et d'apports de titres Orolia à Financière Orolia⁴ a bien été réalisé sur la base d'un prix de référence des actions Orolia apportées de 20 €, identique au prix d'Offre. De même, les bons de souscription en actions Orolia apportés à Financière Orolia ont été rémunérés sur la base d'une valeur égale au prix de 20 € dont est déduit leur prix d'exercice.

³ Cette indemnisation en numéraire est soumise à contributions sociales et impôt

⁴ Trois traités d'apport ont été mis en œuvre : le premier concerne les actions ordinaires apportées par Calabasas (Laurent Asscher), le deuxième concerne les actions ordinaires et les BSA apportés par Jean-Yves Courtois, la famille Courtois et Irwin Rodrigues, le troisième concerne l'apport par Jean-Yves Courtois et sa famille des actions de la société Lattice (cette société détenant des bons de souscription en actions Orolia et du cash, la valeur de ces actions Lattice apportées correspond par transparence à un prix de 20 € par action Orolia). L'ensemble de ces apports ont fait l'objet d'une évaluation par un commissaire aux apports.

Les apports et cessions de titres Orolia ou de bons de souscription Orolia à Financière Orolia ont été réalisés comme l'indiquent les deux tableaux ci-dessous :

Actionnaires Orolia	Nombre d'actions Orolia détenues	% détenu	Nombre de titres cédés	Nombre de titres apportés
Calabasas	2 008 760	53,5%	240 724	1 768 036
Airtek	115 000	3,1%	115 000	-
Total Laurent Asscher	2 123 760	56,6%	355 724	1 768 036
Famille Courtois	180 759	4,8%	102 009	78 750
Irw in Rodrigues	39 443	1,1%	26 943	12 500
Pascal Rochat	13 778	0,4%	8 778	5 000
Christophe François	48 786	1,3%	48 786	-
Ronald Buckley	-	0,0%	-	-
Euromezzanine	176 639	4,7%	176 639	-
Isatis	649 242	17,3%	649 242	-
Total actions cédées ou apportées	3 232 407	86,1%	1 368 121	1 864 286
Flottant et autocontrôle	522 510	13,9%		
Total	3 754 917	100,0%		

Détenteurs des BSA	Nombre d'actions Orolia à émettre par exercice des BSA	Nombre d'actions à émettre correspondant aux BSA cédés	Nombre d'actions à émettre correspondant aux BSA apportés
Calabasas			
Airtek			
Total Laurent Asscher	-	-	-
Famille Courtois	190 000	-	190 000
Irw in Rodrigues	70 000	70 000	-
Pascal Rochat	-	-	-
Christophe François	-	-	-
Ronald Buckley	7 500	7 500	-
Euromezzanine	325 714	325 714	-
Isatis			-
Total	593 214	403 214	190 000

En rémunération de ces apports et/ou de leur souscription au capital, les différents actionnaires ont reçu des titres nouvellement émis par Financière Orolia, sous trois formes : actions ordinaires et/ou actions de préférence A (ADP A) et/ou actions de préférence B (ADP B). Le tableau ci-dessous reprend la décomposition des titres Financière Orolia et leurs détenteurs au 13 mai 2016, après augmentations de capital souscrites par les FCPI d'Eurazeo PME.

Actionnaires Financière Orolia	Actions ordinaires	ADP A	ADP B	Total actions	Pourcentage du capital social
FCPI Eurazeo PMEII-A	7 961 608	19 461 709	760 775	28 184 092	37,4%
FCPI Eurazeo PMEII-B	3 412 117	8 340 733	326 046	12 078 896	16,0%
Total Eurazeo PME	11 373 725	27 802 442	1 086 821	40 262 988	53,4%
<i>% de la catégorie d'actions</i>	<i>50,2%</i>	<i>55,6%</i>	<i>38,6%</i>	<i>53,4%</i>	<i>53,4%</i>
Laurent Asscher (Calabasas)	9 080 819	22 197 558	867 722	32 146 099	42,6%
Famille Courtois	2 181 817		545 452	2 727 269	3,6%
Irwin Rodrigues			227 272	227 272	0,3%
Pascal Rochat			90 909	90 909	0,1%
Total	22 636 361	50 000 000	2 818 176	75 454 537	100,0%

Les statuts de Financière Orolia organisent les droits des différentes catégories d'actions émises. Outre les actions ordinaires, qui confèrent à leurs détenteurs les droits habituels attachés à des actions ordinaires, deux autres catégories d'actions ont été émises.

Les actions de préférence A confèrent à leurs détenteurs un droit de vote et un droit à un dividende précipitaire et cumulatif annuel égal à 10% de la valeur de souscription⁵. Le versement du dividende précipitaire pour un exercice fiscal donné n'est pas garanti, son versement demeurant subordonné à l'existence d'un résultat distribuable suffisant. En l'absence de paiement pour un exercice donné, le dividende précipitaire non payé serait reporté sur les exercices ultérieurs. Il convient de souligner que le droit à dividende précipitaire exclut le droit à tout autre dividende⁶ et que ces actions de préférence A ne donnent pas droit à une valeur future garantie.

Les actions de préférence B disposent des mêmes droits financiers que les actions ordinaires mais sont privées de droit de vote, pour autant qu'elles représentent moins de la moitié du capital social. Les actions de préférence B souscrites par Eurazeo PME et Calabasas (Laurent Asscher) ont vocation à être cédées à terme à des salariés ou mandataires de Financière Orolia⁷.

Il convient de noter que les titres Financière Orolia ne sont pas disponibles pour leurs détenteurs car ils sont soumis à engagement de conservation d'une durée minimale de cinq ans (dix ans pour certains détenteurs). Les différents pactes et accords conclus entre les associés de Financière Orolia ne prévoient aucune stipulation relative à un prix de sortie garanti pour les parties auxdits accords. En outre, il n'existe pas de clause qui permettrait

⁵ Valeur nominale plus prime d'émission des actions de préférence A, soit 1,10 €

⁶ Autrement dit, si le dividende de l'action ordinaire était supérieur au dividende précipitaire, les porteurs d'actions de préférence A n'en bénéficieraient pas.

⁷ La cession de ces actions de préférence B se ferait selon les conditions suivantes : si la cession intervient moins de six mois après la signature des accords du 13 mai 2016, le prix de cession sera égal au prix de souscription de ces actions (qui correspond par transparence au prix d'Offre). Au-delà de six mois, le prix de cession sera le montant le plus élevé entre la valeur de marché calculée sur la base d'une formule basée sur l'EBITDA et la dette financière nette de Financière Orolia et le prix de souscription des actions de préférence B augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé. Cette cession serait réalisée par Eurazeo PME et Calabasas à due proportion de leur quote-part de détention des actions de préférence B. La cession de ces actions ne fait pas l'objet d'engagement préalable (option d'achat ou option de vente) et serait décidée par le Conseil de Surveillance. Cette cession potentielle ne constitue donc pas un avantage particulier ni pour Laurent Asscher, ni pour les éventuels acquéreurs futurs qui seraient apporteurs de leurs titres ou BSA Orolia dans le cadre des accords actuels.

aux dirigeants d'Orolia réinvestissant dans Financière Orolia de bénéficier d'une option de vente de leurs actions Financière Orolia selon une formule prédéterminée de calcul de prix, sauf en cas de décès ou d'invalidité⁸⁹.

Ainsi, l'existence de différentes catégories d'actions et de droits financiers différenciés dans le processus de répartition du bénéfice distribuable de Financière Orolia, et les éléments qui précèdent (notamment l'absence de prix de sortie garanti et l'indisponibilité des titres) conduisent à conclure à l'absence d'avantage particulier pour leurs détenteurs.

D'un point de vue financier, l'acquisition des actions et BSA Orolia est financée par les fonds propres de l'Initiateur. Les fonds propres de Financière Orolia au 13 mai 2016, de 83 M€¹⁰, sont composées à hauteur de 38,71 M€ des apports décrits précédemment, et à hauteur de 44,29 M€ d'augmentations de capital souscrites par les FCPI d'Eurazeo PME. Ces augmentations de capital ont pour objet de financer l'acquisition des actions et BSA Orolia (pour 30,4 M€) et le paiement à Orolia du prix d'exercice des différents BSA convertis (soit 7,4 M€). En définitive, la valeur des différentes actions émises par Financière Orolia, soit un montant de 83 M€, correspond à la contre-valeur des actions Orolia détenues (3 825 621 actions valorisées à 20 €, soit 76,5 M€) et du cash résiduel (6,5 M€). Du point de vue des actionnaires de Financière Orolia, tous, à l'exception d'Eurazeo PME, sont devenus actionnaires par leurs apports d'actions ou de BSA Orolia. Nous nous sommes assurés que leur quote-part respective du capital social de Financière Orolia correspondait bien à la valeur des titres ou BSA Orolia apportés par chacun d'eux.

Dans le souci d'intéresser les dirigeants actuels ou futurs à la bonne marche de la Société, il est prévu que des actions gratuites puissent être émises au profit de mandataires sociaux de Financière Orolia ou de personnel salarié, sous forme d'actions ordinaires (pour un maximum de 0,6% du capital de Financière Orolia au 13 mai 2016) et d'actions de préférence B (pour un maximum d'environ 3% du capital de Financière Orolia au 13 mai 2016). L'attribution de ces actions gratuites serait conditionnée à un investissement en capital préalable de leurs bénéficiaires, et à une acquisition définitive au bout d'une période minimum d'un an après leur attribution (condition de présence). L'attribution de ces actions

⁸ Le prix de cession en cas de décès ou d'invalidité est fonction de l'EBITDA retraité des douze derniers mois et de la dette nette de Financière Orolia. Cette formule prédéterminée de prix de cession ne s'applique pas actuellement compte tenu des conditions d'inaliénabilité des titres Financière Orolia et de l'absence de cas où les détenteurs des titres Financière Orolia pourraient bénéficier d'une option de vente à leur main (dans la mesure où ils n'en bénéficieraient qu'en cas de décès ou d'invalidité). A titre d'information, l'application de la formule à la situation contemporaine de l'offre ne donnerait pas une valorisation supérieure au prix d'Offre.

⁹ Il existe une option d'achat au bénéfice d'Eurazeo PME qui peut être exercée dans le cas où, à l'issue de la période d'engagement de conservation, M. Laurent Asscher ne détiendrait plus le contrôle direct ou indirect de Calabasas. L'option, sur l'exercice de laquelle M. Laurent Asscher n'aurait pas la main, serait exercée à prix de marché, déterminé en fonction de la formule fonction de l'EBITDA retraité et de la dette mentionnée précédemment. Les parties ont convenu que, dans le cadre de cette option d'achat, le prix par titre Financière Orolia ne saurait être inférieur, par transparence, au prix de l'Offre, sauf en cas de détérioration significative de la situation du groupe Orolia ou de désaccord sur le prix. Dans cette hypothèse, le prix d'exercice de l'option serait déterminé par un expert indépendant. L'existence de cette option d'achat exercable sur seule décision d'Eurazeo PME à laquelle M. Laurent Asscher serait soumis ne constitue ni un complément de prix ni un avantage particulier pour M. Asscher.

¹⁰ 75 454 547 actions (Actions ordinaires, actions de préférence A et B) à une valeur de souscription de 1,1 € par action

ne permettrait pas à leurs détenteurs de bénéficier d'un prix de cession garanti sur leur investissement. Ces actions gratuites seraient par ailleurs majoritairement constituées de titres privés de droits de vote (actions de préférence B) et soumises aux engagements de conservation déjà décrits. Ces actions gratuites (dont les modalités de mise en œuvre n'ont pas été fixées par le Conseil de Surveillance de Financière Orolia et auquel M. Asscher, principal actionnaire de Financière Orolia (à part Eurazeo PME) et ancien actionnaire d'Orolia, n'est pas éligible), pourrait à l'avenir être attribuées à certains apporteurs de titres dans Financière Orolia en leur qualité de salariés ou dirigeants de Financière Orolia ou de ses filiales, dont Orolia S.A. Pour autant, ce plan d'actions gratuites qui vise à assurer l'implication des managers dans la bonne marché de la Société, s'inscrit dans la pratique habituelle des plans d'intéressement de managers dans des sociétés cotées ou non, et en particulier dans la pratique qui préexistait au sein d'Orolia avant la présente Offre¹¹. Ces différents éléments (plan d'intéressement habituel dans les sociétés, et en particulier au sein d'Orolia, pour favoriser l'implication des managers, absence de prix de cession garanti, engagements de conservation, et plan destiné potentiellement à l'ensemble des dirigeants qu'ils aient été parties aux transactions actuelles ou non), nous permettent de conclure que ce plan n'est pas assimilable à un complément de prix au profit des dirigeants actuels d'Orolia.

En définitive, sur la base de nos échanges avec les parties prenantes à l'opération et de l'analyse des documents mentionnés ci-dessus et dont la liste détaillée figure en annexe, et des considérations qui précèdent, nous n'avons ainsi pas eu connaissance d'accords (clause de prix de sortie garanti ou de complément de prix ou clause assimilable) qui puissent constituer un avantage particulier pour leurs bénéficiaires ni qui pourraient avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

¹¹ A fin 2014, le plan d'intéressement des managers d'Orolia par le biais de *stock options* représentait 3,8% du capital social de la Société, et à fin 2015 3,4%.

II. Présentation d'Orolia

II.1. Actionnariat et organigramme

II.1.a. Actionnariat

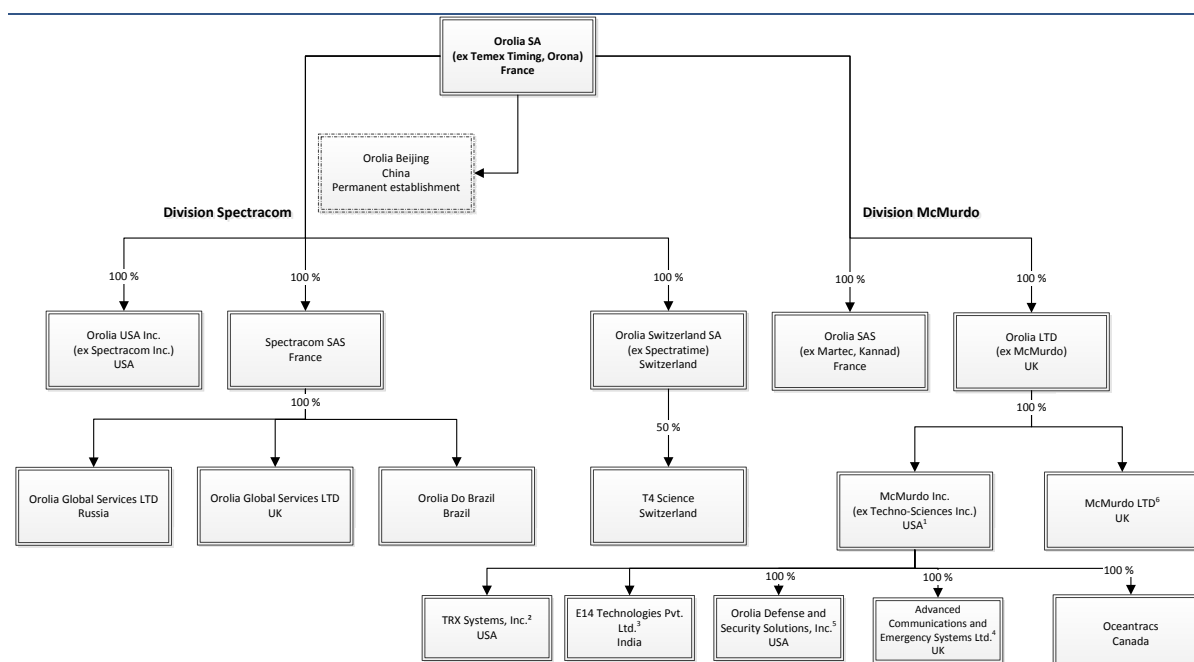
Actionnariat d'Orolia au 29 février 2016

Actionnaire	Capital		Droits de vote	
	Nombre d'actions	%	Nombre de droits	%
Famille Asscher	2 123 760	56,6%	2 123 760	53,5%
Isatis Capital	649 242	17,3%	649 242	16,4%
J-Y. Courtois & famille	180 759	4,8%	348 759	8,8%
Autres managers & salariés	107 786	2,9%	154 572	3,9%
Euromèzzanine	176 639	4,7%	176 639	4,4%
Autocontrôle	27 090	0,7%	27 090	0,7%
Flottant	489 641	13,0%	489 641	12,3%
Total	3 754 917	100,0%	3 969 703	100,0%

Source : Société

II.1.b. Organigramme

Organigramme de la Société au 11 février 2016



Source : Société

(1) Boatracs (non présentée sur ce graphique) a été fusionnée avec McMurdo à compter du 1^{er} janvier 2016

(2) McMurdo Inc détient 348 000 actions ordinaires classe A

(3) McMurdo détient 7 000 actions

(4), (5) et (6) Sociétés dormantes

II.2. Activités

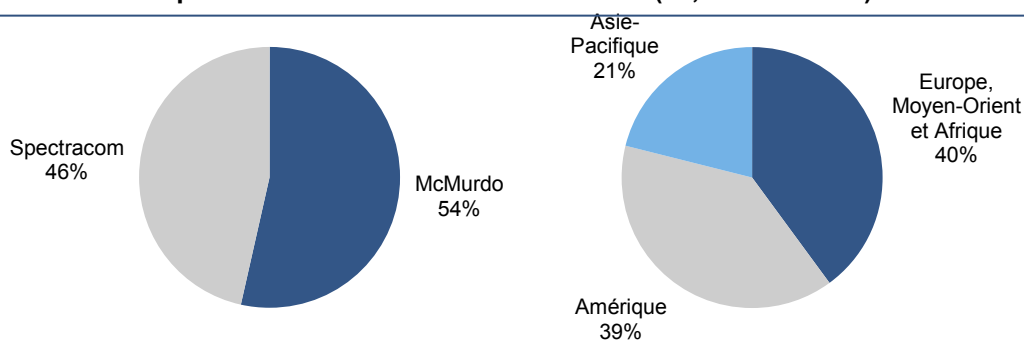
Fondé en 2006, Orolia a été introduite en bourse en juillet 2007 par placement privé sur Alternext portant sur 954 000 actions émises à un prix unitaire de 12,5 € par action, permettant une augmentation de capital de 11,9 M€. Son transfert sur le compartiment Alternext des entreprises faisant appel public à l'épargne a été réalisé en juillet 2009. La Société a levé 5,9 M€ en décembre 2009 par une augmentation de capital à 9,5 € par action.

Orolia, qui compte près de 400 salariés, est l'un des leaders mondiaux dans la conception et fabrication d'équipements et solutions de Positionnement, Navigation et Timing (PNT) en environnement sévère. Ses solutions, capables de résister aux perturbations et environnements les plus sévères, permettent de fiabiliser les données PNT fournies par les satellites (GPS, Galileo) et d'assurer la continuité des services requis par les applications spatiale, défense, sécurité, aviation, maritime et certaines activités commerciales critiques.

En 2015, le premier client de la Société, les 5 premiers et les 10 premiers ont représenté respectivement 4,6%, 18,3% et 26,9% du chiffre d'affaires.

Fin 2011, Orolia a réorganisé ses activités en deux divisions : (i) *McMurdo* (anciennement *Positioning, Tracking & Monitoring*), et (ii) *Spectracom* (anciennement *Timing, Tests & Measurements*).

Répartition du chiffre d'affaires d'Orolia (98,2 M€ en 2015)



Source : Société

McMurdo (anciennement Positioning, Tracking & Monitoring)

Cette branche fabrique des balises et des stations au sol (qui reçoivent le signal émis par la balise et renvoyé par les satellites).

Dans les balises, McMurdo est concurrencé par la société américaine non cotée Drew Marine. La société australienne non cotée GME est uniquement présente sur son marché

domestique, mais le marché australien des balises de détresse maritimes représente environ 25% du marché mondial¹².

Dans les stations au sol, McMurdo se partage le marché mondial avec le conglomérat Honeywell.

McMurdo compte parmi ses clients EADS, Embraer, la NASA, et un certain nombre de gouvernements dont il assure la maintenance des infrastructures Cospas-Sarsat¹³.

Sur 3 ans, la croissance organique ressort à 1,4% par an, avec une forte volatilité (10,9% en 2013, mais -7,1% en 2015). Plus encore que la division Spectracom (anciennement *Timing, Tests & Measurements*), McMurdo est exposé aux grands programmes gouvernementaux, via la maintenance des infrastructures Cospas-Sarsat et les systèmes de surveillance côtière.

Cette branche regroupe des technologies et produits permettant de rester en contact dans les circonstances et les environnements les plus extrêmes, et ce autour de deux axes stratégiques :

- La recherche et le sauvetage (Search and Rescue) : il s'agit de la fourniture de balises de détresse permettant de localiser rapidement et précisément les victimes potentielles, quel que soit le lieu de leur accident, à bord d'un bateau, d'un avion ou en montagne. Le signal transmis par les satellites Cospas-Sarsat dédiés aux opérations de recherche et sauvetage est reçu puis traité par les systèmes au sol développés et installés par Orolia : stations de réception des signaux ; Centres de Contrôle de Mission responsables du calcul de la localisation des balises, de la validation de l'alerte et de la transmission des alertes aux centres de secours ; Centres de Coordination des Secours responsables de la conduite des opérations de recherche et sauvetage dans la zone où se situe la balise. La Société maîtrise l'ensemble de la chaîne de secours Cospas-Sarsat, des balises de détresse jusqu'aux centres de contrôle équipés de logiciels de gestion des opérations de recherche et sauvetage.
- La surveillance du domaine maritime (Maritime Domain Awareness) : il s'agit de solutions de sécurité et productivité des transports sur terre, air ou mer reposant sur la capacité à déterminer, transmettre et suivre en temps réel la position des aéronefs, des navires, des véhicules ou des individus. L'association du GPS et de divers capteurs à des technologies spécifiques de transmission d'information sans fil et à des logiciels de supervision permet de maîtriser la position et le pilotage de ces plates-formes mobiles dans les environnements et circonstances les plus critiques ou d'assurer la

¹² L'Australie est le seul pays au monde ayant rendu obligatoires les balises sur tous types de bateaux, tandis que dans le reste du monde, seuls les plus gros navires en sont équipés.

¹³ Le programme Cospas-Sarsat est un système mondial d'alerte et de localisation de radiobalises de sinistres.

surveillance d'un territoire et la détection des intrusions pour améliorer la sécurité. Les produits de cette branche incluent balises satellitaires, aides à la navigation radiofréquence, logiciels de gestion de flottes et systèmes de surveillance côtière.

Spectracom (anciennement Timing, Test & Measurement)

Spectracom a pour principal concurrent l'américain Symmetricom, racheté en 2013 par Microsemi, qui a une activité plus diversifiée. Les autres acteurs principaux sont Frequency Electronics, toutefois plus spécialisé sur le spatial, et la société allemande non cotée Meinberg.

Spectracom compte parmi ses clients l'Agence Spatiale Européenne, la NASA, les départements de la défense français et américains, Lockheed Martin, Thales, EADS, Rohde & Schwartz, BAE Systems, TDF, Huawei, et Tektronics.

Sur 3 ans, la croissance organique s'inscrit à 2,1% par an, avec 9,5% en 2013, -2,8% en 2014 et +0,1% en 2015, soit une activité un peu moins volatile que celle de McMurdo.

La division Spectracom couvre trois grandes fonctions liées à la fiabilisation des services de positionnement, navigation et timing offerts par GNSS¹⁴ :

- Timing de haute précision : Orolia est le numéro deux mondial du temps ultra-précis, à travers ses marques SpectraTime (horloges atomiques et à quartz de très haute performance) et Spectracom (références temps-fréquence synchronisées par GNSS et instrumentation associée). Les produits de la Société permettent de synchroniser les infrastructures critiques de télécommunication et de télédiffusion, les centres de surveillance et de contrôle, les réseaux informatiques et centres de données ou les systèmes de défense et de combat. Ils permettent aussi de dater certains événements précis se produisant au sein de ces réseaux avec un haut niveau de fiabilité et de traçabilité (centres d'appels d'urgence, transactions financières, etc.).
- Test, Simulation et Management des signaux GNSS : la gamme de générateurs de signaux GNSS de Spectracom permet de tester et simuler l'intégralité des signaux émis par les systèmes de navigation par satellites en service dans le monde, que ce soit pour des activités de recherche et développement ou de test en production d'équipements utilisant les signaux GNSS (smartphones, systèmes de navigation automobiles, réseaux de télécommunication, équipements militaires, etc.). Les solutions permettent la lutte contre le brouillage ou le leurrage des signaux GNSS, qui constituent une menace grandissante pour les opérations civiles et militaires, ou la localisation dans les environnements où les signaux GNSS sont perturbés ou absents (intérieur des bâtiments, tunnels, etc.).

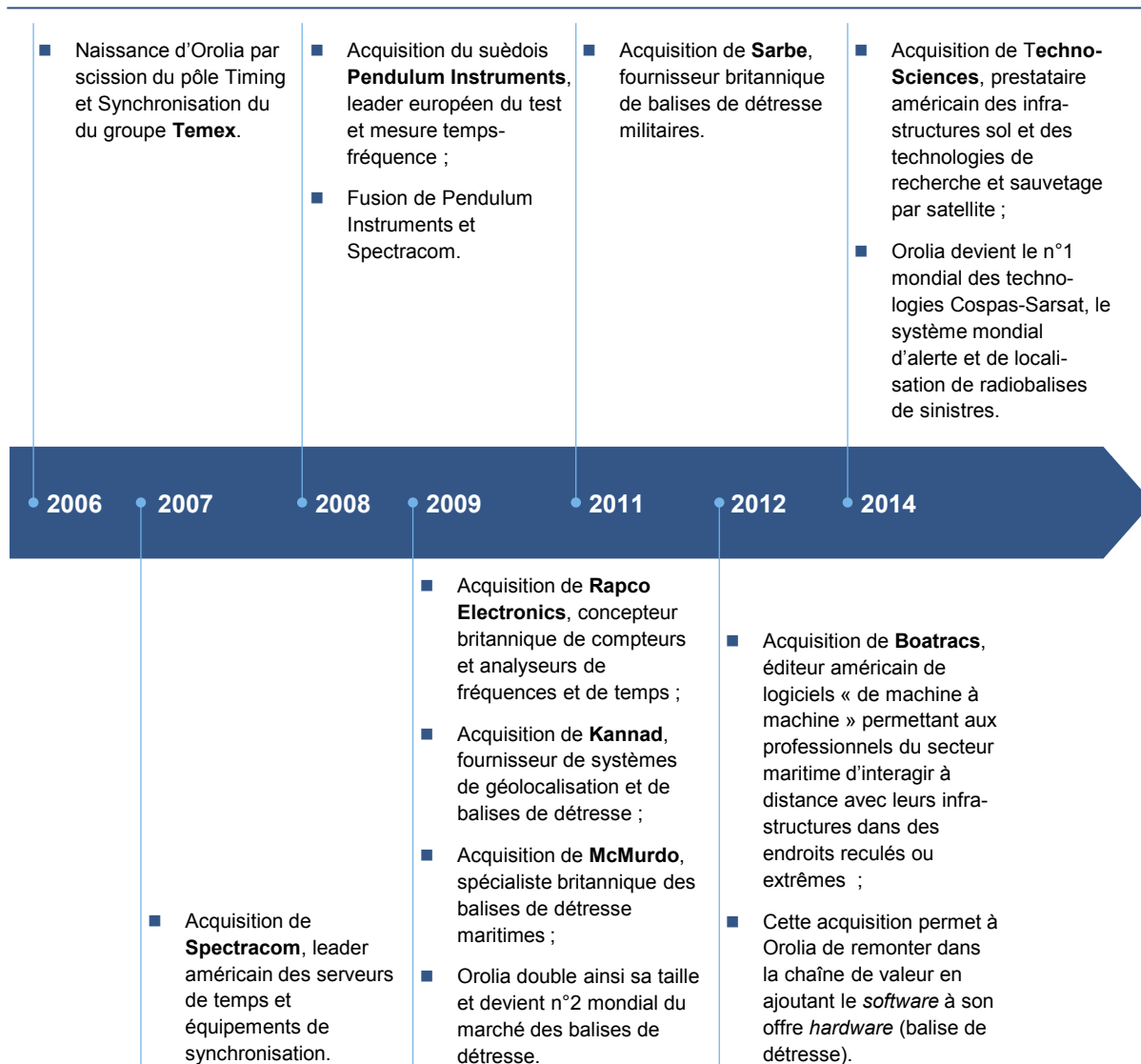
¹⁴ GNSS (Global Navigation Satellite Systems) : systèmes de géolocalisation par satellites.

- Positionnement et Navigation GNSS durcis : la Société a développé en partenariat avec la société californienne Geodetics des serveurs PN (Positionnement-Navigation) ou PNT (Positionnement-Navigation-Timing) durcis mettant en œuvre des centrales de navigation à base de capteurs inertiels. Ces nouveaux équipements permettent d'assurer la continuité des informations de positionnement, de navigation et de timing dont les avions de combat ou les drones ont besoin pour mener à bien leurs missions dans des environnements électromagnétiques perturbés. Cette nouvelle ligne de produits satisfait des besoins émergents et croissants et devrait ainsi fournir un relais de croissance au groupe dans les années à venir.

Croissance externe

Le développement d'Orolia est caractérisé par une croissance externe soutenue, qui s'est faite par 9 acquisitions depuis sa création en 2006. Les plus importantes acquisitions sont celles de (i) Spectacrom en 2007, lui permettant de consolider son positionnement dans les solutions de synchronisation et de mesure temps-fréquence ; (ii) McMurdo et Kannad en 2009, permettant à Orolia de se diversifier dans un second métier et devenir le n°2 mondial du marché des balises de détresse ; et (iii) Techno-Sciences en 2014, ajoutant l'intelligence au sol à ses compétences dans le domaine du sauvetage, permettant de recevoir les signaux émis par ses balises.

Historique de la croissance externe d'Orolia depuis sa création



Source : Société

II.3. Analyse financière et stratégique

Compte de résultat

Depuis l'exercice 2014, les comptes consolidés d'Orolia sont publiés en normes comptables IFRS¹⁵.

¹⁵ Précédemment, les comptes consolidés de la Société étaient établis en normes comptables françaises, ce qui se traduisait notamment par un amortissement des écarts d'acquisition, la comptabilisation des reprises de provisions dans le poste « Autres produits opérationnels courants » et l'enregistrement des produits et charges exceptionnelles après le résultat opérationnel.

Compte de résultat d'Orolia

Au 31-déc. (en k€)	Normes françaises				Normes IFRS		
	2010R	2011R	2012R	2013R	2013R	2014R	2015R
Chiffre d'affaires	57 807	63 734	66 189	72 583	72 584	80 424	98 157
% croissance	85,9%	10,3%	3,9%	9,7%	nd	10,8%	22,0%
Autres produits opérationnels courants ⁽¹⁾	5 220	4 145	2 965	4 963	659	406	82
Achats et charges externes	(36 238)	(38 336)	(37 702)	(41 659)	(40 501)	(45 265)	(51 069)
Impôts et taxes	(652)	(749)	(643)	(657)	(520)	(594)	(525)
Charges de personnel	(18 732)	(20 953)	(21 801)	(23 918)	(20 583)	(24 072)	(28 827)
Autres produits et charges opérationnels courants	(233)	(119)	(73)	(150)	(150)	(414)	(1 090)
EBITDA⁽²⁾	7 173	7 722	8 934	11 162	11 489	10 485	16 728
% marge	12,4%	12,1%	13,5%	15,4%	15,8%	13,0%	17,0%
Dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises	(2 059)	(1 939)	(3 569)	(4 068)	(3 902)	(3 770)	(5 703)
Résultat opérationnel courant	5 114	5 783	5 365	7 094	7 588	6 715	11 025
% marge	8,8%	9,1%	8,1%	9,8%	10,5%	8,3%	11,1%
Autres produits et charges opérationnels non courants	-	-	-	-	(333)	(4 395)	(1 802)
Résultat opérationnel	5 114	5 783	5 365	7 094	7 256	2 320	9 223
% marge	8,8%	9,1%	8,1%	9,8%	10,0%	2,9%	9,4%
Résultat financier	(1 166)	(303)	(1 945)	(2 087)	(1 990)	(1 989)	(871)
Résultat courant avant impôt	3 948	5 480	3 420	5 007	5 266	331	8 353
Résultat exceptionnel	(403)	(1 697)	(2 244)	(332)	-	-	-
Impôt sur le résultat	(737)	(982)	249	(715)	(1 126)	(3 691)	(2 393)
Amortissement des écarts d'acquisition	(1 821)	(1 998)	(2 520)	(2 978)	-	-	-
Résultat net avant amortissement des écarts d'acquisition	2 808	2 801	1 424	3 960	4 140	(3 360)	5 960
% marge	4,9%	4,4%	2,2%	5,5%	5,7%	(4,2%)	6,1%
Résultat net	987	803	(1 096)	982	4 140	(3 360)	5 960
% marge	1,7%	1,3%	(1,7%)	1,4%	5,7%	(4,2%)	6,1%
Résultat net part du groupe	981	801	(1 099)	976	4 134	(3 439)	5 881
Résultat net part des minoritaires	6	2	3	6	6	80	78
Dividendes versés	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Société, Associés en Finance

(1) Autres produits opérationnels courants retraités des reprises de provisions et transferts de charges dans les comptes en normes françaises

(2) EBITDA calculé en ajoutant au résultat opérationnel courant les dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises de provisions et transferts de charges

Chiffre d'affaires

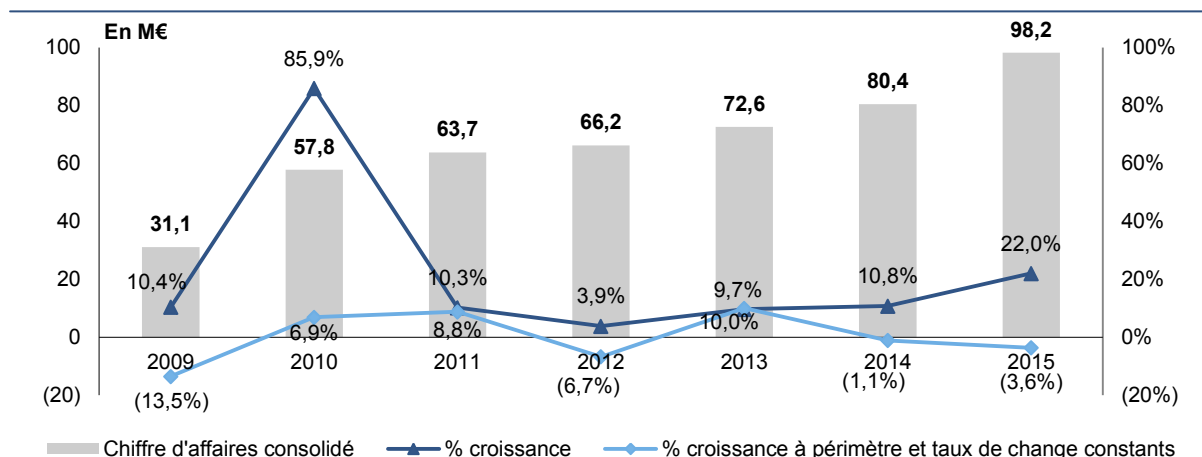
Le chiffre d'affaires d'Orolia a connu une progression constante depuis 2009, passant de 31,1 M€ en 2009 à 98,2 M€ en 2015¹⁶. Le taux de croissance annuel moyen sur la période s'élève à 21,1%. Il est essentiellement porté par la croissance externe soutenue menée par la Société.

En excluant les effets de périmètre liés à ces acquisitions, la croissance organique d'Orolia varie sensiblement d'une année sur l'autre. Le taux de croissance annuel à périmètre et taux de change constants ressort à un niveau moyen de 2,2%¹⁷ entre 2009 et 2015, compris entre -13,5% (en 2009) et +10,0% (en 2013).

¹⁶ Les normes IFRS ont eu peu d'impact sur la comptabilisation du chiffre d'affaires

¹⁷ Moyenne géométrique

Croissance du chiffre d'affaires d'Orolia



Sources : Société, Associés en Finance

L'activité d'Orolia est impactée par différents facteurs, à la fois des facteurs conjoncturels et des facteurs spécifiques liés à son activité et son secteur :

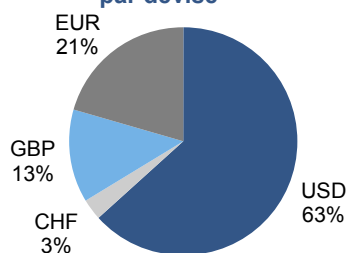
- L'environnement macro-économique global explique la décroissance organique enregistrée en 2009 et en 2012, respectivement de -13,5% et -6,7% ;
- La division Spectracom, son métier historique, dépend du niveau des commandes publiques dans le cadre de programmes de défense et spatiaux, (i) qui ont impacté positivement le chiffre d'affaires 2011, du fait de progrès sur le marché américain de la défense et de la montée en puissance du programme Galileo ; (ii) mais impacté négativement le chiffre d'affaires 2014 en raison de décalages sur les ventes d'horloges atomiques dans le cadre de programme spatiaux ;
- La division McMurdo, spécialisée dans les balises de détresse, a été impactée (i) à la baisse par le ralentissement du marché des balises maritimes, notamment pour le marché de la pêche, pénalisé par un marché difficile, compensé en partie par (ii) la hausse du marché des balises pour l'aviation civile et militaire, notamment porté par le programme de recherche et sauvetage Cospas-Sarsat.

Sensibilité aux taux de change

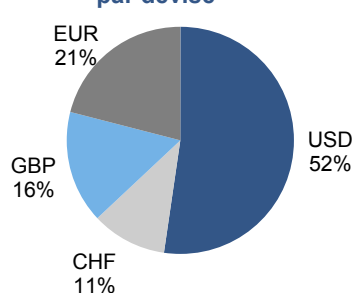
Orolia présente une forte sensibilité à l'évolution des taux de change, en particulier sur les devises USD, GBP et CHF. Cette sensibilité se manifeste sur le chiffre d'affaires mais aussi sur le niveau de la marge, compte tenu d'une exposition différente aux devises entre le chiffre d'affaires et les coûts d'exploitation (notamment sur les devises américaine et suisse).

Exposition d'Orolia aux taux de change en 2015

Répartition du chiffre d'affaires 2015
par devise



Répartition des charges d'exploitation 2015
par devise



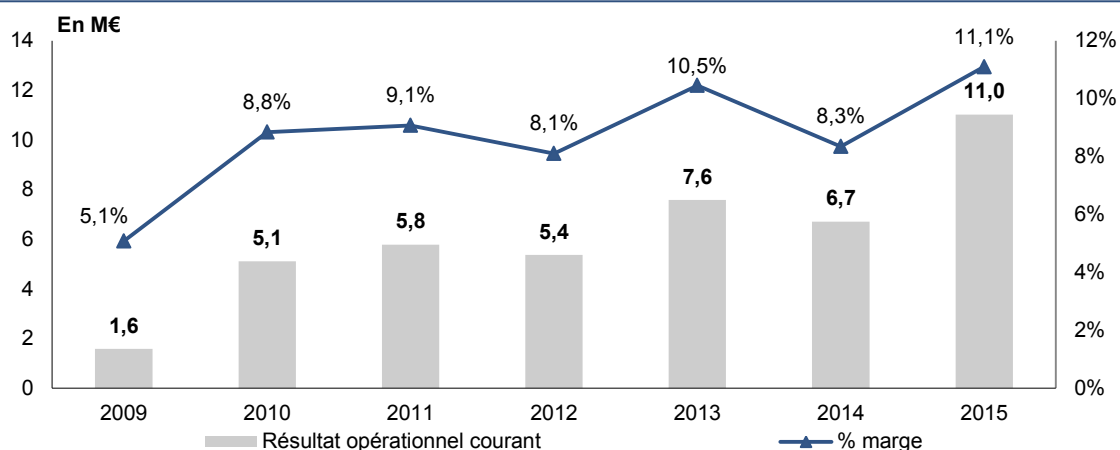
Source : Société

Marge opérationnelle courante

Depuis 2009, la marge opérationnelle courante d'Orolia s'est progressivement améliorée, passant de 5,1% à 11,1% en 2015¹⁸, du fait de l'amélioration des marges brutes, notamment sur les contrats d'infrastructure de McMurdo et des efforts de R&D entrepris par la société conduisant à l'élargissement de la gamme de produits.

Au niveau consolidé, le périmètre récent de la Société dégage une marge de 10,0% en moyenne sur les trois derniers exercices. Elle varie d'une année sur l'autre en fonction notamment des différentes acquisitions de sociétés aux rentabilités hétérogènes et des effets de change liés aux fluctuations des devises (USD, GBP et CHF)¹⁹.

Evolution du résultat opérationnel courant et des marges



Source : Société

Autres produits et charges opérationnels non courants et résultat net

¹⁸ Y compris un effet légèrement positif sur le niveau de la marge de l'application des normes IFRS

¹⁹ Les variations de la marge peuvent aussi résulter de la méthode de reconnaissance du chiffre d'affaires, à l'avancement au prorata des coûts réels rapportés aux coûts estimés totaux. Orolia peut subir des aléas liés à la détermination des coûts estimés sur la durée totale du contrat et aux risques de perte à terminaison. Sur l'exercice 2015, la Société a réalisé 29,0% de son chiffre d'affaires sur des contrats à long terme d'une durée supérieure à un an.

A l'instar du chiffre d'affaires et de la marge, l'évolution du résultat net présente une certaine volatilité. Ainsi, la rentabilité sur l'exercice 2012²⁰ a été faible, impactée par un résultat exceptionnel négatif de -2,2 M€, qui comprenait principalement des dépréciations d'actifs de R&D activés au bilan (actifs de R&D dont le retour sur investissement est apparu inférieur aux attentes). Sur 2014, Orolia a enregistré des pertes de -3,4 M€, en raison du fléchissement de la marge opérationnelle courante et de l'enregistrement de charges opérationnelles non courantes s'élevant à -4,4 M€²¹.

Il est à noter que, depuis son introduction en Bourse, Orolia n'a jamais versé de dividendes à ses actionnaires.

Recherche et Développement

La Société est caractérisée par une forte intensité en recherche et développement (ci-après « **R&D** »). Les activités de R&D emploient 98 salariés sur un total de 371 équivalents temps plein au 31 décembre 2015. Toutefois, une partie des travaux de R&D d'Orolia n'apparaissent pas en tant que charges dans les comptes de la Société, dans la mesure où, sur le marché spatial, les projets de développement de nouvelles technologies d'horloges atomiques sont quasiment entièrement financés par les donneurs d'ordre spatiaux (Swiss Space Office, ESA). Ainsi, Orolia estime qu'en tenant compte de la part de la R&D financée par les clients, son niveau de dépenses en R&D est de l'ordre de 12% de son chiffre d'affaires, tandis que les dépenses de R&D en ont représenté comptablement 9,3% en 2015 (hors activation / amortissement des investissements de R&D et crédit d'impôt recherche).

La Société immobilise à l'actif de son bilan une partie de ses dépenses de R&D, sous réserve que les projets de développement présentent de bonnes chances d'être menés à bien et que les actifs correspondants doivent générer des avantages économiques futurs. La R&D activée est ensuite amortie sur la durée de vie du produit. Les autres dépenses de R&D sont directement comptabilisées en charges sur l'exercice. Ces éléments comptables spécifiques nécessitent une attention particulière lorsqu'il s'agit de comparer Orolia à d'autres sociétés (cf. sections III.3.e et III.3.f).

En outre, Orolia bénéficie au titre de ses efforts de R&D de subventions et, depuis le 1^{er} janvier 2013, du CICE (crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi). Ces subventions et crédits d'impôt ont compté pour 0,7% du chiffre d'affaires en moyenne sur les cinq dernières années.

Bilan

²⁰ Et une perte en normes comptables françaises, après amortissement des écarts d'acquisition.

²¹ Ce montant comprend notamment des frais d'acquisitions concrétisées ou abandonnées d'un montant de 2 M€ et le coût d'une escroquerie aux virements internationaux pour un montant de 0,7 M€ dont a été victime une filiale américaine d'Orolia. Par ailleurs, la Société a rencontré des problèmes de qualité sur une balise livrée par un sous-traitant, entraînant un provisionnement de 1 M€.

Bilan d'Orolia²²

Au 31-déc. (en k€)	Normes françaises				Normes IFRS		
	2010R	2011R	2012R	2013R	2013R	2014R	2015R
Ecart d'acquisition	14 319	13 179	18 782	16 105	19 083	23 847	23 754
Autres immobilisations incorporelles	6 746	7 666	6 654	7 911	7 911	13 245	15 775
Immobilisations corporelles	4 154	4 113	3 653	3 257	3 257	3 703	3 457
Actifs financiers non courants	568	419	555	594	594	981	1 037
Impôts différés actifs	-	-	-	-	4 112	3 439	4 100
Actif non courant	25 786	25 377	29 645	27 867	34 956	45 215	48 123
Stocks et en-cours	7 992	8 625	9 058	8 402	8 402	10 055	11 559
Créances d'exploitation et autres	21 281	24 988	23 994	25 823	21 947	25 687	29 332
Trésorerie et équivalents	18 101	16 730	23 132	24 560	24 015	22 478	14 529
Actif courant	47 374	50 343	56 184	58 785	54 364	58 220	55 420
Total actif	73 160	75 720	85 829	86 652	89 320	103 436	103 543
Capitaux propres part du groupe	35 477	36 585	35 470	35 717	37 690	34 886	34 874
Intérêts minoritaires	652	673	515	511	511	603	734
Provisions	2 524	2 605	4 360	5 042	3 997	7 247	9 337
Dette financière brute	17 388	18 068	29 685	28 645	28 137	35 664	31 580
Impôts différés passifs	-	-	-	-	1 586	2 297	2 016
Dettes d'exploitation et autres	17 117	17 789	15 800	16 737	17 399	22 739	25 002
Total passif	73 160	75 720	85 829	86 652	89 320	103 436	103 543

Sources : Société, Associés en Finance

La taille du bilan a fortement progressé sur la période, augmentant de 41,5% entre 2010 et 2015, en liaison avec la croissance du chiffre d'affaires (+69,8% sur la période) portée par la croissance externe active de la Société²³.

Une grande partie du total du bilan correspond à des actifs incorporels : il s'agit d'une part des écarts d'acquisition, dont le poids reflète la stratégie de croissance externe de la Société ; et d'autre part des autres immobilisations incorporelles, constituées principalement de la R&D activée nette des amortissements. Ces autres immobilisations incorporelles ont doublé sur la période (15,8 M€ en 2015 contre 6,7 M€ en 2010), et reflètent notamment les efforts de R&D entrepris par la division McMurdo afin de consolider sa position de leader mondial des technologies de recherche et sauvetage par satellite Cospas-Sarsat et l'élargissement du périmètre.

²² Depuis le passage aux normes IFRS, les impôts différés actifs et passifs ont été reclassés chacun dans un poste à part entière à l'actif et au passif du bilan. Précédemment, dans les comptes en normes françaises, les impôts différés actifs étaient comptabilisés dans le poste « Autre créances » à l'actif circulant et les impôts différés passifs dans le poste « Provisions » au passif.

²³ L'application des normes IFRS a aussi eu un impact sur la croissance du bilan, que reflète son évolution entre les deux colonnes 2013 en normes françaises et 2013 en normes IFRS.

Bilan économique d'Orolia

Au 31-déc. (en k€)	Normes françaises				Normes IFRS		
	2010R	2011R	2012R	2013R	2013R	2014R	2015R
Immobilisations	25 787	25 377	29 644	27 867	30 845	41 776	44 023
Besoin en fonds de roulement	10 194	14 061	14 287	13 931	12 950	13 003	15 889
% du CA	17,6%	22,1%	21,6%	19,2%	17,8%	16,2%	16,2%
Actif économique	35 981	39 438	43 931	41 798	43 795	54 779	59 912
Rentabilité économique	9,5%	10,2%	8,6%	11,0%	nd	9,1%	12,8%
Fonds propres	35 477	36 585	35 470	35 717	37 690	34 886	34 874
Intérêts minoritaires	652	673	515	511	511	603	734
Provisions et autres	562	842	1 395	1 485	1 471	6 105	7 253
Dette financière nette	(713)	1 338	6 553	4 085	4 122	13 186	17 052
Ratio dette nette / EBITDA	(0,1x)	0,2x	0,7x	0,4x	0,4x	1,3x	1,0x

Sources : Société, Associés en Finance

Notes : les impôts différés nets ont été classés dans le poste « Provisions et autres ». La rentabilité économique est calculée comme le rapport entre le résultat opérationnel courant après impôt normatif et la valeur comptable de l'actif économique moyen à l'ouverture et la clôture de l'exercice.

Sur la période, le besoin en fonds de roulement (ci-après « **BFR** »), d'Orolia a évolué dans une fourchette comprise entre 16,2% et 22,1% du chiffre d'affaires. La comptabilisation du chiffre d'affaires à l'avancement contribue à la volatilité du niveau du BFR.

La dette financière nette a sensiblement augmenté sur la période, pour financer la croissance externe. Toutefois, l'endettement net de la Société reste maîtrisé. Le ratio dette nette / EBITDA reste contenu en-dessous de 1,0x sur la période, excepté en 2014 (1,3x), marquée par l'acquisition de Techno-Sciences.

Sur l'exercice 2015, les capitaux propres d'Orolia ont été impactés par l'offre publique de rachat d'actions qui a abouti à l'annulation de 500 000 actions, et un effet de -7,5 M€ sur les fonds propres.

Tableau de flux de trésorerie simplifié d'Orolia

Au 31-déc. (en k€)	Normes françaises				Normes IFRS		
	2010R	2011R	2012R	2013R	2013R	2014R	2015R
Marge brute d'autofinancement	5 417	6 229	6 346	7 900	8 773	2 808	11 339
- Diminution / (Augmentation) du BFR liée à l'activité	519	(2 638)	1 420	380	(44)	2 934	(1 771)
= Flux de trésorerie lié à l'activité	5 936	3 591	7 766	8 280	8 729	5 742	9 568
- Acquisitions d'immobilisations incorporelles	(4 520)	(3 054)	(2 776)	(4 001)	(4 001)	(4 383)	(5 021)
- Acquisitions d'immobilisations corporelles	(772)	(952)	(547)	(642)	(642)	(1 373)	(1 042)
- Acquisitions d'actifs financiers	(211)	178	(37)	(105)	(105)	(759)	(125)
- Acquisitions de titres de sociétés nets de la trésorerie acquise	30	(1 693)	(7 628)	-	-	(7 976)	-
= Flux de trésorerie lié aux investissements	(5 473)	(5 521)	(10 989)	(4 748)	(4 748)	(14 491)	(6 188)
Flux généré par l'activité après investissement	463	(1 930)	(3 223)	3 532	3 981	(8 749)	3 380
Flux généré par l'activité après investissement (hors acquisitions)	433	(237)	4 405	3 532	3 981	(773)	3 380

Sources : Société, Associés en Finance

Sur la période de 2010 à 2015, l'activité d'Orolia a dégagé un montant cumulé de 11,2 M€ de flux de trésorerie disponible avant croissance externe, permettant de financer en

partie ses opérations d'acquisitions d'un montant cumulé de 17,3 M€ sur la période. L'acquisition d'Orolia par Financière Orolia (et le soutien de son actionnaire majoritaire Eurazeo PME) devrait permettre de consolider le financement de ces opérations de croissance externe.

Exercice 2015 et perspectives 2016

L'évolution du chiffre d'affaires et des résultats sur 2015 illustre certaines caractéristiques mises en exergue ci-dessus :

- La variabilité des volumes d'activité (le chiffre d'affaires est en baisse de -3,6% à périmètre et taux de change constants²⁴),
- Les effets de la croissance externe (sur 2015, l'intégration de Techno-Sciences acquise en mai 2014 a joué sur l'ensemble de l'exercice)
- Et la sensibilité aux parités des devises (notamment le dollar), qui a joué très favorablement sur 2015.

Ainsi, ces deux derniers éléments expliquent que, malgré une évolution organique négative, le chiffre d'affaires publié par Orolia sur 2015 ressorte en croissance de 22,0% à 98,2 M€.

La marge opérationnelle courante sur l'exercice 2015 s'élève à 11,1% (contre 8,3% en 2014), et atteint un plus haut historique depuis 2008. Elle est soutenue par l'évolution favorable du dollar, le maintien d'une rentabilité élevée de Spectracom, ainsi que par l'amélioration des marges brutes notamment sur les contrats d'infrastructure de McMurdo Inc (anciennement Techno-Sciences).

En 2016, Orolia a pour objectif d'afficher une croissance « légèrement supérieure à son *benchmark* historique » et le maintien d'une rentabilité en ligne avec celle de l'exercice 2015, sous réserve du maintien de parités de devises favorables. Sur la division Spectracom, la Société prévoit un redémarrage de l'activité spatiale compte tenu du début de la phase 3 du projet Galileo (horloges atomiques), et une croissance modérée des autres activités, accompagnée d'un niveau de rentabilité en ligne avec les années passées. Pour la division McMurdo, l'enjeu sera de maintenir le niveau d'activité dans un marché qui dépend de quelques grands contrats²⁵.

Le chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2016, conforme aux attentes d'Orolia, est en baisse de -20,2% par rapport à la même période en 2015 (-19,1% à périmètre et taux de change constants²⁶).

²⁴ En organique, le CA de la division Spectracom est stable, tandis que celui de McMurdo est en recul de -7,1%).

²⁵ La division McMurdo a déjà remporté en janvier 2016 un contrat d'environ 4 M€ en Afrique du Nord.

²⁶ Le repli s'explique par un effet de base défavorable sur McMurdo (chiffre d'affaires en baisse de -41,8% à périmètre et taux de change constants par rapport à la même période en 2015 qui intégrait l'exécution de contrats importants). Le chiffre d'affaires de la division Spectracom est en progression de 8,8% sur le 1^{er} trimestre 2016 (+10,3% à périmètre et taux de change constants).

Synthèse sur les forces et faiblesses d'Orolia

L'analyse financière et stratégique menée ci-dessus permet d'aboutir à la synthèse suivante sur les forces et faiblesses de la Société.

Forces / opportunités :

- La Société est incontournable sur certains de ses marchés, sur lesquels sa part de marché est élevée, en particulier du fait de son avance technologique (fiabilité, flexibilité)
- Qualité et réactivité du service après-vente
- Capacité à gérer la croissance externe, qui a construit le groupe
- Intégration verticale (McMurdo)
- Peu d'acteurs sur le marché des horloges atomiques
- Positionnement sur des marchés où les barrières à l'entrée sont généralement élevées (standards internationaux)
- Pressions modérées sur les prix, sauf dans le maritime

Faiblesses / menaces

- Volatilité des marges, en raison de la volatilité des volumes
- Forte dépendance aux contrats publics et grands programmes gouvernementaux, particulièrement sur les activités liées à la défense et risque de décalage dans le temps de contrats
- Croissance organique faible, surtout dans le maritime
- Forte sensibilité sur les devises, particulièrement au taux de change EUR / USD, qui impacte le chiffre d'affaires et les marges (à la hausse ou à la baisse)
- Risque de rupture technologique et risque inhérent aux sociétés technologiques (que reflète par exemple le fait que, régulièrement, des frais de R&D capitalisés doivent être dépréciés, faute d'obtention d'une rentabilité conforme aux attentes)

III. Evaluation d'Orolia

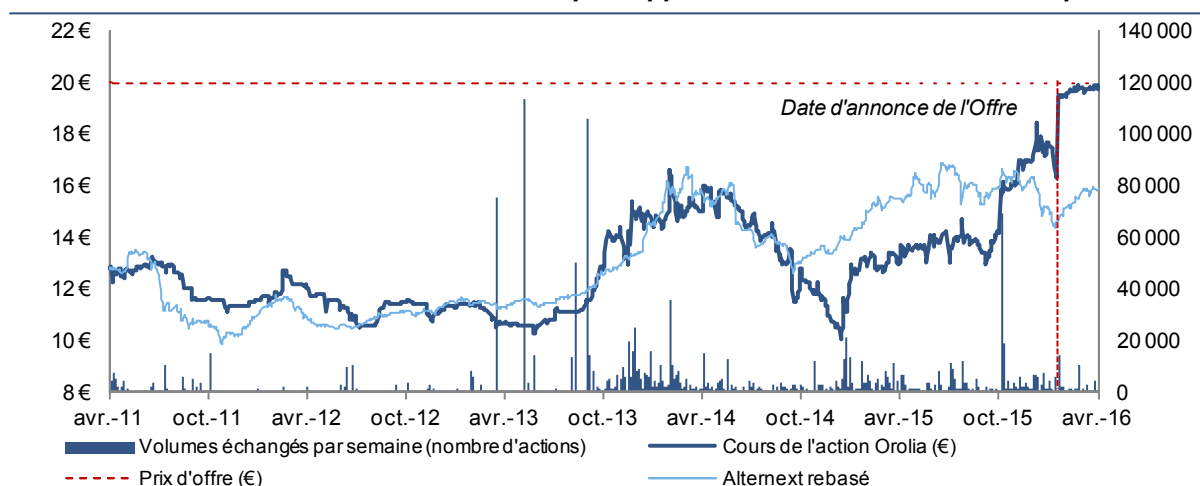
III.1. Analyse du cours de bourse et primes extériorisées par l'Offre

Les titres Orolia sont admis à la cotation sur Alternext depuis le 27 juillet 2007.

Evolution du cours

Le titre Orolia a connu une performance boursière significative sur les cinq dernières années, en ligne avec la croissance externe active menée par la Société. Le titre a progressé de 38,8% sur cinq ans au 11 février 2015, date d'annonce de l'Offre, contre 23,6% pour l'indice Alternext.

Evolution du cours de bourse Orolia par rapport à l'indice Alternext sur cinq ans



Sources : Bloomberg, Associés en Finance

L'action Orolia, qui avait globalement évolué en ligne avec son indice de référence depuis avril 2011, a connu un décrochage au deuxième semestre 2014 suite à l'annonce des résultats du premier semestre 2014, considérés comme décevants par le marché²⁷.

Le cours de l'action Orolia a commencé à rebondir à partir de janvier 2015, grâce à l'intégration réussie de Techno-Sciences, acquise en mai 2014, et l'amélioration des marges de cette dernière. L'action Orolia a ensuite été soutenue par l'offre publique de rachat d'actions clôturée en juillet 2015 et qui a abouti à la redistribution de 7,5 M€ de liquidités aux actionnaires. Le titre Orolia a poursuivi sa surperformance par rapport à l'indice Alternext suite à la publication de bons résultats au cours de l'exercice 2015. Enfin, le marché a ratifié les termes de l'Offre, le cours s'étant quasiment aligné depuis le 12 février 2016 sur le prix de l'Offre, soit 20€ par action²⁸.

Sur un an au 11 février 2016, date d'annonce de l'Offre post Bourse, le cours de clôture a atteint son plus haut niveau le 5 janvier 2016 à 18,49 € et son plus bas niveau le 27 mars 2015 à 12,67 €. Depuis sa cotation, le cours n'a jamais dépassé le seuil de 20€, prix de l'Offre.

La performance annualisée réalisée par un actionnaire d'Orolia ayant investi il y a cinq ans (entre le 11 février 2011 et le 11 février 2016, date d'annonce de l'offre) s'est élevée à 6,8%. En apportant ses actions à la présente Offre à 20 € par action, l'actionnaire obtiendra une performance annualisée de 11,2% depuis février 2011.

Liquidité

²⁷ Le chiffre d'affaires était en baisse de -4,3% par rapport à la même période de 2013 (et de -5,9% à périmètre et taux de change constants), en raison de l'effet conjugué de la conjoncture défavorable en Europe et de la baisse des ventes d'horloges atomiques issues des programmes spatiaux. Le résultat opérationnel était en recul de -25,1% (baisse de la marge à 7,0% contre 8,9% sur la même période en 2013). Enfin le résultat net était impacté par le coût d'une escroquerie aux virements internationaux déjà mentionnée.

²⁸ Le cours moyen pondéré par les volumes d'Orolia s'est élevé en moyenne autour de 19,8 € en avril 2016, sans dépasser le seuil de 20€.

Orolia est de taille limitée en bourse, avec une capitalisation de 62,0 M€ avant l'annonce de l'Offre. Toutefois, sa liquidité reste correcte au regard de sa taille, et le titre fait l'objet d'échanges quotidiens.

En moyenne sur les six derniers mois²⁹, 2 599 titres ont été échangés par jour de négociation. Les volumes cumulés durant cette période sont de 330 075 actions, soit 8,79% du capital et 67,15% du flottant. Les échanges moyens s'élèvent à 35,5 k€ par jour, sur une période de trois mois arrêtée au 11 février 2016.

Compte tenu des éléments précédents, et du taux de rotation du capital et du flottant, la liquidité du titre Orolia est suffisante pour que son cours de bourse soit retenu à titre de référence.

Cours moyen pondérés par les volumes d'Orolia sur six mois au 11 février 2016

Date	VWAP (€)	Nbre moyen d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
Spot 11-févr.-16	16,35	498	0,01%	0,10%	498	0,01%	0,10%
Moy. 10 jours	17,08	1 860	0,05%	0,38%	18 598	0,50%	3,78%
Moy. 1 mois	17,31	2 040	0,05%	0,41%	44 870	1,19%	9,13%
Moy. 3 mois	16,96	2 093	0,06%	0,43%	133 941	3,57%	27,25%
Moy. 6 mois	15,57	2 599	0,07%	0,53%	330 075	8,79%	67,15%
Plus haut sur 1 an	18,49		Date : 5-janv.-16				
Plus bas sur 1 an	12,67		Date : 27-mars-15				

(*) sur la base du nombre total d'actions Orolia (3,755 M d'actions) et du flottant total (0,492 M d'actions)

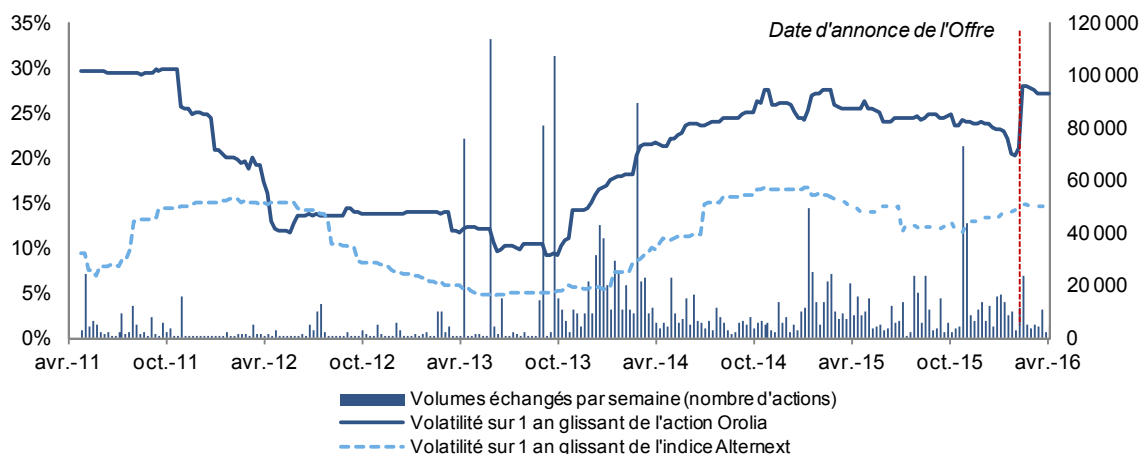
Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Volatilité

La volatilité de l'action Orolia est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée à partir de données de performances boursières passées. La volatilité de l'action de la Société, supérieure à celle de l'indice Alternext, a connu une pointe pendant l'année 2011, période difficile sur les marchés financiers (crise des dettes souveraines en Europe) et s'établit depuis l'année 2014 autour de 25% en moyenne, niveau assez modéré pour un titre intervenant dans des secteurs technologiques. La Société bénéficie sans doute aux yeux des investisseurs de son positionnement de leader dans des marchés de niche.

Volatilité de l'action Orolia par rapport à l'indice Alternext sur cinq ans

²⁹ Pour ne pas biaiser les calculs de taux de rotation, les calculs présentés portent sur la période post réalisation de l'OPRA en 2015.



Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Primes extériorisées par le prix d'Offre

Au 11 février 2016³⁰, l'action Orolia a clôturé à 16,35 €. Le cours moyen pondéré par action s'établit à 17,31 € sur 1 mois, 16,96 € sur 3 mois et 15,57 € sur 6 mois.

Le prix d'Offre fait ressortir des primes significatives par rapport aux cours moyens pondérés calculés avant l'annonce de l'Offre. La prime s'établit à 22,3% par rapport au cours de clôture de la date d'annonce de l'Offre le 11 février 2016.

Primes extériorisées par le prix d'Offre

Données boursières Orolia	Cours moyen pondéré (€)	Prime
Cours de clôture au 11-févr.-16	16,35	22,3%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 10 derniers jours	17,08	17,1%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	17,31	15,6%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	16,96	17,9%
Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	15,57	28,5%
Plus haut sur 1 an	5-janv.-16 18,49	8,2%
Plus bas sur 1 an	27-mars-15 12,67	57,9%

Sources : Bloomberg, Associés en Finance

III.2. Les méthodes écartées

III.2.a. Méthode de l'Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation des actifs et passifs en valeur de marché. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, ce qui n'est pas le cas d'Orolia. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application des méthodes de valorisation par les flux futurs actualisés.

³⁰ Le projet d'Offre a été annoncé le 11 février 2016, post Bourse.

III.2.b. Méthode de l'Actif Net Comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte de la capacité de la Société à générer des flux futurs de trésorerie et n'est à ce titre pas retenue. A titre d'information, la valeur de l'actif net par action telle qu'elle ressort des comptes à fin 2015 s'élève à 9,4 € par action (hors actions propres).

III.2.c. Suivi de la société par les analystes financiers et objectifs de cours

Orolia est suivi par un seul bureau d'analyse financière (Gilbert Dupont), qui avait un objectif de cours de 20,2 € à la date d'annonce de l'Offre le 11 février 2016. Ceci est cohérent avec le prix de l'offre, mais le suivi limité du titre ne permet pas d'en tirer des conclusions pertinentes.

III.2.d. Valorisation par les dividendes

L'approche par l'actualisation des dividendes n'a pas été retenue, dans la mesure où la Société n'a distribué aucun dividende depuis son introduction en Bourse.

III.3. Les méthodes retenues

III.3.a. Paramètres utilisés dans la valorisation

Ajustements pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Certaines méthodes de valorisation utilisées dans le cadre de ce rapport permettent de déterminer une valeur d'entreprise d'Orolia. La part de cette valeur qui peut être considérée comme revenant aux actionnaires de la Société est estimée en déduisant de la valeur d'entreprise (i) l'ensemble des dettes financières nettes de la trésorerie et des valeurs mobilières de placement, (ii) la valeur des intérêts minoritaires dans certaines filiales du groupe consolidées globalement, calculée à partir du poids des intérêts minoritaires dans les fonds propres comptables (2,1%), (iii) les provisions inscrites au bilan dont le décaissement futur est considéré comme raisonnablement certain³¹ et qui n'ont pas été prises en compte dans le calcul des flux de trésorerie, (iv) les pertes fiscales reportables activées dans les comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2015, enfin, (v) le produit théorique de l'exercice des instruments dilutifs sur une base totalement diluée. Les montants retenus pour ces éléments sont les suivants :

³¹ Il s'agit des provisions pour engagements sociaux (après IS) de 3,4 M€, provisions pour garanties clients de 2,9 M€, provisions pour litiges de 1,0 M€, provisions pour restructurations de 0,2 M€ et autres provisions de 0,4 M€.

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

Au 31-déc.15 (en k€)

- Dette financière nette	(17 052)
- Valeur des intérêts minoritaires	(1 730)
- Provisions pour engagements sociaux après IS	(3 406)
- Provisions	(4 391)
+ Reports déficitaires activés	590
+ Produit théorique de l'exercice des instruments dilutifs	8 881
= Total à ajouter / (déduire) de la valeur d'entreprise	(17 108)

Sources : Société, Associés en Finance

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions Orolia utilisé pour l'appréciation du prix de l'Offre est calculé en hypothèse de dilution totale, c'est-à-dire en considérant l'ensemble des instruments donnant accès au capital, exerçables à la date du présent rapport (c'est-à-dire « dans la monnaie »). Il correspond au nombre d'actions composant le capital de la Société au 29 février 2016 (3 754 917) diminué du nombre d'actions auto-détenues (7 090³²), et du nombre d'actions potentiellement émises à l'occasion de l'exercice des options de souscription (126 050), des bons de souscription d'actions (267 500), et des bons liés aux OBSAB (325 714).

Le nombre d'actions retenu dans nos calculs³³ s'élève ainsi à 4 467 091 actions sur une base totalement diluée.

III.3.b. Méthode de valorisation intrinsèque : DCF to firm

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années, des éléments de contexte économique et concurrentiel, du Plan d'Affaires 2016/2018 communiqué par la Société, et des échanges menés avec son management, Orolia a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre de son modèle de valorisation Trival®, qui couvre plus de 500 sociétés cotées.

Le modèle Trival® (cf. annexe) est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par l'équipe interne d'analystes financiers d'Associés en

³² 27 090 actions d'autocontrôle dont sont déduites 20 000 actions qui étaient à livrer dans le cadre de l'accord d'intéressement du dirigeant de Boatracs, accord mis en place lors de l'acquisition de cette société en 2012. Cet accord prévoyait l'attribution à ce dirigeant d'un total de 333 333 actions Boatracs, pouvant être échangées contre des actions Orolia dans un ratio de 25 actions Boatracs pour 6 actions Orolia ou payées en cash à raison de 4,0 USD par action selon l'option retenue par Orolia. Sur les 80 000 actions Orolia correspondant à cet engagement, 60 000 ont déjà été remises à fin 2015. Il restait donc 20 000 actions Orolia à attribuer. Un nouvel accord a été signé avec ce dirigeant prévoyant qu'il renonce à l'attribution d'actions Orolia en contrepartie d'une indemnisation en numéraire sur la base d'un prix de 20 € par action Orolia.

³³ Il s'agit d'une valorisation intrinsèque, c'est-à-dire hors considération de l'impact de l'offre sur la valorisation. La mise en œuvre des accords liés à l'Offre décrits précédemment en section I- paragraphe « Accords préalables à l'offre » conduira en réalité à l'annulation des *stock options*, dont les détenteurs seront indemnisés en numéraire, ainsi qu'à une indemnisation du dirigeant de Boatracs en numéraire, sur la base de 20 € par action Orolia, en lieu et place des 20 000 actions Orolia mentionnées précédemment.

Finance : un modèle de valorisation « *DCF to equity* », qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation « *DCF to firm* » (ou encore « Plan Wacc ») qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, « *DCF to equity* » et « *DCF to firm* », sont liés à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par le traitement des données qui en est fait. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Dans le cas d'Orolia, le plan d'affaires communiqué par la Société ne comporte pas de prévisions relatives aux éléments de bilan. Par ailleurs, le modèle de « *DCF to firm* » est plus adapté à la valorisation des petites sociétés³⁴. En conséquence, nous avons utilisé une méthode de valorisation « *DCF to firm* » exclusivement.

Les hypothèses clés retenues dans la détermination des données financières prospectives sont présentées ci-après.

III.3.c. Paramètres et mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels par la méthode *DCF to firm*

Les données financières prévisionnelles sont établies sur la base du périmètre d'activité existant au 31 décembre 2015.

Le Plan d'Affaires 2016/2018 transmis par la Société sert de base de calcul aux prévisions financières utilisées. Celles-ci sont établies pour deux années supplémentaires (2019 et 2020), puis prorogées jusqu'en 2050 avec une année pivot en 2035. En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2050 (modèle « *DCF to firm* » d'actualisation des cash-flows générés).

Plan d'affaires 2016 / 2018

Le Plan d'Affaires sur la période 2016 / 2018 transmis par la Société repose sur des hypothèses plutôt volontaristes. Construit hors hypothèse de croissance externe, il prend en compte sur les trois années à venir une croissance du chiffre d'affaires sensiblement supérieure à la croissance organique qu'Orolia a enregistrée en moyenne depuis 2010 (2,2%, cf. ci-dessus). La marge d'EBITDA attendue dans le plan d'affaires est en

³⁴ Le modèle de « *DCF to firm* » prend en compte en effet un effet de taille, basé sur la valeur d'entreprise, tandis que le modèle « *DCF to equity* » intègre un effet lié à la liquidité des titres en bourse, qui peut être extrêmement différent d'une société à l'autre. Cet effet est moins marqué dans le modèle « *DCF to firm* ».

progression en 2017 et 2018 et atteint en 2018 un niveau supérieur à celui de 2015 (qui constitue un point haut dans un contexte de devises particulièrement favorable). Les investissements totaux retenus (y compris R&D capitalisée) représentent sur la durée du plan 6,2% du chiffre d'affaires, un niveau équivalent à celui connu en 2014 et 2015.

Prolongation du plan d'affaires

Selon les principes de modélisation à très long terme utilisés dans Trival®, le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires utilisé dans la modélisation décroît progressivement à partir de 2019, pour atteindre +1,5% en 2050. Il s'établit en moyenne à 2,1% entre 2019 et 2050, niveau cohérent avec la croissance organique depuis 2010.

De la même façon, les autres paramètres de modélisation convergent vers des paramètres cibles sur le très long terme, de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en retenant une valeur finale en 2050 égale à la valeur comptable des capitaux investis. Partant du niveau élevé atteint en fin de plan d'affaires en 2018, la marge d'EBITDA avant retraitement de la capitalisation des frais de R&D décroît progressivement pour atteindre 13,7% en 2050. Elle s'établit en moyenne à 14,7% du chiffre d'affaires entre 2019 et 2050, un niveau supérieur de près d'un point à son niveau moyen depuis 2010.

Compte tenu des perspectives de développement de la Société notamment à l'International, il est retenu une hypothèse progressive de réduction du pourcentage du chiffre d'affaires représenté par le Crédit Impôt Recherche (CIR), jusqu'à s'éteindre en fin de modélisation.

Partant de leur niveau moyen en pourcentage du chiffre d'affaires ressortant du plan d'affaires, les investissements prévus à long terme décroissent progressivement pour converger vers le niveau des amortissements.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) de la Société est estimé à 15,7% du chiffre d'affaires, soit un niveau conforme à celui ressortant en fin de plan d'affaires.

Le taux d'impôt théorique avant CIR à partir de 2016 et jusqu'en 2050 est de 33,33%.

Taux d'actualisation des flux prévisionnels

Dans le modèle « *DCF to firm* » d'Associés en Finance, le risque estimé pour une société est mesuré par la prise en compte des éléments suivants :

- Le risque de prévision, notation établie à partir d'une analyse des forces et faiblesses, sur une échelle de risque croissant de 1 à 9. Compte tenu de l'analyse et des éléments présentés précédemment (cf. section II.3), le risque de prévision d'Orolia est retenu à 4. Son avantage technologique est solide, le plan d'affaires ne prend pas en compte la croissance externe potentielle et le groupe est protégé par des barrières à l'entrée élevées, même si ses

marges sont sensibles à d'éventuels décalages de contrats publics et aux parités de change ;

- Le risque financier, retenu à une note médiane de 3 dans le modèle « *DCF to firm* » (cf. méthodologie en annexe)
- Le risque sectoriel, en l'occurrence du secteur « Aéronautique / Défense », afin de refléter la sensibilité d'Orolia à ce secteur d'activité, soit 1,07.

La combinaison de ces éléments de risque aboutit à une note de risque relatif de 0,93. L'échelle des notes de risque relatif dans le modèle « *DCF to firm* » d'Associés en Finance s'étage actuellement entre 0,51 et 1,65, pour une moyenne des risques relatifs de 1.

Le calcul du coût du capital dans le modèle Trival® est également fonction de la taille de la société, c'est-à-dire de sa valeur d'entreprise.

Dans cette analyse, le coefficient de taille d'Orolia ressort à 1,93. L'échelle des tailles relatives dans le modèle « *DCF to firm* » d'Associés en Finance s'étage actuellement entre 0,66 et 1,85.

Les paramètres de marché du modèle « *DCF to firm* » d'Associés en Finance permettent d'aboutir au coût du capital après impôt. Ils s'établissent en moyenne sur les trois derniers mois aux niveaux suivants :

- Prime de risque opérationnel : 6,56 % ;
- Prime de taille : 3,68 % ;
- Ordonnée à l'origine : -3,77 %³⁵.

Après application des coefficients propres à Orolia aux paramètres de marché indiqués ci-dessus, le taux d'actualisation se décompose en :

- une prime de risque spécifique de 6,56% X 0,93 soit 6,09 % ;
- une prime de taille spécifique de 3,68% X 1,93 soit 7,11 % ;
- une ordonnée à l'origine de -3,77 %.

Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le coût du capital obtenu pour Orolia s'établit à 9,43%.

³⁵ L'ordonnée à l'origine est le résidu de la régression des coûts du capital attendus des sociétés de l'échantillon sur leurs attributs de risque et de taille.

Résultat de la valorisation intrinsèque

La valorisation d'Orolia obtenue par la méthode « *DCF to Firm* » ressort à 18,4 € par action, après prise en compte des éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres décrits précédemment :

Valorisation de la Société par la méthode *DCF to firm* au 29 avril 2016

Valeur d'entreprise (en M€)	99,2
<i>Total des éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres</i>	<i>(17,1)</i>
Valeur des capitaux propres part du groupe (en M€)	82,1
Nombre d'actions	4 467
Valeur de l'action (en €)	18,4

Source : Associés en Finance

Analyse de sensibilité des résultats obtenus

Les tableaux qui suivent présentent une analyse de sensibilité des résultats obtenus à plusieurs des paramètres utilisés.

Sensibilité au taux d'actualisation

Les paramètres de marché utilisés, et donc le coût du capital pour Orolia, s'entendent dans une situation particulière des marchés, où les taux d'actualisation n'ont quasiment jamais été aussi bas, dans un contexte d'abondance de liquidités liée aux actions volontaristes de la BCE, avec pour conséquence des taux d'intérêt très faibles (et négatifs sur certaines maturités). Le tableau suivant synthétise la valeur de la Société obtenue en fonction du taux d'actualisation utilisé. La fourchette de sensibilité au taux d'actualisation correspond à la prise en compte des données de marché à fin avril 2016, aux primes de marché les plus élevées constatées depuis la mise en œuvre du « *quantitative easing* » de la BCE fin janvier 2015, et enfin aux primes de marché les plus basses sur la même période³⁶.

Analyse de sensibilité des résultats de la valorisation par DCF au taux d'actualisation

Valorisation de la Société	Hypothèse centrale	Taux fin avril 2016 = taux minimum depuis fin janvier 2015 (8,91%)	Taux maximum depuis fin janvier 2015 (10,34%)
<i>DCF to Firm</i>	18,4 €	19,7 €	16,4 €

Source : Associés en Finance

Sensibilité au niveau de marge prévu à long terme

La marge d'EBITDA moyenne (avant retraitement de la capitalisation des frais de R&D) s'établit en moyenne à 14,7% du chiffre d'affaires entre 2019 et 2050 dans la

³⁶ Le taux le plus bas depuis fin janvier 2015 est en fait atteint pour Orolia à fin avril 2016

modélisation des flux à long terme prévus par Associés en Finance, au-delà de l'horizon du plan d'affaires La simulation présentée dans le tableau ci-dessus présente l'impact sur la valorisation d'une variation de + ou – 0.5% de cette marge d'EBITDA moyenne.

Nous avons par ailleurs testé plus spécifiquement la sensibilité de la valorisation à une hypothèse de disparition du Crédit d'impôt recherche (CIR) dès la fin de de l'horizon du plan d'affaires de la Société, dans la mesure où ces crédits d'impôt restent tributaires du maintien de la politique fiscale actuelle, et où leur pérennité à très long terme n'est pas assurée. La valorisation d'Orolia n'est que peu affectée dans cette hypothèse (valorisation de 18,1 € par action).

Analyse de sensibilité des résultats de la valorisation par DCF aux hypothèses de marges

Valorisation de la Société	Hypothèse centrale	Marge moyenne +0,5%	Marge moyenne -0,5%
<i>DCF to Firm</i>	18,4 €	19,3 €	17,4 €

Source : Associés en Finance

Sensibilité au niveau de croissance prévu à long terme

La modélisation à long terme prévoit une croissance du chiffre d'affaires à 2,1% entre 2019 et 2050, niveau cohérent avec la croissance organique depuis 2010. Les simulations présentées ci-dessus présentent l'impact sur la valorisation d'une hausse de +0,5% de cette croissance moyenne ou d'une baisse de -0,5%.

-

Analyse de sensibilité des résultats de la valorisation par DCF aux hypothèses de croissance de long terme

Valorisation de la Société	Hypothèse centrale	Croissance moyenne +0,5%	Croissance moyenne -0,5%
<i>DCF to Firm</i>	18,4 €	19,1 €	17,7 €

Source : Associés en Finance

III.3.d. Transactions récentes portant sur le capital de la Société

Nous avons identifié les transactions suivantes, pertinentes pour l'appréciation du prix d'Offre.

Offre publique de rachat d'actions en 2015

Le 28 mai 2015, Orolia a déposé auprès de l'AMF un projet d'Offre Publique de Rachat d'Actions (ci-après « **OPRA** ») visant un nombre maximum de 500 000 actions, à un prix de 15 € par action.

A ce prix de 15 €, les actionnaires d'Orolia ont souhaité apporter 1 190 744 actions à cette offre, soit 28,1% du capital social d'Orolia et plus du double du nombre de titres maximum visé par l'offre. Après réduction proportionnelle, le nombre de titres rachetés (500 000 actions) représentait 11,8% du capital d'Orolia, soit un montant total de 7,5 M€.

Par sa proximité temporelle et le pourcentage de capital apporté, cette transaction constitue une référence pertinente pour l'appréciation de l'Offre. Le prix d'Offre ressort 33% supérieur au prix de 15 € proposé pendant l'OPRA.

Accord d'achats de titres préalablement à l'Offre

En amont de la présente Offre initiée par Financière Orolia sur le solde des actions d'Orolia, l'accord annoncé le 11 février 2016 qui prévoit la détention par Financière Orolia de 88% du capital dilué de la Société, par cession ou transfert d'actions réalisés par les deux actionnaires financiers historiques, de ses fondateurs et dirigeants, s'est conclu sur la base d'un prix de 20 € par action.

III.3.e. Méthode analogique des multiples boursiers (à titre indicatif)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de société cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Afin de constituer l'échantillon de sociétés comparables, nous avons cherché des sociétés opérant dans le domaine des équipements et solutions de Positionnement, Navigation et Timing pour applications militaires et commerciales.

L'échantillon retenu comprend 12 sociétés cotées aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Scandinavie et au Japon :

- Hexagon, Rockwell Collins, L-3 Communications, Garmin, Trimble Navigation, Keysight, Cobham, FLIR Systems, Teledyne Technologies, Kongsberg Gruppen, Ultra Electronics, Furuno Electric.

Nous avons examiné la société Frequency Electronics, l'un des concurrents de la division Spectracom d'Orolia dans le domaine du temps ultra-précis et des solutions de

références temps-fréquence. Cependant, Frequency Electronics n'a pas été retenue, car, bien qu'elle soit cotée, il n'existe pas de prévisions d'analystes sur cette société.

Ont également été examinés mais exclus les groupes Honeywell et Thales, concurrents d'Orolia sur certains segments mais dont les activités sont très diversifiées et dont la taille est significativement supérieure à celle d'Orolia (capitalisation boursière respective de 75,7 Mds€ et 16,0 Mds€).

Les sociétés retenues sont présentées en Annexe I :

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA retraité de la R&D activée³⁷ comme multiples pertinents. Nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires, compte tenu des différences de marge entre Orolia et les sociétés présentées, les multiples d'EBITDA qui ne permettent pas de prendre en compte le poids de la R&D activée dans Orolia, les multiples d'EBIT en raison des différences de politique d'amortissements et dépréciations d'Orolia et celle des comparables, ainsi que les multiples de PER qui sont biaisés par les différences de structure financière des sociétés.

Nous retenons les multiples médians moins influencés que les multiples moyens par les valeurs extrêmes, et l'avons appliqué à l'agrégat prévisionnel pour l'exercice 2016 uniquement, compte tenu du caractère ambitieux du plan d'affaires sur les horizons plus lointains, impliquant un risque d'exécution. Les agrégats financiers prévisionnels des sociétés de notre échantillon sont issus de prévisions de consensus d'analystes financiers (source : Capital IQ).

Résultat de la méthode des comparables boursiers :

Ratios opérationnels de l'échantillon de comparables boursiers

En M€	Pays	CA	TCAM 2015-2017			Marge d'EBITDA			Marge d'EBITDA-R&D			Marge d'EBIT		
		2015E	CA	EBITDA	EBIT	2015R	2016E	2017E	2015R	2016E	2017E	2015R	2016E	2017E
Hexagon	Suède	3 044	5,7%	15,4%	8,2%	26,5%	30,4%	31,6%	21,1%	24,8%	26,2%	23,3%	23,6%	24,4%
Rockwell Collins	Etats-Unis	4 597	3,6%	6,8%	5,7%	23,1%	23,9%	24,5%	23,1%	23,9%	24,5%	19,2%	19,3%	20,0%
L-3 Communications	Etats-Unis	9 138	(0,9%)	6,5%	7,9%	10,7%	12,0%	12,3%	10,7%	12,0%	12,3%	8,7%	9,9%	10,3%
Garmin	Etats-Unis	2 463	0,3%	(1,2%)	(2,8%)	22,3%	21,1%	21,6%	22,3%	21,1%	21,6%	19,5%	18,1%	18,3%
Trimble Navigation	Etats-Unis	2 072	4,3%	12,3%	14,3%	19,8%	21,5%	23,0%	19,8%	21,5%	23,0%	16,5%	18,6%	19,8%
Keysight	Etats-Unis	2 504	1,1%	nd	nd	20,5%	22,0%	nd	20,5%	22,0%	nd	17,1%	18,6%	nd
FLIR Systems	Etats-Unis	1 360	4,9%	6,8%	5,8%	22,9%	22,9%	23,7%	22,9%	22,9%	23,7%	19,7%	19,0%	20,0%
Cobham	Royaume-Uni	2 648	0,1%	0,3%	(0,2%)	20,1%	19,9%	20,2%	20,1%	19,9%	20,2%	16,0%	15,2%	15,9%
Teledyne Technologies	Etats-Unis	1 995	3,4%	nd	nd	16,1%	16,7%	nd	16,1%	16,7%	nd	12,2%	12,8%	nd
Kongsberg Gruppen	Norvège	1 848	(0,3%)	16,4%	20,2%	8,6%	10,6%	11,7%	8,6%	10,6%	11,7%	5,9%	7,6%	8,6%
Ultra Electronics	Royaume-Uni	928	6,3%	14,9%	5,2%	16,2%	18,2%	18,9%	16,0%	17,5%	18,1%	16,5%	16,4%	16,2%
Furuno Electric	Japon	728	(2,7%)	(5,6%)	(18,0%)	6,1%	5,9%	5,7%	6,1%	5,9%	5,7%	3,1%	2,5%	2,2%
Moyenne			2,2%	7,3%	4,6%	17,7%	18,8%	19,3%	17,3%	18,2%	18,7%	14,8%	15,1%	15,6%
Médiane			2,2%	6,8%	5,7%	20,0%	20,5%	20,9%	20,0%	20,5%	20,9%	16,5%	17,3%	17,2%

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

Note : données financières calendarisées au 31-déc. converties en millions d'euros

Les multiples boursiers, calculés sur la base du cours moyen pondéré sur 1 mois au

³⁷ Les EBITDA des comparables Hexagon et Ultra Electronics ont été retraités de la R&D activée. Les autres comparables comptabilisant la totalité de leurs frais de R&D en charges d'exploitation sans immobiliser au bilan la R&D, aucun retraitement n'a été effectué.

30 avril 2016 sont présentés ci-après :

Multiplés boursiers de l'échantillon de comparables boursiers

En M€	Capi. boursière	Dette nette	VE	VE / EBITDA			VE / EBITDA-R&D			VE / EBIT		
				2015R	2016E	2017E	2015R	2016E	2017E	2015R	2016E	2017E
Hexagon	12 701	1 615	14 418	17,9x	14,6x	12,9x	22,5x	17,9x	15,6x	20,4x	18,8x	16,7x
Rockwell Collins	10 359	1 924	12 941	11,9x	11,2x	10,3x	11,9x	11,2x	10,3x	14,3x	13,8x	12,7x
L-3 Communications	8 265	2 709	11 506	12,1x	10,7x	10,3x	12,1x	10,7x	10,3x	14,9x	13,0x	12,3x
Garmin	6 882	(922)	5 960	10,9x	9,8x	9,6x	10,9x	9,8x	9,6x	12,4x	11,4x	11,4x
Trimble Navigation	5 537	437	5 975	14,1x	11,7x	11,5x	14,1x	11,7x	11,5x	17,0x	13,5x	13,3x
Keysight	4 048	460	4 595	9,0x	7,7x	nd	9,0x	7,7x	nd	10,8x	9,1x	nd
FLIR Systems	3 856	(136)	3 726	12,1x	11,4x	10,7x	12,1x	11,4x	10,7x	14,0x	13,7x	12,7x
Cobham	2 739	1 545	4 339	8,2x	7,9x	7,2x	8,2x	7,9x	7,2x	10,2x	10,3x	9,1x
Teledyne Technologies	2 713	608	3 292	8,5x	7,9x	nd	8,5x	7,9x	nd	11,2x	10,2x	nd
Kongsberg Gruppen	1 761	(55)	1 750	10,7x	8,4x	7,4x	10,7x	8,4x	7,4x	15,6x	11,7x	10,2x
Ultra Electronics	1 594	378	2 058	13,7x	11,0x	10,0x	13,8x	11,4x	10,4x	13,4x	12,2x	11,7x
Furuno Electric	168	49	221	4,9x	4,3x	4,3x	4,9x	4,3x	4,3x	9,8x	10,2x	11,5x
Moyenne				11,2x	9,7x	9,4x	11,6x	10,0x	9,7x	13,7x	12,3x	12,1x
Médiane				11,4x	10,2x	10,1x	11,4x	10,2x	10,3x	13,7x	12,0x	12,0x

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

Note : capitalisations boursières moyennes sur 1 mois au 30-avr.-16 et données financières calendarisées au 31-déc. converties en millions d'euros ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Application des multiples aux agrégats d'Orolia :

L'application du multiple médian d'EBITDA retraité de la R&D présenté dans le tableau ci-dessus à l'agrégat prévisionnel 2016 de la Société et compte tenu de la variation de dette nette anticipé fait ressortir une valeur de 22,2 € par action Orolia sur la base de la moyenne des cours sur le dernier mois, et de 21,1 € sur la base de la moyenne des cours sur trois mois.

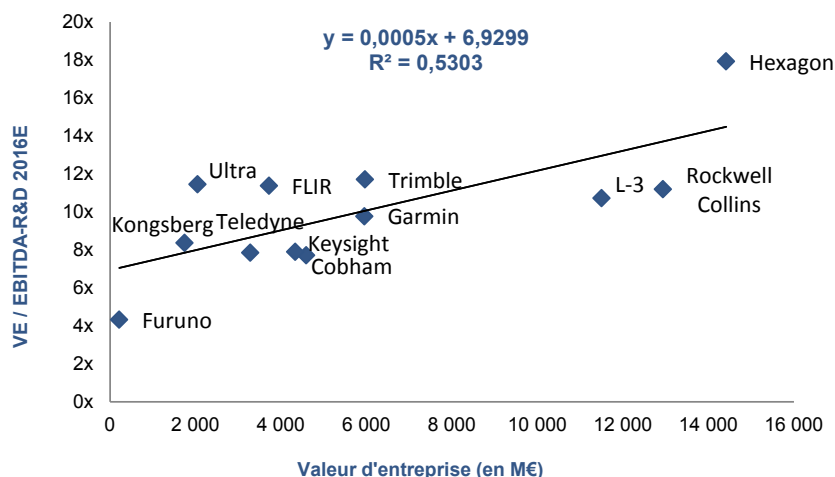
Cependant, ces résultats sont sujets à caution, dans la mesure où il n'existe pas de sociétés strictement comparables en termes d'activité. Il faut aussi souligner le fait qu'Orolia bénéficie d'une structure de rentabilité particulière, en raison de la fiscalité de son activité en France qui conduit à l'existence de crédits d'impôts recherche, et de crédits d'impôt compétitivité emploi (CICE) qui impactent favorablement la profitabilité de la Société.

Surtout, les sociétés retenues présentent une taille significativement plus grande qu'Orolia (11 sociétés ont une capitalisation boursière supérieure à 1 Md€) et plus de la moitié des comparables sont cotés au Nasdaq, marché sur lequel les valorisations sont en général plus élevées que sur les marchés européens. Le chiffre d'affaires d'Orolia est inférieur à 100 M€, ce qui n'est le cas d'aucune des sociétés présentées et sa valeur d'entreprise est très nettement plus faible que celles des sociétés indiquées ci-dessus : en moyenne, la valeur d'entreprise des sociétés présentées s'élève à 5,9 Mds€. A ce titre, il nous semble justifié d'appliquer une décote de taille aux multiples des sociétés comparées.

Cette décote de taille peut être appréhendée de plusieurs manières :

De manière empirique, afin de faire apparaître sur l'échantillon de sociétés présentées le lien entre taille et niveau des multiples, nous avons représenté chaque société en fonction de sa valeur d'entreprise et son multiple d'EBITDA retraité de la R&D pour 2016.

Analyse de régression des multiples boursiers par rapport à la taille des comparables



Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

Cette analyse fait ressortir le lien entre taille des sociétés et niveau de leur multiple. Cet élément de taille n'est bien entendu pas le seul élément d'explication à une différence de multiples, qui peut résulter aussi de différences de risque, de croissance anticipée, etc. Pour autant, et même si l'échantillon de sociétés est en nombre limité (12 sociétés), la régression entre taille et valeur du multiple présente un coefficient de détermination correct (R^2 de 53%). L'application de cette régression à la valeur d'entreprise d'Orolia conduit à un multiple implicite de 7,0x, qui se compare au multiple médian de 10,2x présenté plus haut, soit une décote de l'ordre de 30%. En appliquant ce multiple de 7,0x à l'agrégat 2016 d'Orolia, sa valeur par action ressort à 14,0 €.

- Le modèle Trival® d'Associés en Finance, décrit précédemment, permet de mesurer l'écart de taux d'actualisation qui est constaté sur le marché entre sociétés de taille différente, et par là-même permet de calculer une décote implicite de valorisation liée à la taille. Ainsi, le taux d'actualisation utilisé pour Orolia dans l'actualisation des cash-flows prévisionnels s'élève en valeur centrale à 9,43% (cf. section III.3.c). A niveau de risque égal, il serait de 5,99% sur la base de la taille moyenne des sociétés comparables présentées. Retranscrit en valeur d'entreprise, cette différence de taux d'actualisation liée à la taille correspond à une décote sur la valeur d'entreprise de 35%.

Ces deux approches font ressortir des décotes cohérentes, entre 30% et 35%, liées à la différence de taille d'Orolia par rapport à celle des sociétés présentées. Nous retenons dans le tableau de synthèse ci-dessous une décote normative prudente de 20% mais plus fondamentalement, nous considérons que cette différence de taille et son impact sur la valorisation amène à présenter la méthode des multiples à titre indicatif seulement.

Résultats de la méthode des comparables boursiers

En €	Cours de bourses moyens des comparables	
	Moyenne 1 mois	Moyenne 3 mois
Valeur par action Orolia implicite (en €)	22,2 €	21,1 €
Valeur par action Orolia implicite (en €) avec décote de 20% sur le multiple	17,1 €	16,2 €

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

Note : capitalisations boursières moyennes des comparables boursiers sur 1 mois et 3 mois au 30-avr.-16

III.3.f. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnels, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables. Nous avons identifié 14 transactions comparables récentes (sur les cinq dernières années) et 6 autres plus anciennes remontant à 2007. Le détail de ces transactions est présenté ci-après :

Echantillon de transactions comparables

Date	Cible			Acquéreur	Transac. (M€)		Multiples LTM			Marge LTM	
d'annonce	Nom	Pays	Activité		% acquis	VE	CA	EBITDA	EBIT	EBITDA	EBIT
05-nov.-15	COM DEV International	Canada	Systèmes de télécommunications spatiales par satellite et solutions de radiofréquences	Honeywell	100,0%	297	2,1x	16,7x	43,8x	12,4%	4,7%
21-déc.-15	Aero Stanrew	Royaume-Uni	Systèmes électroniques et composants électromagnétiques pour environnements sévères, et applications de sécurité critique pour l'aéronautique et la défense	TT Electronics	100,0%	57	2,6x	13,2x	nd	19,4%	nd
15-juin.-15	Silex Microsystems	Suède	Microsystèmes électromécaniques de mesure de pression, vitesse, direction, position, température et lumière pour les industries médicales, télécoms et automobiles	Global Access Electronics	98,0%	72	2,9x	nd	22,5x	nd	13,0%
31-mai.-15	Division produits électroniques de Kratos Defense	Etats-Unis	Systèmes et composants électroniques pour la défense	Ultra Electronics	100,0%	234	nd	12,0x	nd	nd	nd
23-avr.-15	Divisions Inmet et Weinschel d'Aeroflex	Etats-Unis	Solutions de radiofréquences et micro-ondes, et équipements de tests pour l'aérospatial et la défense	API Technologies	100,0%	71	1,7x	7,1x	7,7x	23,6%	21,9%
01-nov.-14	SkyWave Mobile Communications	Canada	Solutions de communication de "machine à machine" pour le contrôle à distance d'infrastructures	ORBCOMM	100,0%	72	1,4x	7,8x	9,5x	17,3%	14,4%
03-sept.-14	Bolt Technology	Etats-Unis	Equipements de collecte de données sismiques et robots sous-marins commandés à distance	Teledyne Technologies	100,0%	136	2,5x	10,0x	11,1x	25,1%	22,6%
30-mai.-14	Rohrbach Cosasco Systems	Etats-Unis	Systèmes de contrôle de corrosion de pipelines pour les industries pétrolières, gazières et de l'énergie	Halma	100,0%	79	2,4x	nd	9,8x	nd	24,8%
15-mai.-14	Aeroflex	Etats-Unis	Solutions de radiofréquences et micro-ondes, et équipements de tests principalement pour les télécoms	Cobham	100,0%	1 128	2,3x	11,9x	24,5x	19,1%	9,3%
04-mars.-14	Young Tech	Corée du Sud	Equipements de positionnement de valves pneumatiques pour le contrôle de flux et pression	Rotork	100,0%	77	3,9x	nd	10,6x	nd	36,4%
19-déc.-13	Veripos	Royaume-Uni	Solutions de navigation et positionnement de bateaux pour l'industrie pétrolière et gazière	Hexagon	72,6%	137	4,3x	11,9x	15,2x	35,9%	28,1%
21-déc.-13	Symmetricom	Etats-Unis	Horloges atomiques pour les industries télécoms, aéronautique et de la défense	Microsemi	100,0%	179	1,2x	16,7x	32,5x	7,2%	3,7%
14-août.-13	RigNet	Etats-Unis	Technologies numériques de communications et pilotage à distance pour l'industrie énergétique	KKR	29,7%	362	2,4x	10,2x	17,2x	23,9%	14,1%
10-avr.-12	Thrane & Thrane	Danemark	Equipements et systèmes de communication mobile par satellite et radio	Cobham	74,4%	341	2,3x	13,9x	16,3x	16,1%	13,8%
15-sept.-11	Trivec-Avant	Etats-Unis	Systèmes d'antennes satellite de communication pour la défense	Cobham	100,0%	104	nd	6,4x	6,4x	nd	nd
29-août.-11	ECT Industries	France	Equipements embarqués et intégration de systèmes pour l'aéronautique et la défense	NSE Group	51,5%	15	0,7x	11,2x	14,8x	6,1%	4,6%
16-juin.-10	Intelek	Royaume-Uni	Systèmes électroniques pour communications satellites et micro-ondes	Teledyne Technologies	100,0%	35	0,8x	5,6x	7,2x	14,0%	10,9%
02-nov.-09	McMurdo	Royaume-Uni	Balises de détresse maritime et systèmes de positionnement d'urgence	Orolia	100,0%	6	0,8x	nd	7,9x	nd	10,0%
02-mars.-09	Roxar	Norvège	Solutions de mesure et d'analyse de réserves pour la production pétrolière et gazière	Emerson Electric	100,0%	296	1,9x	14,9x	30,4x	12,8%	6,3%
28-août.-07	Spectracom	Etats-Unis	Serveurs de temps et équipements de synchronisation	Orolia	100,0%	7	nd	nd	nd	nd	nd
Moyenne							2,1x	11,3x	16,9x	17,9%	14,9%
Médiane							2,3x	11,9x	14,8x	17,3%	13,4%
Moyenne depuis 2012							2,5x	12,0x	18,4x	20,0%	17,2%
Médiane depuis 2012							2,4x	11,9x	15,8x	19,3%	14,2%

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

Notes : multiples LTM (Last Twelve Months) calculés sur la base des agrégats financiers des cibles sur les douze derniers mois précédant l'annonce des transactions ; EBITDA retraité de la R&D activée dans la mesure où l'information est disponible (Thrane & Thrane, Intelek, Roxar)

Dans le cas précis, les transactions identifiées présentent une taille relativement similaire à celle d'Orolia, la valeur d'entreprise moyenne de l'échantillon s'élevant à environ 200 M€.

A l'instar de la méthode des comparables boursiers, le multiple retenu est le multiple médian d'EBITDA retraité de la R&D sur les transactions les plus récentes (depuis 2012) qui s'élève à 11,9x. Nous avons retraité l'EBITDA de la R&D activée des sociétés cibles lorsque l'information était disponible.

Application des multiples aux agrégats d'Orolia :

L'application du multiple médian d'EBITDA retraité de la R&D présenté dans le tableau ci-dessus à l'agrégat de la Société sur les 12 derniers mois au 30 avril 2016 fait ressortir une valeur de 27,2 € par action Orolia.

Toutefois, nous constatons une forte disparité des niveaux de multiples, variant dans une fourchette de 5,6x à 16,7x sur l'ensemble de l'échantillon et de 7,1x à 16,7x sur l'échantillon restreint des transactions les plus récentes (depuis 2012), disparité qu'il est difficile d'expliquer au regard des informations disponibles. Par ailleurs, s'agissant de transactions parfois privées, les informations pertinentes pour aboutir à un calcul de multiples homogènes (EBITDA retraités de la R&D activée) sont dans certains cas indisponibles. Enfin, les transactions listées portent très majoritairement sur des sociétés technologiques aux Etats-Unis, transactions qui se concluent en général à des prix plus élevés qu'en Europe.

Pour ces raisons, nous estimons que les résultats de cette méthode doivent être considérés à titre indicatif seulement.

IV. Analyse des travaux du conseil de l'initiateur

Nous avons pris connaissance du rapport d'évaluation préparé par Invest Securities en qualité d'établissement présentateur, inclus dans le projet de note d'information déposé par Financière Orolia auprès de l'AMF.

Plusieurs échanges ont eu lieu entre Associés en Finance et Invest Securities sur les méthodes et les paramètres d'évaluation de la Société antérieurement au dépôt du projet de note d'information.

De manière générale, les méthodologies et références d'évaluation sont identiques, à l'exception de la méthode des multiples sur les sociétés comparables qu'Associés en Finance a retenue à titre indicatif seulement. Les paramètres d'application des méthodes utilisés sont décrits ci-dessous.

Eléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres et nombre de titres utilisés

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres d'Orolia utilisés par Invest Securities diffèrent de ceux utilisés par Associés en Finance

(leur montant s'élève à -24,9 M€ pour Invest Securities et à -17,1 M€ pour Associés en Finance), en liaison avec l'utilisation d'un nombre de titres différent.

Le niveau des dettes nettes de référence est identique, de même que le traitement des provisions (provisions pour retraites et autres provisions) et la prise en compte des reports déficitaires enregistrés à l'actif de la Société. Deux éléments expliquent la prise en compte d'éléments de passage différents :

- Associés en Finance a retenu un montant des intérêts minoritaires réévalués en fonction du poids de ces intérêts minoritaires dans les fonds propres comptables ;
- Pour déterminer le nombre de titres à prendre en compte dans la valorisation, Invest Security utilise la « *Treasury Stock Method* » qui consiste à considérer que la Société utilise les fonds reçus du fait de l'exercice des instruments dilutifs pour racheter sur le marché une partie de ses propres actions. Associés en Finance travaille pour sa part en hypothèse de dilution totale (en considérant la création du nombre total d'actions résultant de l'exercice des instruments dilutifs et sa contrepartie en fonds propres et dettes). La « *Treasury Stock Method* » revient à prendre en compte un nombre de titres inférieur dans les calculs (4 018 919 pour Invest Securities, contre 4 467 091 pour Associés en Finance en hypothèse de dilution totale), sans impact sur la dette nette. Associés en Finance retient en hypothèse de dilution totale un nombre de titres supérieur, mais réduit la dette nette du montant total que la Société toucherait si les instruments dilutifs étaient exercés (soit un apport de cash de 8,9 M€). L'utilisation de l'une ou l'autre méthode, si elle conduit à prendre en compte des nombres de titres et des montants de dette nette ajustée différents, n'impacte pas significativement les résultats obtenus en valeur par action.³⁸.

Méthode DCF

Invest Securities retient la méthode DCF à titre principal et construit ses flux de trésorerie disponibles sur la base du Plan d'Affaires communiqué par la Société. Un horizon de transition jusqu'en 2025 est utilisé afin de réduire le poids de la valeur terminale, calculé sur la base d'un taux de croissance à l'infini d'un flux normatif. Associés en Finance modélise les flux de la Société jusqu'en 2050, conformément à la méthodologie utilisée dans le modèle Trival®.

Le taux de croissance à l'infini retenu par Invest Securities est de 1,0 % et la marge d'EBITDA retraitée de la R&D activée et hors CIR et subventions atteint 10,5 % en 2025. Associés en Finance modélise les flux de la Société conformément à la méthodologie utilisée dans le modèle Trival®, c'est-à-dire en faisant converger vers des paramètres cibles sur le très long terme, de manière à ce que à l'issue de la modélisation la valeur finale soit calée sur la valeur comptable des capitaux employés résiduels. Pour comparaison, le taux de croissance utilisé par Associés en Finance s'établit en moyenne à +2,1% entre 2019 et

³⁸ Pour illustration, le résultat de la méthode d'actualisation des cash-flows prévisionnels qui aboutit à une valeur centrale de 18,4 € par action selon la méthode de la dilution totale conduit en utilisant les mêmes hypothèses prévisionnelles à la même valeur de 18,4 € par action en retenant la « *treasury stock method* ».

2050 et atteint +1,5 % en 2050 (soit un chiffre supérieur à celui d'Invest Securities). A période de référence identique (2025), la marge d'EBITDA retraitée de la R&D activée et hors CIR et subventions prise en compte par Associés en Finance s'inscrit à 10,9% (contre 10,5% pour Invest Securities). Rappelons que la méthodologie prudente d'estimations des flux prévisionnels utilisée par Associés en Finance dans toutes ses modélisations fait converger la marge à très long terme vers des niveaux normatifs, afin d'assurer la cohérence avec les taux d'actualisation utilisés. Comme indiqué précédemment, la marge moyenne prévue entre 2019 et 2050 est supérieure de près d'un point à son niveau moyen depuis 2010.

Le CIR est maintenu par Invest Securities à partir de 2019 à son niveau absolu atteint en 2018 dans le Plan d'Affaires de la Société. Associés en Finance retient, compte tenu des hypothèses de développement de la société, notamment à l'international, une réduction progressive du CIR en *pourcentage* du chiffre d'affaires, jusqu'à s'éteindre en fin de modélisation.

En fin de plan d'affaires, les investissements représentent 5,8% du chiffre d'affaires, contre 4,9% pour les dotations aux amortissements (respectivement 1,5% et 1,3% hors R&D). Invest Securities et Associés en Finance adoptent une position commune en faisant converger le niveau des investissements vers les amortissements. Le BFR retenu par Invest Securities est de 60 jours de chiffre d'affaires (soit 16,4% du chiffre d'affaires), niveau affiché par la Société en 2014 et 2015, contre 15,7% jours pour Associés en Finance, conformément au niveau de fin de plan d'affaires.

Invest Securities utilise une méthode indirecte de détermination du coût du capital, par pondération entre le coût des fonds propres et le coût de la dette³⁹, tandis qu'Associés en Finance utilise une méthode directe d'estimation du coût du capital, par son modèle Trival qui détermine ce paramètre en fonction des conditions de marché, et des risques et tailles spécifiques de la société considérée. Malgré cette différence méthodologique, les deux méthodes aboutissent à un coût du capital proche, soit 9,05% pour Invest Securities et 9,43% pour Associés en Finance⁴⁰.

Les résultats de la méthode d'actualisation des cash-flows obtenus par Invest Securities et Associés en Finance sont très proches, aboutissant à une valeur de l'action de 18,4 € pour Invest Securities, soit une valeur identique à celle présentée par Associés en Finance⁴¹.

³⁹ Pour la détermination du coût des fonds propres, Invest Securities retient le taux de l'OAT dix ans calculé en moyenne sur trois mois (0,55%) et la prime de risque de marché moyenne sur trois mois (6,51%) communiquée par FactSet. A ce taux est ajoutée une prime spécifique de 4,0% reflétant la taille de la société et son flottant, obtenue par le milieu de fourchette des primes de risque spécifiques utilisées dans le cadre d'offres publiques en France depuis 2014. Le coût de la dette est retenu à 4,5% avant impôt, avec un levier financier de 25%.

⁴⁰ Ces taux sont cohérents avec le taux utilisé par Orolia pour les tests de dépréciation d'actifs, 9,3%

⁴¹ Les flux utilisés par Associés en Finance sont en moyenne plus élevés que ceux retenus par Invest Securities, mais sont actualisés avec un taux un peu plus élevé, expliquant que le résultat obtenu soit en définitive équivalent.

Primes affichées par le prix d'offre sur les cours cotés

Les calculs de primes extériorisées par le prix d'offre par rapport aux cours cotés sont cohérents avec les résultats présentés par Associés en Finance. Les légers écarts dans les calculs peuvent être liés à l'utilisation de sources de données différentes (Bloomberg dans le cas d'Associés en Finance, FactSet dans le cas d'Invest Securities) ou des périodes de référence légèrement différentes. Dans son analyse de la liquidité du titre, Invest Securities a présenté des résultats sur les douze derniers mois, tandis qu'Associés en Finance a limité les calculs de taux de rotation à la période des six derniers mois, c'est-à-dire post réalisation de l'OPRA de 2015.

Transactions récentes sur le capital

Invest Securities retient deux transactions de référence sur le capital d'Orolia, qui sont l'offre publique de rachat d'actions en 2015 au prix de 15 € par action, et l'accord signé le 11 février 2016 en vue de détenir 88% du capital d'Orolia et conduisant à l'offre publique d'achat simplifiée présente. Associés en Finance a pris également en compte ces deux transactions significatives sur le capital d'Orolia.

Méthode des comparables boursiers

L'échantillon des sociétés comparables retenues par Invest Securities est identique à celui présenté par Associés en Finance.

Les niveaux de multiples calculés sont par conséquent quasiment similaires et les différences proviennent essentiellement de la date arrêtée pour leur calcul, Invest Securities ayant réalisé ses travaux au 5 mai 2016 et Associés en Finance au 30 avril 2016. De plus, des différences de prévisions financières sur les sociétés comparables peuvent provenir du consensus retenu, issu de FactSet pour Invest Securities et de Capital IQ pour Associés en Finance.

Invest Securities retient les multiples de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA retraitée de la R&D activée, tout comme Associés en Finance, à la différence que Invest Securities retient les multiples 2015 et 2016, tandis que Associés en Finance ne retient que les éléments prospectifs, mieux à même de cerner le potentiel de création de valeur, soit les multiples 2016.

Enfin, Invest Securities applique également une décote pour tenir compte de la différence de taille entre Orolia et l'échantillon de comparables boursiers, celle-ci s'élevant à 34% sur la valeur des fonds propres dans les travaux d'Invest Securities, tandis qu'Associés en Finance présente les résultats obtenus sans décote et avec décote de 20% sur la valeur d'entreprise.

La fourchette de valeur issue de la méthode des comparables boursiers retenue par Invest Securities ressort entre 16,4 € et 17,4 € par action, tandis que les travaux d'Associés en Finance font apparaître une fourchette de 16,2 € à 17,1 € (avec décote) et de 21,1 € à 22,2 € (hors décote).

Toutefois, la différence principale réside dans le fait qu'Invest Securities retient la méthode des comparables boursiers à titre principal, tandis qu'Associés en Finance considère que les différences entre Orolia et les sociétés retenues, et principalement la différence de taille, doivent conduire à retenir cette méthode à titre indicatif seulement.

Méthode des transactions comparables :

Invest Securities a identifié un échantillon de 26 transactions depuis 2008. Celui présenté par Associés en Finance en compte 20 depuis 2007, dont 14 plus récentes depuis 2012, retenues dans les calculs.

Sur les deux échantillons retenus par Invest Securities et Associés en Finance, 10 transactions comparables sont communes. Associés en Finance a présenté, lorsque l'information pertinente était disponible, le multiple d'EBITDA retraité de la R&D capitalisée, quand Invest Securities indique les multiples d'EBITDA. Par ailleurs, sur certaines transactions retenues par Invest Securities comme par Associés en Finance, des écarts de multiples apparaissent du fait du retraitement des agrégats financiers de la cible, portant notamment sur des charges de restructuration et certaines charges de personnel (sous forme de paiement en actions).

Les résultats aboutissent en définitive à des niveaux de multiples moyens similaires, avec un multiple médian identique de 11,9x dans les travaux d'Invest Securities et d'Associés en Finance. Comme Associés en Finance, Invest Securities souligne le niveau hétérogène des niveaux de multiples issus des transactions (fourchette comprise entre 6,4x et 33,3x dans l'échantillon d'Invest Securities et entre 5,6x et 16,7x dans l'échantillon identifié par Associés en Finance). Le manque d'informations disponibles pour aboutir à des multiples cohérents d'un point de vue comptable (EBITDA retraité) et son corollaire, l'hétérogénéité des multiples apparents, conduit Invest Securities à écarter la méthode des transactions comparables, qu'Associés en Finance a présentée à titre indicatif.

V. Conclusion d'Associés en Finance sur l'analyse du prix de l'Offre

Les travaux d'évaluation d'Associés en Finance sur Orolia au travers de l'analyse multicritères aboutissent aux résultats suivants :

Synthèse des valorisations obtenues par les différentes méthodes

	Méthode	Détails	Valeur par action (en €)	Prime / (Décote) induite
Méthodes retenues	Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels	DCF to Firm	18,4 € (dans une fourchette de 16,4 € à 19,7 €	9%
	Transactions récentes sur le capital	Offre publique de rachat d'actions en 2015 Accord d'achats de titres préalablement à l'Offre	15,0 € 20,0 €	33% -
	Examen du cours de bourse au 11 février 2016	Cours de clôture avant l'annonce de l'Offre	16,4 €	22%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	17,3 €	16%
Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois		17,0 €	18%	
Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois		15,6 €	28%	
A titre indicatif	Méthode des comparables boursiers	VE / EBITDA-R&D 2016E moy. 1 mois ⁽¹⁾	22,2 €	(10%)
		VE / EBITDA-R&D 2016E moy. 3 mois ⁽¹⁾	21,1 €	(5%)
		VE / EBITDA-R&D 2016E moy. 1 mois avec décote ⁽¹⁾⁽²⁾	17,1 €	17%
		VE / EBITDA-R&D 2016E moy. 3 mois avec décote ⁽¹⁾⁽²⁾	16,2 €	23%
	Méthode des transactions comparables	VE / EBITDA-R&D historique	27,2 €	(26%)
Prix d'Offre			20,0 €	

Source : Associés en Finance

(1) Multiples boursiers calculés sur la base des capitalisations boursières moyennes des comparables sur 1 mois et 3 mois au 30-avr.-16

(2) Application d'une décote normative de 20% afin de tenir compte de la différence de taille entre Orolia et l'échantillon de comparables boursiers

Compte tenu des éléments spécifiques de l'activité d'Orolia, notamment en termes de recherche et développement et de structure de coûts particulière (fiscalité de son activité en France comprenant différents crédits d'impôts), et surtout de la différence de taille entre Orolia et les sociétés cotées dont l'activité pourrait se rapprocher de celle d'Orolia, la méthode analogique par les comparables boursiers est retenue à titre indicatif seulement. La méthode analogique par les transactions comparables a également été retenue à titre indicatif, dans la mesure où ces transactions portent essentiellement sur des sociétés technologiques aux Etats-Unis, où les niveaux de valorisation sont traditionnellement élevés, et dans la mesure où les informations disponibles ne permettent pas de s'assurer de l'homogénéité des multiples retenus et des retraitements nécessaires sur les frais de R&D, conduisant à une disparité des multiples.

La méthode de valorisation retenue à titre principal est l'approche intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie générés, qui permet de capturer au mieux le potentiel de création de valeur de la Société. Cette méthode indique en hypothèse centrale une valeur de 18,4 € par action ; le prix d'Offre extériorise donc une prime de 9% par rapport à cette valeur centrale.

Les dernières transactions sur le capital se sont faites à un prix équivalent au prix d'Offre (accords préalables à l'Offre) ou à un prix significativement inférieur à ce prix d'Offre (offre publique de rachat d'actions en 2015).

Cette Offre permettra aux actionnaires de bénéficier d'une monétisation immédiate de leur investissement, et de profiter d'une prime significative par rapport aux cours cotés avant l'Offre. Le prix de 20 € par action représente une prime de +22% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce de l'Offre le 11 février 2016, et une prime entre +16% et +28% sur des périodes de référence de cours plus longues (un à six mois). Le prix d'offre extériorise une prime de 33% par rapport à l'offre publique de rachat d'actions en 2015.

La mission d'Associés en Finance était de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert. Les travaux de valorisation menés par Associés en Finance et les considérations qui précèdent nous conduisent à considérer que cette Offre est équitable pour les actionnaires, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à la suite de l'offre publique d'achat simplifiée, le prix proposé s'inscrivant dans la fourchette de valeurs déterminée dans nos travaux d'évaluation et offrant une prime significative par rapport aux cours cotés avant l'annonce de l'Offre et par rapport à l'offre publique de rachat d'actions de 2015.

Philippe Leroy
Président

Catherine Meyer
Associée

VI. Annexes

Annexe A : Présentation de l'expert

Détroyat Associés et Associés en Finance ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014. La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Détroyat Associés et Associés en Finance ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Le tableau ci-dessous indique les missions d'expertise dans le cadre d'opérations de marché réglementées menée sur les vingt-quatre derniers mois.

Date	Type de Mission	Société Cible	Société Initiatrice	Banque Présentatrice
Novembre 2015	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat	Montupet	Linamar	Natixis
Octobre 2015	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'échange	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale
Septembre 2015	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie de retrait obligatoire	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital
Juillet 2015	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities
Juin 2015	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée	SECP	Vivendi	CACIB, CM CIC
Octobre 2014	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis
Septembre 2014	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait	Orosdi	Cerep Investment France	Oddo Corporate Finance
Septembre 2014	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat	Club Med	Global Resorts	Lazard / Unicredito
Septembre 2014	Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co
Septembre 2014	Attestation d'équité dans le cadre d'une augmentation de capital réservée	Alpha Mos		Rocheft & Associés
Juillet 2014	Attestation d'équité dans le cadre de l'offre publique de retrait	Carrefour Property Development	CRFP13	Natixis

Annexe B : Equipe Associés en Finance

Philippe Leroy – Président (signataire) – Président, a assuré la supervision opérationnelle ou le contrôle qualité de l'intégralité des missions conduites par Détroyat Associés depuis 2007. Diplômé de l'ESSEC, il a commencé sa carrière chez Bossard Consultants avant de rejoindre la banque, d'abord à la BGP-SIB, puis à la Chase Manhattan Bank dont il a été le Directeur Général en France et chez HSBC

Markets comme Managing Director où il a créé le département de spécialiste en valeurs du Trésor. Il a également été Directeur *Corporate finance*, membre du comité exécutif de Vivarte. Il a par ailleurs exercé de nombreux mandats sociaux et est expert judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Paris.

Catherine Meyer – Associée responsable de la Mission, diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, elle est également responsable transversale de la Formation et de la veille technique d'Associés en Finance, et du suivi des sociétés dans le modèle Trival. Elle a mené de nombreuses missions d'expertise et de conseil, dans des secteurs d'activités variés.

Viet Do-Quy – Analyste financier et évaluateur senior, est titulaire d'un Mastère Spécialisé Finance de l'ESCP Europe et d'une Maîtrise de Sciences Economiques de l'Université Paris XII. Il a travaillé en fusions & acquisitions, successivement chez Rothschild & Cie, Société Générale et Benoit & Associés. Il a travaillé sur une grande variété de secteurs dans le cadre de missions de conseil et d'évaluation.

Laurent Sitri – Analyste financier et évaluateur senior, est titulaire d'un master 104 – Finance de l'Université Paris Dauphine et d'un MBA de la Strathclyde Graduate Business School de Glasgow (Écosse), il travaille sur les marchés financiers depuis une quinzaine d'année et mène des missions d'évaluation dans des secteurs divers.

Bertrand Jacquillat – Co-Fondateur d'Associés en Finance et Président d'Honneur, a mené simultanément une carrière universitaire et une carrière de praticien de la finance, en contribuant aux avancées de la théorie financière. Il a exercé de nombreuses fonctions universitaires (Professeur aux Universités de Berkeley, Stanford et *Visiting Fellow*, Hoover Institution, Professeur à HEC, aux Universités de Lille et de Paris Dauphine (1969-1999)). Professeur des Universités à Sciences Po Paris entre 1999 et 2014, et désormais Professeur émérite), il est Vice-Président du Cercle des Economistes, auteur et/ou co-auteur de plus d'une cinquantaine d'articles scientifiques et de nombreux ouvrages. Il est administrateur des Presses Universitaires de France, après avoir été administrateur de Klépierre et de Total.

Annexe C : Liste des personnes rencontrées et/ou contactées

Orolia

Jean-Yves Courtois – Président Directeur Général
Christophe François – Directeur Financier

Eurazeo PME, actionnaire de référence de l'Initiateur

Mathieu Betrancourt – Investment Director
Erwann Le Ligné - Directeur Associé

Conseils juridiques

Maître Alexandre Wibaux, Jones Day
Maître Alexis Dargent, Dargent Avocats

Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre

Gwenaél Le Berre – Associé
Maxime Dubreuil – Responsable recherche marchés secondaires
Khalil Ben Fredj – Chargé d'Affaires

Annexe D : Principales sources d'information utilisées

Documents

Rapports annuels de la Société depuis 2010
Informations fournies par la Société et son management, notamment le Plan d'Affaires
Document « Principaux termes et conditions des accords entre investisseurs et management du groupe Orolia du 10 février 2016 »
Second amendement au plan de bonus des salariés de Boatracs, Inc. du 15 avril 2016
Lettres individuelles de renonciation signées par l'ensemble des porteurs de stock-options
Accords entre détenteurs de titres et managers (Jean-Yves Courtois et Irwin Rodrigues respectivement) de Financière Orolia du 13 mai 2016
Projet de Note d'information relative à l'opération présentée par Invest Securities
Projet de Note en réponse
Contrat de Cession et d'Apport du 11 février 2016
Amendement au Contrat de Cession et d'Apport du 13 mai 2016
Protocole d'investissement du 11 février 2016
Pactes d'Associés du 13 mai 2016
Documents déposés à l'occasion de l'offre publique de rachat d'actions en 2015

Annexe E : Diligences effectuées

Nous avons conduit la Mission selon le programme de travail présenté ci-dessous :

- prise de connaissance de l'Offre et de son contexte ;
- collecte des informations nécessaires à la réalisation de la Mission ;
- analyse de l'activité de la Société et de son positionnement concurrentiel ;
- étude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société ;
- mise en œuvre de l'approche intrinsèque et des approches analogiques ;
- analyse des références d'évaluation ;
- prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur de l'offre ;
- rédaction du rapport d'expertise indépendante ;
- revue indépendante du rapport et des travaux réalisés.

Annexe F : Calendrier de l'étude

Les travaux d'Associés en Finance se sont déroulés entre le 2 avril 2016, date de désignation de l'expert, et le 12 mai 2016, date de remise du rapport.

Annexe G : Montant de la rémunération d'Associés en Finance

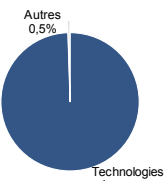
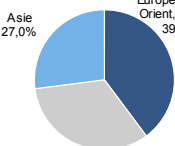
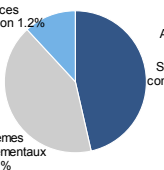
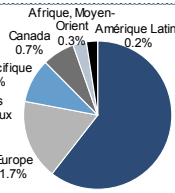
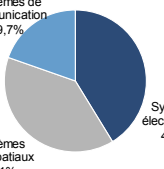
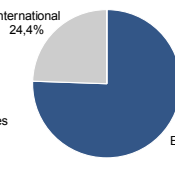
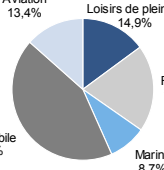
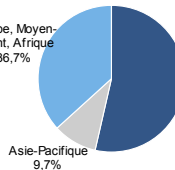
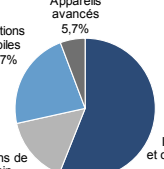
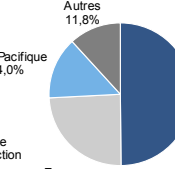
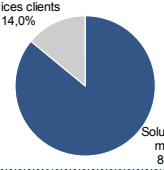
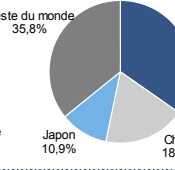
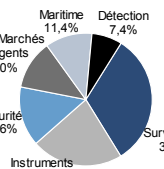
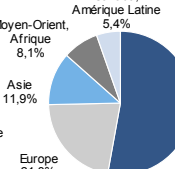
La rémunération d'Associés en Finance s'établit entre 35 K€ et 45 K€ hors taxes. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport et non conditionnée par les résultats de l'Offre.

Annexe H : Adhésion à des associations d'experts indépendants

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Annexe I : Présentation de l'échantillon des sociétés comparables

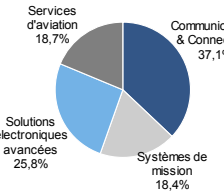
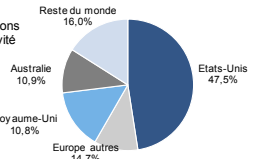
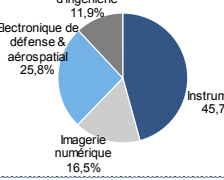
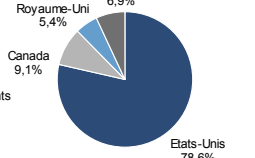
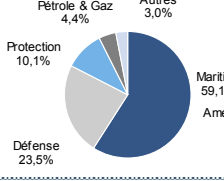
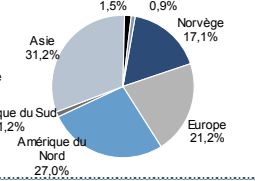
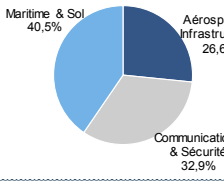
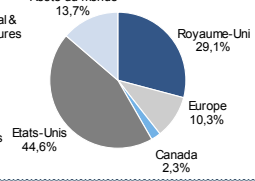
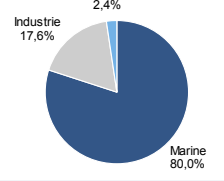
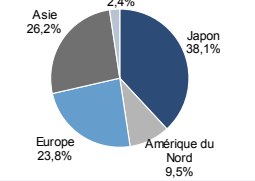
Présentation de l'échantillon des sociétés comparables

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	Fin. 2015R	CA 2015R par activité	CA 2015R par région
 HEXAGON		Technologies de mesure et de visualisation pour le géospatial et l'industrie	12 701 M€	Chiffre d'affaires 3 044 M€ Marge d'EBITDA 26,5%		
 Rockwell Collins		Systèmes avioniques et technologies d'information pour la défense et l'aérospatial	10 359 M€	Chiffre d'affaires 4 597 M€ Marge d'EBITDA 23,1%		
 L3 communications		Systèmes électroniques et de communications pour l'aérospatial et la défense	8 265 M€	Chiffre d'affaires 9 138 M€ Marge d'EBITDA 10,7%		
 GARMIN		Appareils portatifs de navigation par GPS pour l'automobile, l'aviation, la marine, les loisirs de plein air et le fitness	6 882 M€	Chiffre d'affaires 2 463 M€ Marge d'EBITDA 22,3%		
 Trimble		Technologies GPS permettant à des professionnels mobiles d'améliorer leur productivité	5 537 M€	Chiffre d'affaires 2 072 M€ Marge d'EBITDA 19,8%		
 KEYSIGHT TECHNOLOGIES		Equipements électroniques de test et de mesure pour les télécoms, l'aérospatial, la défense et les semi-conducteurs	4 048 M€	Chiffre d'affaires 2 504 M€ Marge d'EBITDA 20,5%		
 FLIR SYSTEMS		Systèmes d'imagerie thermique et caméras infrarouges pour les professionnels de la sécurité, la défense et loisirs de plein air (bateau, chasse, bricolage)	3 856 M€	Chiffre d'affaires 1 360 M€ Marge d'EBITDA 22,9%		

Sources : sociétés, Capital IQ

Note : capitalisations boursières moyennes sur 1 mois au 30-avr.-16 converties en millions d'euros

Présentation de l'échantillon des sociétés comparables (suite)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	Fin. 2015R	CA 2015R par activité	CA 2015R par région
		Systèmes avioniques et aérospatiaux pour la défense et le civil	2 739 M€	Chiffre d'affaires 2 648 M€ Marge d'EBITDA 20,1%		
		Instruments et imagerie numérique pour l'industrie pétrolière, et électronique de défense et aérospatial	2 713 M€	Chiffre d'affaires 1 995 M€ Marge d'EBITDA 16,1%		
		Systèmes technologiques pour les industries maritimes, pétrolières et de la défense	1 761 M€	Chiffre d'affaires 1 848 M€ Marge d'EBITDA 8,6%		
		Systèmes électroniques et logiciels pour la défense, l'aérospatial, la sécurité, le transport et l'énergie	1 594 M€	Chiffre d'affaires 928 M€ Marge d'EBITDA 16,2%		
		Produits et systèmes électroniques pour la marine et l'industrie	168 M€	Chiffre d'affaires 728 M€ Marge d'EBITDA 6,1%		

Sources : sociétés, Capital IQ

Note : capitalisations boursières moyennes sur 1 mois au 30-avr.-16 converties en millions d'euros

Annexe J : Présentation du modèle TRIVAL®

Le modèle d'évaluation Trival® permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival® représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

Trival®, modèle de coût des fonds propres

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival® est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival® est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon plus de 500 sociétés : environ 360 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 30 millions € pour le plus faible à près de 500 milliards € pour le plus élevé.

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance et Détoyat Associés. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance et Détoyat Associés, représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de cash flows que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R²) de la double régression est en général supérieur à 65 %.

Trival® plan Wacc, modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;

Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Jean-Yves Courtois
Président du conseil d'administration et directeur général de Orolia