

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR GA FINANCES

agissant de concert avec M. Gérard ANDREI, Mme Patricia ANDREI, Mme Pascale ANDREI, Mme Sandra ANDREI, M. Florent NECCO, M. Geoffrey NECCO, M. Henri ACHDJEAN, M. Jean-Claude CURCOVICH, M. Jean-Michel FAUREL, M. Albert FERNANDES, Mme Patricia FERNANDES et la société civile immobilière LES CAPRIERS

PRÉSENTÉE PAR



SwissLife
Banque Privée

PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS GA FINANCES ET PISCINES GROUPE GA

PRIX DE L'OFFRE : 1,46 euro par action PISCINES GROUPE GA

DURÉE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation

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



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 29 juillet 2016, conformément aux articles 231-13, 231-16, 231-18, 231-19, 235-1, 236-3 et 237-1 de son Règlement général.

Le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L.433-4 II du Code monétaire et financier, applicable sur renvoi de l'article L. 433-4 V du même Code et par les articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, sera mise en œuvre. Les actions PISCINES GROUPE GA qui n'auront pas été apportées à la présente offre publique de retrait seront transférées, à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'offre publique de retrait à GA FINANCES, moyennant une indemnisation de 1,46 euro par action PISCINES GROUPE GA, nette de tous frais.

Le présent projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et de la société PISCINES GROUPE GA (www.piscinesgroupega.com) et peut être obtenu sans frais auprès de :

PISCINES GROUPE GA
Parc d'activités - RN8 -
Quartier du Douard
13420 Gémenos

GA FINANCES
Parc d'activités - RN8 -
Quartier du Douard
13420 Gémenos

SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE
7, place Vendôme
75001 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de GA FINANCES et de PISCINES GROUPE GA seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

I.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE.....	4
I.1	Présentation de l'Offre et identité de l'Initiateur	4
I.2	Contexte et Motifs de l'Offre	5
	I.2.1. Contexte de l'Offre.....	5
	I.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de la Société.....	5
I.3	Motifs de l'Offre.....	6
I.4	Intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois	7
	I.4.1. Stratégie – Politique industrielle, commerciale et financière	7
	I.4.2. Composition des organes sociaux.....	7
	I.4.3. Orientations en matière d'emploi.....	7
	I.4.4. Perspective d'une fusion	7
	I.4.5. Synergies envisagées	7
	I.4.6. Politique de distribution de dividendes	7
	I.4.7. Intérêts de l'opération pour les actionnaires de la Société.....	7
I.5	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue	8
	I.5.1. Pacte d'Actionnaires	8
II.	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE.....	10
II.1	Termes de l'Offre	10
II.2	Nombre de titres visés par l'Offre.....	10
II.3	Modalités de l'Offre	11
II.4	Procédure d'apport à l'Offre	11
II.5	Retrait Obligatoire et radiation du marché Alternext Paris	12
II.6	Calendrier indicatif de l'Offre	12
II.7	Financement de l'Offre	13
	II.7.1. Frais liés à l'Offre.....	13
	II.7.2. Mode de financement de l'Offre	13
II.8	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	13
II.9	Régime fiscal de l'Offre	14
	II.9.1. Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel	14
	II.9.1.1. Régime de droit commun.....	15
	II.9.1.2. Actions PISCINES GROUPE GA détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »).....	16
	II.9.2. Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun.....	16
	II.9.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France	17
	II.9.4. Autres actionnaires	17
	II.9.5. Régime fiscal du Retrait Obligatoire.....	17
III.	INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....	17
III.1	Structure et répartition du capital de la Société	17
III.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et accords entre actionnaires portés à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	17
	III.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	17
	III.2.2. Accords entre actionnaires portés à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	18
III.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	18
III.4	Autocontrôle	18
III.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci	18

III.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
III.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	18
III.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
	III.8.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration	18
	III.8.2. Règles applicables à la modification des statuts	19
III.9	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions....	19
III.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts.....	19
III.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	20
III.12	Intentions des membres du conseil d'administration de PISCINES GROUPE GA d'apporter ou non leurs titres à l'Offre	20
IV.	ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DE L'OFFRE.....	20
IV.1	Méthodologie d'évaluation	20
	IV.1.1. Méthodes écartées.....	20
	IV.1.2. Données financières servant de base à l'évaluation :	22
	IV.1.3. Méthodes retenues à titre principal :	22
	IV.1.4. Méthode présentée à titre indicatif : Références au cours de bourse de PISCINES GROUPE GA	28
	IV.1.5. Synthèse des résultats obtenus :	29
V.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	30
VI.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE PISCINES GROUPE GA.....	71
VII.	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIÉTÉ.....	72
VIII.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE	73
VIII.1	Pour l'Initiateur.....	73
VIII.2	Pour la Société	73
VIII.3	Pour l'établissement présentateur de l'Offre.....	73

I. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

I.1 Présentation de l'Offre et identité de l'Initiateur

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 235-1 et suivants, 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la société GA FINANCES¹, société civile au capital de 6.517.434 euros, dont le siège social est situé Parc d'Activités - RN 8 - Quartier du Douard - 13420 Gémenos, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Marseille sous le numéro 490 475 258 (« **GA FINANCES** » ou l'« **Initiateur** ») agissant de concert avec M. Gérard ANDREI, Mme Patricia ANDREI, Mme Pascale ANDREI, Mme Sandra ANDREI, M. Florent NECCO, M. Geoffrey NECCO, M. Henri ACHDJEAN, M. Jean-Claude CURCOVICH, M. Jean-Michel FAUREL, M. Albert FERNANDES, Mme Patricia FERNANDES et la société civile immobilière LES CAPRIERS², propose de manière irrévocable aux autres actionnaires de la société PISCINES GROUPE GA, société anonyme au capital de 2.017.301 euros, dont le siège social est situé Parc d'Activités - RN 8 - Quartier du Douard - 13420 Gémenos, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Marseille sous le numéro 377 847 637 (« **PISCINES GROUPE GA** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché multilatéral de négociation organisé Alternext Paris, sous le code ISIN FR0010357145 – mnémonique ALPGG, d'acquérir, dans le cadre de la présente offre publique de retrait, la totalité de leurs actions PISCINES GROUPE GA (l'« **Offre** ») pour un prix de 1,46 euro par action PISCINES GROUPE GA (le « **Prix de l'Offre** »).

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** »), réunissant GA FINANCES ainsi que M. Gérard ANDREI, Mme Patricia ANDREI, Mme Pascale ANDREI, Mme Sandra ANDREI, M. Florent NECCO, M. Geoffrey NECCO, M. Henri ACHDJEAN, M. Jean-Claude CURCOVICH, M. Jean-Michel FAUREL, M. Albert FERNANDES, Mme Patricia FERNANDES et la société civile immobilière LES CAPRIERS (les « **Concertistes** ») a été conclu le 25 juillet 2016. Les Concertistes agissent de concert au sens de l'article L.233-10 du Code de commerce. Les Concertistes détiennent ensemble 3.014.284 actions et 6.028.568 droits de vote de la Société, représentant 97,12% du capital et 98,53% des droits de vote de la Société (se référer à la section I.2.2 « Répartition du capital des droits de vote de la Société » de la présente note d'information conjointe ci-après).

Les Concertistes détenant ensemble à la date du dépôt du projet d'Offre plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions PISCINES GROUPE GA, autres que celles détenues par les Concertistes, qui n'auraient pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au Prix de l'Offre (soit 1,46 euro par action), étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire est, pour sa part, nette de tous frais.

Le présent projet de note d'information conjointe est établi conjointement par GA FINANCES et PISCINES GROUPE GA.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé auprès de l'AMF le 29 juillet 2016 le projet d'Offre et le projet de note d'information conjointe et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

¹ La société GA FINANCES est détenue par M. Gérard ANDREI à hauteur de 99,00% et par Mme Patricia ANDREI à hauteur de 1,00%

² La société civile immobilière LES CAPRIERS est détenue à hauteur de 54,00% par Mme Pascale ANDREI, 38,00% par Mme Patricia ANDREI, 4,00% par M. Florent NECCO et 4,00% par M. Geoffrey NECCO.

I.2 Contexte et Motifs de l'Offre

I.2.1. Contexte de l'Offre

PISCINES GROUPE GA a connu un plus haut en termes d'activité en 2007 avec l'atteinte d'un chiffre d'affaires annuel consolidé de 40,4 millions d'euros. Depuis, la Société a connu une baisse continue de son chiffre d'affaires et de ses résultats dans un marché de la fabrication et du négoce de piscines concurrentiel et très sensible à la conjoncture économique.

La Société ne dégager plus de résultat d'exploitation consolidé positif depuis l'exercice clos au 31 décembre 2010.

PISCINES GROUPE GA a dû procéder à plusieurs restructurations et réorganisations importantes visant à réduire ses coûts de structure et ayant abouti à la liquidation de sa filiale marocaine (PGA M1), la cession de sa filiale spécialisée dans la vente de piscines aux particuliers (SIP Gard) et l'arrêt de l'activité de deux sociétés de fabrication et de négoce de piscines (U3PPP et Union Piscines France).

Suite aux incertitudes qui pesaient sur la continuité d'exploitation et aux procédures d'alerte de ses commissaires aux comptes, la Société a convoqué le 4 mai 2015 une assemblée générale extraordinaire visant notamment à donner pouvoir au Conseil d'administration de la Société pour poursuivre ses recherches en vue de la cession d'un certain nombre d'actifs de PISCINES GROUPE GA, aboutissant en janvier 2016, à la cession des fonds de commerce et crédits-bails immobiliers attachés aux sociétés de fabrication et de négoce de piscines U5PPP et U6PPP.

A ce jour, PISCINES GROUPE GA ne détient plus que 4 sociétés opérationnelles de fabrication et de négoce de piscines en matériaux composites (U1PPP, U2PPP et U4PPP) ou de margelles et de dalles (Société de Moulage Provençal) et a réalisé sur l'exercice 2015 un chiffre d'affaires consolidé de 17,8 millions d'euros, un résultat d'exploitation de - 1,6 million d'euro et un résultat net de - 3,7 millions d'euros.

La Société réfléchit aux moyens lui permettant de continuer à réduire ses pertes et d'optimiser sa structure de coûts. Dans ce cadre, PISCINES GROUPE GA considère, au regard des pertes historiques de sa filiale Société de Moulage Provençal, que l'activité de cette dernière devra être arrêtée en priorité.

Le maintien de la cotation des actions PISCINES GROUPE GA, alors même que la Société supporte des coûts relativement élevés de fonctionnement induits par les contraintes applicables aux sociétés cotées et que la capitalisation boursière et la liquidité sur le titre PISCINES GROUPE GA sont particulièrement faibles, ne présente plus d'intérêt.

En date du 25 juillet 2016, M. Gérard ANDREI, Mme Patricia ANDREI, Mme Pascale ANDREI, Mme Sandra ANDREI, M. Florent NECCO, M. Geoffrey NECCO, M. Henri ACHDJEAN, la société civile immobilière LES CAPRIERS, M. Jean-Claude CURCOVICH, M. Jean-Michel FAUREL, M. Albert FERNANDES, Mme Patricia FERNANDES et GA FINANCES ont conclu le Pacte d'Actionnaires dont les principales caractéristiques sont détaillées à la section I.5.1 « Pacte d'Actionnaires » et qui prévoit entre autres le dépôt par GA FINANCES, de concert avec les autres Concertistes, d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions PISCINES GROUPE GA qu'ils ne détiennent pas.

Le 29 juillet 2016, la Société et l'Initiateur ont également publié un communiqué de presse commun annonçant le dépôt d'un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur le solde des actions PISCINES GROUPE GA non détenues par les Concertistes.

I.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

A la date de dépôt du présent projet de note d'information conjointe, le capital de PISCINES GROUPE GA, s'élevant à 2.017.301 euros, est divisé en 3.103.540 actions d'une valeur nominale de 0,65 euro, entièrement libérées, toutes de même catégorie, et réparti selon le détail décrit ci-après :

Actionnaires	Nombre d'actions*	% du capital	Nombre de droits de vote AGO**	% des droits de vote AGO	Nombre de droits de vote AGE**	% des droits de vote AGE
GA FINANCES	95.371 PP	3,07%	190.742	3,12%	190.742	3,12%
M. ou Mme Gérard ANDREI	1.896.309 PP 163.076 US	61,10%	4.118.770	67,31%	3.792.618	61,98%
M. Gérard ANDREI	125.882 PP	4,06%	251.764	4,11%	251.764	4,11%
Mme Patricia ANDREI	69.347 PP 163.074 US	2,23%	464.842	7,60%	138.694	2,27%
Mme Pascale ANDREI	145.985 PP 155.805 NP	9,72%	291.970	4,77%	603.580	9,86%
Mme Sandra ANDREI	147.591 PP 155.805 NP	9,78%	295.182	4,82%	606.792	9,92%
M. Florent NECCO	47.155 PP 7.270 NP	1,75%	94.310	1,54%	108.850	1,78%
M. Geoffrey NECCO	47.155 PP 7.270 NP	1,75%	94.310	1,54%	108.850	1,78%
M. Henri ACHDJEAN	600 PP	0,02%	1.200	0,02%	1.200	0,02%
M. Jean-Claude CURCOVICH	81.880 PP	2,64%	163.760	2,68%	163.760	2,68%
M. Jean-Michel FAUREL	12.170 PP	0,39%	24.340	0,40%	24.340	0,40%
M. ou Mme Albert FERNANDES	15.937 PP	0,51%	31.874	0,52%	31.874	0,52%
SCI LES CAPRIERS	2.752 PP	0,09%	5.504	0,09%	5.504	0,09%
<i>Sous-Total Concertistes</i>	<i>3.014.284</i>	<i>97,12%</i>	<i>6.028.568</i>	<i>98,53%</i>	<i>6.028.568</i>	<i>98,53%</i>
Public	89.256	2,88%	90.212	1,47%	90.212	1,47%
Total	3.103.540	100,00%	6.118.780	100,00%	6.118.780	100,00%

* PP correspond aux actions détenues en pleine propriété / NP correspond aux actions détenues en nue-propriété / US correspond aux actions détenues en usufruit

** droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF

I.3 Motifs de l'Offre

Les actionnaires minoritaires de PISCINES GROUPE GA disposant de moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur souhaite acquérir ce solde de capital en initiant l'Offre et le Retrait Obligatoire.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres aux négociations et ainsi de réduire ses coûts de fonctionnement en se libérant des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé Alternext Paris.

Cette Offre assurera également une liquidité immédiate aux actionnaires minoritaires de la Société alors même que peu d'échanges interviennent à ce jour sur le titre PISCINES GROUPE GA. L'Initiateur propose aux actionnaires de PISCINES GROUPE GA qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 1,46 euro par action.

Afin de déterminer le Prix de l'Offre (et du Retrait Obligatoire), l'Initiateur a mandaté SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE qui a procédé à une évaluation des titres de la Société dont la synthèse se trouve à la section IV du présent projet de note d'information conjointe.

Par ailleurs, le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire a fait l'objet d'une attestation d'équité établie par un expert indépendant, le cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International, représenté par M. Olivier Grivillers (l'« **Expert Indépendant** »), mandaté

par la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF. Cette attestation se trouve reproduite en intégralité à la section V du présent projet de note d'information conjointe.

I.4 Intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois

I.4.1. Stratégie – Politique industrielle, commerciale et financière

La mise en œuvre de l'Offre et du Retrait Obligatoire s'inscrit dans un contexte de baisse continue de l'activité de la Société depuis de nombreux exercices accompagnée de différents plans de restructurations et réorganisations visant à réduire les pertes de la Société (se référer à la section I.2.1 « Contexte de l'Offre »). L'Initiateur entend poursuivre, au cours des douze prochains mois, la stratégie, la politique industrielle, commerciale et financière conduite par le management de la Société notamment en matière de réduction des coûts de structure ce qui conduira prioritairement à l'arrêt de l'activité de la Société Moulage Provençal au regard des pertes historiques de cette dernière.

I.4.2. Composition des organes sociaux

Le Conseil d'administration de la Société est actuellement composé de :

- M. Gérard ANDREI, Président du Conseil d'administration – Directeur Général ;
- Mme Pascale ANDREI, Directeur général délégué – Administrateur ;
- Mme Sandra ANDREI, Directeur général délégué – Administrateur.

La mise en œuvre de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire ne devrait pas avoir d'incidence sur la composition du Conseil d'administration de PISCINES GROUPE GA.

I.4.3. Orientations en matière d'emploi

L'Offre initiée par GA FINANCES suivie du Retrait Obligatoire s'inscrit dans une logique de poursuite des opérations de restructuration de la Société et ne devrait donc pas en soi avoir d'incidence supplémentaire sur la politique déjà engagée par la Société en termes d'adaptation de l'emploi à l'évolution de l'activité de la Société.

I.4.4. Perspective d'une fusion

A ce jour, il n'entre pas dans les intentions de l'Initiateur de procéder à une fusion avec PISCINES GROUPE GA.

I.4.5. Synergies envisagées

Hormis l'économie des coûts de cotation qui serait liée à la radiation des actions de la Société du système multilatéral de négociation organisé Alternext Paris à l'issue du Retrait Obligatoire, l'Initiateur et la Société n'anticipent aucune synergie de coûts ni de revenus.

I.4.6. Politique de distribution de dividendes

L'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins en financement. Aucune distribution de dividendes n'a été effectuée au cours des trois (3) derniers exercices par la Société, ni d'ailleurs, au cours des exercices précédents.

I.4.7. Intérêts de l'opération pour les actionnaires de la Société

L'Offre proposée par l'Initiateur permet aux actionnaires minoritaires de PISCINES GROUPE GA d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale sur leurs actions dans un contexte de faible liquidité.

Une synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE est reproduite ci-après à la section IV du présent projet de note d'information conjointe.

Le caractère équitable du prix de l'Offre offert aux actionnaires minoritaires est par ailleurs attesté par l'Expert Indépendant, dans son rapport repris à la section V du présent projet de note d'information conjointe.

I.5 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue

I.5.1. Pacte d'Actionnaires

En date du 25 juillet 2016, M. Gérard ANDREI, Mme Patricia ANDREI, Mme Pascale ANDREI, Mme Sandra ANDREI, M. Florent NECCO, M. Geoffrey NECCO, M. Henri ACHDJEAN, la société civile immobilière LES CAPRIERS, M. Jean-Claude CURCOVICH, M. Jean-Michel FAUREL, M. Albert FERNANDES, Mme Patricia FERNANDES et GA FINANCES ont conclu le Pacte d'Actionnaires matérialisant ainsi au travers d'une convention écrite, une action de concert, au sens de l'article L233-10 I du Code de commerce.

L'intention des Concertistes est de préciser les engagements de chacun dans le cadre de ce concert notamment au regard de la solidité de la structure largement familiale de l'actionnariat³. Les principales dispositions du Pacte d'Actionnaires sont les suivantes :

- Position commune des Concertistes vis-à-vis de PISCINES GROUPE GA :
 - Les Concertistes s'engagent à se réunir préalablement à toute décision importante concernant la Société et notamment préalablement à toute assemblée générale ordinaire et extraordinaire de la Société, en vue de mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la Société (ci-après l'« **Assemblée des Concertistes** »).
 - La position commune des Concertistes sera arrêtée par l'Assemblée des Concertistes, qui regroupe tous les Concertistes, et qui sera notamment appelée à se prononcer sur les décisions suivantes :
 - toute décision relative à l'orientation stratégique de la Société et notamment :
 - le changement d'activité de la Société ou le lancement de toute nouvelle activité significative ;
 - la mise en place d'un partenariat stratégique ou d'une *joint-venture* ;
 - la désignation des représentants des Concertistes dans les organes sociaux et organes de direction de la Société ;
 - la position commune à adopter préalablement à toute assemblée générale ordinaire et extraordinaire de la Société, en ce compris sur les décisions suivantes devant être prises en assemblée générale :
 - l'affectation des résultats et toute distribution de dividendes ;
 - toute émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital (avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription) ;
 - toute opération de réduction ou d'amortissement du capital ;
 - toute opération de fusion, scission ou d'apport partiel d'actifs ;
 - la désignation et/ou le renouvellement et/ou la récusation des commissaires aux comptes ;
 - toute modification des statuts de la Société ;
 - le recours à tout emprunt bancaire ou financement obligataire pour un montant supérieur à 500.000 euros ;
 - la position à adopter en cas de déclaration par un tiers du franchissement des seuils, en capital ou en droits de vote, visés à l'article L.233-7 du Code de commerce ;

³ La Société a été fondée en 1990 par M. Gérard ANDREI, époux de Mme Patricia ANDREI, tous deux étant les parents de Mme Pascale ANDREI et Mme Sandra ANDREI ainsi que les grands-parents de M. Florent NECCO et M. Geoffrey NECCO. M. Henri ACHDJEAN est le père de Mme Patricia ANDREI. La société LES CAPRIERS est une société civile familiale dont les associés sont Mme Pascale ANDREI, Mme Patricia ANDREI, M. Florent NECCO et M. Geoffrey NECCO. M. Jean-Claude CURCOVICH, M. Jean-Michel FAUREL et M. Albert FERNANDES sont respectivement directeur commercial, directeur administratif et financier de la Société et directeur de l'unité de Pouilly-en-Auxois, Mme Patricia Fernandes est l'épouse de M. Albert Fernandes. La société GA FINANCES est une société civile familiale dont le capital est entièrement détenu par M. Gérard ANDREI et Mme Patricia ANDREI et qui a notamment pour objet la gestion des participations des époux ANDREI au sein de la Société.

- la modification ou la résiliation du Pacte d'Actionnaires.
 - Les décisions de l'Assemblée des Concertistes sont prises à la majorité d'au moins 85% des droits de vote des Concertistes présents ou représentés, étant précisé que chaque action de la Société détenue en pleine propriété et/ou en usufruit donnera droit à un droit de vote au sein de l'Assemblée des Concertistes. L'Assemblée des Concertistes est convoquée par M. Gérard ANDREI.
 - Chaque Concertiste s'engage à faire en sorte, notamment par l'exercice de ses droits de vote lors des décisions collectives des actionnaires en assemblée générale ou des décisions de tout autre organe social ou organe de direction de la Société, directement ou indirectement par l'intermédiaire de leurs représentants, qu'aucune action ne soit entreprise et aucune décision ne soit prise qui ne soit conforme aux décisions prises par l'Assemblée des Concertistes.
- Dépôt d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire :
- GA FINANCES agissant avec les Concertistes et détenant ensemble plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, s'engage à acquérir de manière irrévocable auprès des actionnaires minoritaires de la Société la totalité des actions qu'ils détiennent dans la Société dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. Les actions présentées à cette offre seront toutes acquises par GA FINANCES, en qualité d'initiateur de l'offre.
 - Les Concertistes délèguent à GA FINANCES et à son dirigeant, M. Gérard ANDREI, le pouvoir d'agir en leur nom auprès de l'AMF, et plus généralement faire le nécessaire en vue du dépôt et de la réalisation de offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.
- Engagement d'inaliénabilité :
- Les Concertistes s'engagent à conserver l'intégralité des titres de la Société qu'ils détiennent à la date de signature du Pacte d'Actionnaires et pendant une durée de 3 ans à compter de la signature du Pacte d'Actionnaires.
 - Chaque Concertiste pourra librement effectuer tout type de transfert à l'un de ses affiliés⁴, à l'un des Concertistes ou à la Société.
- Droit de préemption au profit de GA FINANCES :
- Les Concertistes consentent au bénéfice de GA FINANCES un droit de préemption sur tout transfert de titres de la Société, quelles qu'en soient les modalités, et que ce transfert porte sur la pleine propriété ou un démembrement de propriété.
- Durée du Pacte d'Actionnaires :
- Le Pacte d'Actionnaires entre en vigueur à sa date de signature et viendra à expiration à l'issue d'un délai de dix ans à compter de cette date.
 - Le Pacte d'Actionnaires sera renouvelable par tacite reconduction pour des durées successives de deux ans, sauf dénonciation de l'un des Concertistes par lettre recommandée avec avis de réception adressée aux autres Concertistes et à la Société avec un préavis de 6 mois.
 - Sans affecter les droits de tout autre Concertistes, le Pacte d'Actionnaires prendra fin pour un Concertiste lorsque ce dernier cessera d'être, directement ou indirectement, actionnaire de la Société.
- Gestion du Pacte d'Actionnaires :
- Afin de garantir l'exercice des droits que se consentent mutuellement les Concertistes et pour conférer au Pacte d'Actionnaires sa pleine efficacité, les Concertistes conviennent de désigner de façon conjointe et irrévocable M. Gérard ANDREI en qualité de mandataire commun chargé de la gestion du Pacte d'Actionnaires ;
 - Aucun Concertiste ne conclura de convention ou accord concernant la Société ou les titres de la Société selon des termes incompatibles avec les stipulations du Pacte d'Actionnaires.

⁴ Le terme « affilié » désigne toute personne qui, directement ou indirectement, contrôle, est contrôlée par l'un des Concertistes ou est contrôlée par toute personne contrôlant ce Concertiste.

- Successeurs, ayants droit et cessionnaires :

- Le Pacte d'Actionnaires s'appliquera au bénéfice, et liera les Concertistes ainsi que leurs successeurs, ayants droit et cessionnaires respectifs, fussent-ils mineurs ou autrement incapables, étant entendu que sauf stipulation expresse du Pacte d'Actionnaires, aucun Concertiste ne cèdera ni ne délèguera l'une quelconque de ses obligations créées au terme du Pacte d'Actionnaires sans l'accord préalable des autres Concertistes.
- Un tiers ou un affilié d'un Concertiste qui acquiert des titres de la Société précédemment détenus par l'un des Concertistes aura les mêmes obligations et, sous réserve que cette acquisition de titres de la Société ait été effectuée en pleine conformité avec les modalités du Pacte d'Actionnaires et qu'il ait préalablement adhéré au Pacte d'Actionnaires, les mêmes droits.
- Aucune augmentation de capital de la Société au profit de tiers ou autre émission de titres de la Société au profit de tiers, ne pourra être réalisée avant que le tiers considéré ait adhéré au Pacte d'Actionnaire, les Concertistes devant convenir, préalablement à la signature de l'acte d'adhésion au Pacte d'Actionnaires, le cas échéant, des droits et obligations dudit tiers au titre du Pacte d'Actionnaires.

Hormis le Pacte d'Actionnaires tel que décrit ci-dessus, il n'existe pas, à la connaissance de la Société et des Concertistes, d'autres accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou de son issue.

II. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

II.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 235-1, 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, en qualité d'établissement présentateur et agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 29 juillet 2016 le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions PISCINES GROUPE GA non encore détenues à ce jour par les Concertistes.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de PISCINES GROUPE GA à acquérir, au prix de 1,46 euro par action, les actions PISCINES GROUPE GA qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

Le prix d'Offre proposé de 1,46 euro par action respecte les conditions visées à l'article 234-6 du Règlement général de l'AMF.

Les actions PISCINES GROUPE GA qui n'auront pas été présentées à l'Offre, seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre, moyennant une indemnisation de 1,46 euro par action de la Société, nette de tous frais.

SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

II.2 Nombre de titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date du présent projet de note d'information, les Concertistes détiennent 3.014.284 actions PISCINES GROUPE GA représentant 6.028.568 droits de vote, soit 97,12% du capital et 98,53% des droits de vote, sur la base d'un nombre total de 3.103.540 actions et 6.118.780 droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions PISCINES GROUPE GA non détenues par les Concertistes soit un maximum de 89.256 actions.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, la Société n'a pas émis de valeurs mobilières donnant ou susceptibles de donner accès au capital ou aux droits de vote de la Société.

II.3 Modalités de l'Offre

La présente Offre est soumise au droit français.

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 29 juillet 2016. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, le présent projet de note d'information conjointe tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et de la Société ainsi qu'auprès de SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, et sera mis en ligne sur les sites Internet de la Société (www.piscinesgroupega.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

En outre, conformément aux dispositions des articles 231-16 et 231-17 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux principaux éléments du projet de note d'information conjointe sera diffusé par l'Initiateur et la Société le 29 juillet 2016 et mis en ligne sur le site Internet de la Société (www.piscinesgroupega.com).

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

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre et au Retrait Obligatoire après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et les documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, respectivement, de l'Initiateur et de la Société, seront, conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, auprès de l'Initiateur, de la Société et de SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE. Ils seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.piscinesgroupega.com).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié conjointement par l'Initiateur et la Société au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Enfin, un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légal du lieu du siège social conformément aux dispositions de l'article 237-3 du Règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

II.4 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation. L'acquisition des actions pendant l'Offre se fera, conformément à la réglementation applicable, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur, TRADITION SECURITIES AND FUTURES, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur, au Prix de l'Offre de 1,46 euro par action.

Les actions PISCINES GROUPE GA détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions PISCINES GROUPE GA inscrites en compte nominatif devront demander, dans les meilleurs délais, l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les actions PISCINES GROUPE GA apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter tous les titres apportés qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de PISCINES GROUPE GA qui souhaiteraient apporter leurs actions dans les conditions proposées dans le cadre de l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre.

L'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera, pour sa part, nette de tous frais. Par ailleurs, aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre.

II.5 Retrait Obligatoire et radiation du marché Alternext Paris

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'AMF, les actions PISCINES GROUPE GA qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 1,46 euro par action PISCINES GROUPE GA, nette de tous frais, à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre.

Le montant de l'indemnisation a d'ores et déjà été versé sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, centralisateur des opérations d'indemnisation.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société conformément à l'article 237-3 du Règlement général de l'AMF. Euroclear France clôturera le code ISIN FR0010357145 des actions PISCINES GROUPE GA ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions PISCINES GROUPE GA. SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions PISCINES GROUPE GA de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du Règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date de Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les actions PISCINES GROUPE GA seront radiées du système multilatéral de négociations organisées Alternext Paris à compter du jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

II.6 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

29 juillet 2016	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF et du projet de note d'information conjointe de l'Initiateur et de la Société.
	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société du projet de note d'information conjointe de l'Initiateur et de la Société.
	Publication par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint annonçant le dépôt du projet d'Offre.

6 septembre 2016	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la présente note d'information conjointe.
7 septembre 2016	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société (i) de la note d'information conjointe visée par l'AMF et (ii) des documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières de l'Initiateur et de la Société.
8 septembre 2016	Publication d'un communiqué conjoint par l'Initiateur et la Société précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information conjointe visée et des documents « Autres Informations ».
9 septembre 2016	Ouverture de l'Offre
22 septembre 2016	Clôture de l'Offre Annonce du résultat de l'Offre par un avis de l'AMF
A partir du 23 septembre 2016	Mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire Radiation des actions PISCINES GROUPE GA d'Alternext Paris

II.7 Financement de l'Offre

II.7.1. Frais liés à l'Offre

Le montant global des frais exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire, en ce compris notamment les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques et comptables ainsi que de tous experts et autres consultants et les frais de publicité et de communication est estimé à environ 120.000 euros (hors taxes).

II.7.2. Mode de financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des actions PISCINES GROUPE GA susceptibles d'être apportées à l'Offre représenterait, sur la base d'un prix d'Offre de 1,46 euro par action PISCINES GROUPE GA, un montant maximal de 130.313,76 euros hors frais divers et commissions.

L'Offre sera intégralement financée grâce aux fonds propres de l'Initiateur.

II.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Les titulaires d'actions PISCINES GROUPE GA en dehors de France peuvent participer à l'Offre si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. La publication et la diffusion du présent projet de note d'information conjointe, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions PISCINES GROUPE GA peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions.

Le présent projet de note d'information conjointe et les autres documents relatifs à l'Offre (i) ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale et (ii) ne sont pas destinés à être diffusés dans les pays autres que la France.

L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession du présent projet de note d'information conjointe sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière

dans l'un de ces pays. L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation de ces restrictions par toute personne.

En particulier, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie du présent projet de note d'information conjointe, et aucun autre document relatif au présent projet de note d'information conjointe ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de PISCINES GROUPE GA ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent projet de note d'information conjointe ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter d'ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

II.9 Régime fiscal de l'Offre

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que les informations contenues dans le présent projet de note d'information conjointe ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en matière d'impôt sur le revenu et d'impôt sur les sociétés fiscal qui est applicable à ces derniers en vertu de la législation fiscale en vigueur à la date du présent document. Les règles dont il est fait mention dans le présent document sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre et au Retrait Obligatoire. Le descriptif ci-dessous est donné à titre d'information générale, les actionnaires de la Société sont invités, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, à s'assurer auprès de leur conseil fiscal habituel que ces dispositions leur sont effectivement applicables.

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

II.9.1. Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

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

II.9.1.1. Régime de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158-6 *bis* et 200 A-2 du Code général des impôts (le « **CGI** »), les plus-values de cession d'actions de la Société réalisées par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont prises en compte pour la détermination de leur revenu net global et soumises au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

Le montant de ces plus-values de cession est égal à la différence entre, d'une part, le prix de cession offert dans le cadre de l'Offre ou l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire, net des frais et taxes acquittés par le cédant à l'occasion de la cession, et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions de la Société.

Le montant de ces plus-values est réduit le cas échéant des moins-values de même nature réalisées au titre de l'année de cession ou des dix (10) années précédentes imputables en application des dispositions de l'article 150-0 D, 11 du CGI.

Les plus-values ainsi déterminées peuvent être réduites d'un abattement d'assiette non plafonné pour durée de détention, décomptée en principe à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions et égal à :

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

Les plus-values de cession des actions de la Société sont également soumises, avant application de l'abattement pour durée de détention, aux prélèvements sociaux à un taux global de 15,5%, se décomposant comme suit :

- la contribution sociale généralisée (CSG) au taux de 8,2 % dont 5,1 % sont déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu au titre de l'année du paiement de la CSG ;
- le prélèvement social de 4,5 % non déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 0,3 %, non déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu ;
- le prélèvement social au taux de 2 %, non déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS) au taux de 0,5 %, non déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu.

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

Les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre pourront être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix (10) années suivantes.

Enfin, l'attention des actionnaires est attirée sur le fait que la plus-value de cession des actions, avant prise en compte de l'abattement pour durée de détention susmentionné, est incluse dans le revenu fiscal de référence qui sert d'assiette à la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus prévue à l'article 223 *sexies* du CGI. Les actionnaires concernés par ce dispositif sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour plus d'informations.

II.9.1.2. Actions PISCINES GROUPE GA détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Les actions de la Société constituent des actifs éligibles au PEA. Sous certaines conditions, la cession d'actions de la Société inscrites sur un PEA dans le cadre de l'Offre ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu à raison de la plus-value de cession réalisée, à condition notamment que le produit de la cession soit réinvesti dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq (5) ans après la date d'ouverture du PEA, laquelle s'entend du premier versement) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit (8) ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net est soumis aux prélèvements sociaux, étant toutefois précisé que le taux global de ces prélèvements sociaux varie selon la date à laquelle ce gain a été constaté (15,5% pour les gains constatés actuellement).

Les moins-values réalisées sur des actions de la Société détenues dans le cadre d'un PEA ne sont imputables que sur des plus-values réalisées dans le cadre du PEA. Les pertes dégagées lors de la clôture d'un PEA ne sont, en principe, pas imputables. Toutefois, (i) en cas de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année ou, (ii) sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou, dans le cas d'un PEA assurance, la valeur de rachat du contrat de capitalisation) est inférieure au montant des versements effectués sur le PEA depuis sa date d'ouverture (compte non tenu des versements afférents aux précédents retraits ou rachats n'ayant pas entraîné la clôture du plan), les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values de cession de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du CGI et réalisées hors PEA au cours de la même année ou des dix (10) années suivantes.

II.9.2. Personnes morales résidentes fiscales de France soumises à l'impôt sur les sociétés au taux et dans les conditions de droit commun

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que les informations contenues dans la présente section ne visent pas les actionnaires personnes morales ayant comptabilisé les titres de la Société en tant que titres de participation au sens de l'article 219 I a *quinquies* du CGI.

Les plus-values réalisées dans le cadre de l'Offre lors de la cession des actions PISCINES GROUPE GA, égales à la différence entre le prix offert et le prix de revient fiscal des actions de la Société apportées à l'Offre, sont en principe incluses dans le résultat de l'actionnaire soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3% majoré de (i) la contribution sociale de 3,3 % (article 235 *ter* ZC du CGI) calculée sur le montant de l'impôt sur les sociétés dû diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois et de (ii) la contribution exceptionnelle de 10,7 % due temporairement au titre des exercices clos entre le 31 décembre 2011 et le 30 décembre 2016 par les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros (article 235 *ter* ZAA du CGI), calculée sur le montant de l'impôt sur les sociétés dû, déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôt et des créances fiscales de toute nature.

Les PME respectant les conditions prévues à l'article 219, I-b du CGI bénéficient de plein droit d'un taux réduit de 15 % sur une fraction de leur bénéfice. Le montant du bénéfice imposable au taux de 15 % est limité à 38.120 € par période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées des contributions additionnelles susmentionnées.

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

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

II.9.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France

Sous réserve de l'application éventuelle d'une convention fiscale internationale, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par les actionnaires qui ne sont pas fiscalement domiciliés en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve, des plus-values réalisées sur la cession de titres faisant partie de l'actif d'un établissement stable ou d'une base fixe en France.

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

Enfin, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values de cession sont imposées au taux forfaitaire de 75% lorsque le cédant est une personne ou un organisme domicilié, établi ou constitué hors de France dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les actionnaires de la Société non-résidents fiscaux français sont invités à s'informer du régime fiscal applicable dans leur pays de résidence auprès de leur conseiller fiscal habituel.

II.9.4. Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial ou qui détiennent des actions reçues dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat salarié, sont invités à s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier auprès de leur conseiller fiscal habituel.

II.9.5. Régime fiscal du Retrait Obligatoire

Le traitement fiscal des personnes n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre sera identique au régime fiscal de l'Offre décrit ci-dessus.

III. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

III.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le capital social de la Société s'élève à 2.017.301 euros et est composé de 3.103.540 actions de 0,65 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société, le capital de la Société était réparti à la date de dépôt du projet d'Offre, ainsi qu'il est indiqué à la section I.2.2 ci-dessus.

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société.

III.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et accords entre actionnaires portés à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

III.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Les statuts de PISCINES GROUPE GA ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions, sous réserve des dispositions légales relatives aux franchissements de seuils.

III.2.2. Accords entre actionnaires portés à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

GA FINANCES, M. Gérard ANDREI, Mme Patricia ANDREI, Mme Pascale ANDREI, Mme Sandra ANDREI, M. Florent NECCO, M. Geoffrey NECCO, M. Henri ACHDJEAN, M. Jean-Claude CURCOVICH M. Jean-Michel FAUREL, M. Albert FERNANDES, Mme Patricia FERNANDES et la société civile immobilière LES CAPRIERS ont conclu un Pacte d'Actionnaires tel que décrit à la I.5.1 « Pacte d'Actionnaires » du présent projet de note d'information conjointe.

III.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

En application des dispositions des articles 223-15-1 du Règlement général de l'AMF, les Concertistes ont déclaré en date du 28 juillet 2016 par courrier à l'AMF avoir directement franchi de concert à la hausse le seuil légal de 95% du capital et des droits de vote de PISCINES GROUPE GA consécutivement à la signature, en date du 25 juillet 2016, du Pacte d'Actionnaires décrit à la section I.5.1 « Pacte d'Actionnaires ».

III.4 Autocontrôle

A la date du dépôt du projet d'Offre, la Société ne détient aucune de ses actions.

III.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

III.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

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.

III.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Hormis le Pacte d'Actionnaires tel que décrit à la section I.5.1 « Pacte d'Actionnaires », il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'autres accords pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

III.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

III.8.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

L'article 14 des statuts de la Société prévoit que la Société est administrée par un conseil composé de 3 membres au moins et de 18 membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion. Les administrateurs élus par les salariés ne sont pris en compte pour la détermination du nombre minimal et du nombre maximal d'administrateurs visés ci-dessus.

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire. La durée de leurs fonctions est de six années. Elle prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Tout administrateur sortant est rééligible. Les administrateurs peuvent être révoqués et remplacés à tout moment par l'assemblée générale ordinaire. Toute nomination intervenue en violation des dispositions précédentes est nulle, à l'exception de celles auxquelles il peut être procédé à titre provisoire.

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

représente. Le représentant permanent d'une personne morale administrateur est soumis aux conditions d'âge qui concernent les administrateurs personnes physiques. Si la personne morale révoque le mandat de son représentant permanent, elle est tenue de notifier sans délai à la société, par lettre recommandée, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès ou de démission du représentant permanent.

Un salarié de la société ne peut être nommé administrateur si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Il ne perd pas le bénéfice de ce contrat de travail. Le nombre des administrateurs salariés ne peut dépasser les tiers des administrateurs en fonction.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restant doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil. Les nominations provisoires effectuées par le conseil sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

Chaque administrateur doit être propriétaire de 500 actions. Si, au jour de sa nomination, un administrateur n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis ou si, en cours de mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est réputé démissionnaire d'office, s'il n'a pas régularisé sa situation dans le délai de trois mois.

L'article 15 des statuts de la Société prévoit que le Conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui est, à peine de nullité de la nomination, une personne physique. Il détermine sa rémunération. Pour l'exercice de ses fonctions, le président du Conseil d'administration doit être âgé de moins de 70 ans. Lorsque cette limite est atteinte, le président cesse d'exercer ses fonctions à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

Le président est nommé pour une durée qui ne peut pas excéder celle de son mandat d'administrateur. Il est rééligible. Le Conseil d'administration peut le révoquer à tout moment. En cas d'empêchement temporaire ou de décès du président, le Conseil d'administration peut déléguer un administrateur dans les fonctions de président.

En cas d'empêchement temporaire, cette délégation est donnée pour une durée limitée ; elle est renouvelable. En cas de décès, elle vaut jusqu'à l'élection du nouveau président.

L'article 3 du Pacte d'Actionnaires tel que décrit à la section I.5.1 « Pacte d'Actionnaires » prévoit que l'Assemblée des Concertistes est appelée à se prononcer sur la désignation des représentants des Concertistes dans les organes sociaux et organes de direction de la Société.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le Conseil d'administration est composé de M. Gérard ANDREI, de Mme Pascale ANDREI et de Mme Sandra ANDREI.

III.8.2. Règles applicables à la modification des statuts

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

III.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

A la date du présent projet de note d'information conjointe, l'assemblée générale des actionnaires de PISCINES GROUPE n'a voté et n'a accordé aucune délégation au conseil administration de la Société visant à émettre des valeurs mobilières par la Société ou à racheter des actions de la Société.

III.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

La Société étant déjà contrôlée par les Concertistes avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas un changement de contrôle de la Société.

En tout état de cause, à la connaissance de la Société, l'Offre n'entraînera pas de modification d'accords conclus par la Société pouvant porter gravement atteinte à ses intérêts.

III.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la date du présent projet de note d'information conjointe, la Société n'a conclu aucun accord avec les membres du Conseil d'administration ou les salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Les hypothèses ci-dessus envisagées seront réglées selon les lois et règlements en vigueur, si elles venaient à se réaliser.

III.12 Intentions des membres du conseil d'administration de PISCINES GROUPE GA d'apporter ou non leurs titres à l'Offre

Les membres du conseil d'administration de PISCINES GROUPE GA font partie des Concertistes et agissent à ce titre de concert avec l'Initiateur. Les actions PISCINES GROUPE GA qu'ils détiennent ne sont ainsi pas visées dans le cadre de l'Offre.

IV. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DE L'OFFRE

Le prix proposé par GA FINANCES dans le cadre de l'Offre est de 1,46 euro par action PISCINES GROUPE GA. Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ont été préparés par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, établissement présentateur l'Offre, pour le compte de l'Initiateur, selon les principales méthodes usuelles d'évaluation et sur la base (i) d'informations publiques disponibles sur PISCINES GROUPE GA, son secteur d'activité et ses concurrents ainsi que (ii) sur la base des informations communiquées par la Société et d'échanges avec son management.

Il n'entrait pas dans la mission de SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE de vérifier ces informations ni de vérifier ou d'évaluer les actifs ou passifs de PISCINES GROUPE GA.

IV.1 Méthodologie d'évaluation

PISCINES GROUPE GA a été évaluée sur la base d'une approche multicritères et selon des méthodes et références de valorisation habituellement reconnues et appliquées dans les exercices d'évaluation d'entreprise. La sélection des méthodes retenues a été établie en tenant compte, des spécificités de PISCINES GROUPE GA, de sa taille et de son secteur d'activité.

IV.1.1. Méthodes écartées

Les méthodes suivantes, jugées non pertinentes pour apprécier le Prix de l'Offre, n'ont pas été retenues :

a) Actif Net Réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (« **ANR** ») consiste à corriger l'actif net comptable d'une société des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagement hors bilan. Cette méthode est surtout pertinente dans le cas de holdings diversifiées ou de sociétés détentrices de nombreux actifs - notamment immobiliers ou non utiles à l'exploitation - susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan différer sensiblement de leur valeur de réalisation économique immédiate. Cette méthode présente également un intérêt dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Dans la mesure où PISCINES GROUPE GA est une holding contrôlant un ensemble de filiales spécialisées dans la fabrication et le négoce de piscines en matériaux composites et d'accessoires de piscines, la méthode de l'ANR aurait pu être mise en œuvre en valorisant par somme des parties chacune des filiales opérationnelles de la Société. Cependant, compte tenu d'un fonctionnement intégré des différentes entités de PISCINES GROUPE GA et d'une part non négligeable d'« intercos » venant

perturber l'analyse des marges entre fabrication et négoce des filiales (certaines entités fabriquant pour le compte d'autres sociétés du Groupe certains modèles de piscines spécifiques), la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) basée sur des comptes consolidés prévisionnels a été préférée à la valorisation par l'ANR.

b) Référence aux objectifs de cours des analystes financiers :

En l'absence de publication récente et d'évaluation de la société PISCINES GROUPE GA par les analystes financiers, cette méthode n'a pu être mise en œuvre.

c) Actualisation des flux de dividendes futurs :

L'approche de valorisation par l'actualisation des dividendes prend pour hypothèse que la valeur d'une action peut être déterminée par la valeur de ses dividendes futurs actualisés.

La Société n'ayant jamais distribué de dividende, cette approche a été écartée.

d) Transactions comparables :

La méthode des multiples de transactions est une approche analogique consistant à appliquer aux agrégats historiques et prévisionnels de l'entreprise à évaluer, les multiples constatés lors de transactions intervenues dans le même secteur d'activité ou dans un secteur présentant des caractéristiques similaires en termes de modèle d'activité.

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

- la qualité et la fiabilité des informations disponibles varient fortement en fonction du statut des sociétés cibles rachetées (cotée, non cotée, filiale d'un groupe, apport d'une partie des activités) ;
- les sociétés rachetées présentent des différences significatives du fait de leur taille, positionnement, présence géographique, rentabilité... ;
- l'intérêt stratégique d'une acquisition est plus ou moins fort (prime de contrôle plus ou moins élevée, modalités de paiement du prix et conditions effectives de réalisation).

Les opérations suivantes dans l'univers de la fabrication et du négoce de piscines ou d'accessoires de piscines ont été référencées :

- Acquisition de PISCINES MAGILINE par son management associé à 4 fonds d'investissement (BTP Capital Investissement, Estin Gestion, UI Gestion et Bpifrance Investissement) en avril 2016 ;
- Acquisition de ABRIS VENUS (PAC SARL) par Générale d'Abris & Accessoires pour Piscines en novembre 2015 ;
- Acquisition de GENERALE D'ABRIS & ACCESSOIRES POUR PISCINES SAS par iXO Private Equity et M. Frédéric Marmande en mai 2014 ;
- Prise de participation minoritaire d'Alsace Capital dans PISCINES WATERAIR en juillet 2012 ;
- Acquisition de LES PRODUITS DE PISCINES METRINOX INC par Pool Corp. en avril 2010 ;
- Acquisition de la majorité du capital de SWIMMING POOL EQUIPMENT ITALIA SRL par Fluidra en janvier 2008 ;
- Acquisition de PISCINES AMBIANCE par son Management et Finadvance en mai 2007.

En dépit de ces opérations, plus ou moins récentes, dans le secteur d'activité de PISCINES GROUPE GA, cette méthode n'a pas pu être mise en œuvre en raison du manque d'informations sur les conditions financières de ces transactions (Valeur d'Entreprise, Chiffre d'affaires, EBITDA ou EBIT) dans des communiqués de presse ou dans les bases de données analysant les opérations de fusions-acquisitions.

Par ailleurs, les transactions récentes (janvier 2016) portant sur les actifs des filiales U5PPP et U6PPP ont été analysés afin d'étudier dans quelle mesure elles pourraient être retenues ou non pour valoriser PISCINES GROUPE GA dans son ensemble.

U5PPP et U6PPP étant déficitaires, il n'a pas semblé pertinent de retenir un multiple de transaction qui serait basé uniquement sur les chiffres d'affaires de ces entités pour valoriser PISCINES GROUPE GA pour les raisons suivantes :

- les prix de cession dépendent fortement des valorisations des stocks retenues par l'acquéreur dans les contrats de cession (54% du prix de la transaction) qui étaient différentes de celles inscrites au bilan des sociétés U5PPP et U6PPP ;
- la cession des fonds de commerce de U5PPP et U6PPP ainsi que des crédits-bails immobiliers a fait l'objet d'une négociation globale entre M. Gérard ANDREI et l'acquéreur, la méthode des multiples basée sur un solde intermédiaire de gestion n'a pas été retenue ;
- la négociation intégrait d'une part une composante immobilière et d'autre part la mise en œuvre d'une clause de non-concurrence contraignante empêchant PISCINES GROUPE GA de commercialiser ses piscines dans l'Ouest de la France.

Pour ces raisons, la référence aux transactions sur les actifs des filiales U5PPP et U6PPP n'a pas été retenue pour valoriser PISCINES GROUPE GA.

IV.1.2. Données financières servant de base à l'évaluation :

a) Nombre de titres :

Le capital de PISCINES GROUPE GA se compose de 3.103.540 actions ordinaires.

PISCINES GROUPE GA n'ayant pas émis de valeurs mobilières donnant accès à son capital et ne disposant d'aucune action autodétenue, le nombre d'actions servant de base à l'évaluation est de 3.103.540 actions.

b) Passage de la Valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ressort à un montant de -800K€ compte tenu d'une évaluation au 31 mars 2016 de la trésorerie nette qui comprend les éléments suivants :

- Disponibilités de 1.345 K€
- augmentée du solde du produit de cession des actifs de U5PPP et U6PPP, soit 1.348 K€
- augmentée du montant actualisé des pertes fiscales reportables, soit 1.360 K€
- diminuée des emprunts et dettes financières, soit 15 K€
- diminuée des indemnités dues à d'anciens salariés d'UPF conformément au verdict de la cours d'appel de Nîmes, soit 111,5K€
- diminuée des comptes courants d'associés de GA FINANCES et M. Gérard ANDREI, soit 2.721K€
- diminuée des provisions pour risques et charges (ne comprenant pas les provisions pour garantie – non assimilables à des dettes), soit 405 K€

Le montant de 1.360 K€ de crédit d'impôt a été déterminé en simulant la « consommation » du solde de crédit d'impôt sur les sociétés du groupe PISCINES GROUPE GA dans le cadre de l'actualisation des flux futurs en tenant compte du montant des déficits reportables au 31 décembre 2015 (4.134 K€), d'un taux d'actualisation équivalent au coût du capital retenu dans le cadre de la méthode DCF (soit 10,92%) et d'un taux d'imposition de 34,43%.

IV.1.3. Méthodes retenues à titre principal :

Pour évaluer la Société, une approche multicritère intégrant les méthodes d'évaluation et références suivantes a été mise en œuvre :

- la référence à l'actif net comptable ;
- l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) ;
- les comparables boursiers ;

a) Référence à l'Actif Net Comptable :

Le critère de l'actif net comptable n'est généralement pas retenu pour l'évaluation de sociétés industrielles. En effet, l'actif net comptable n'intègre pas le niveau de résultat/perte futur et n'est adapté qu'à des domaines d'activité bien identifiés (l'immobilier notamment). Néanmoins, pour tenir compte des spécificités attachées au retrait obligatoire initié par les actionnaires historiques de PISCINES GROUPE GA, cette référence a été intégrée dans l'évaluation.

Sur la base des derniers comptes audités au 31 décembre 2015, l'actif net comptable ressort à 1,46 €.

Calcul de l'ANC au 31 décembre 2015	Capitaux propres (en K€)	Nombre d'actions PISCINES GROUPE GA	Actif net comptable (en €)
	4.522	3.103.540	1,46

Source : Rapport annuel 2015 – Piscines Groupe GA

Le prix de l'Offre correspond à l'actif net comptable de PISCINES GROUPE GA au 31 décembre 2015.

b) Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) :

Principe :

Cette méthode de valorisation estime que la valeur économique d'un investissement correspond à la somme des flux futurs générés par la société, actualisés à un taux d'intérêt reflétant l'exigence moyenne de rémunération des pourvoyeurs de fonds de l'entreprise (au cas présent, le coût du capital).

La valeur économique d'une société étant égale à la somme de sa dette (nette de la trésorerie et des investissements non essentiels à l'activité) et de ses fonds propres, la valeur des fonds propres est égale à la différence entre la valeur économique et la valeur des dettes nettes.

Il est considéré que la valeur économique est composée :

- de la valeur actualisée des free cash flow futurs durant la période prévisionnelle ;
- d'une valeur terminale qui représente la valeur actualisée des flux au-delà de la période prévisionnelle.

Un free cash flow correspond au cash flow restant dégagé par l'activité après le financement des variations du besoin en fonds de roulement et des investissements d'exploitation.

Cette approche a pour objet de déterminer la valeur économique de l'entreprise en se basant sur l'actualisation des free cash flows dégagés par l'activité.

Détermination du taux d'actualisation :

Le taux d'actualisation retenu correspond au coût des fonds propres, compte tenu de la situation de trésorerie nette de la Société.

Le coût des fonds propres a été déterminé suivant le modèle du CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) :

$$K = R_f + \beta_e * (R_m - R_f) + P$$

- où K , R_f , β_e , $(R_m - R_f)$ et P sont respectivement le coût des fonds propres, le taux sans risque, le bêta de l'actif économique, la prime de risque de marché action et une prime spécifique.

En guise de taux sans risque, nous avons retenu le taux de rendement moyen de juin 2016 des obligations de l'Etat français OAT 10 ans, celui-ci s'établissant à 0,396% (source *Agence France Trésor*).

Concernant le calcul du bêta de l'actif économique, la moyenne des bêtas « déléveragés » à 5 ans des sociétés comparables retenues a été retenue. On aboutit à un bêta moyen déléveragé pour PISCINES GROUPE GA de 0,81 (source Factset) :

La prime de risque du marché action français retenue s'élève à 8,40% (source Natixis - fin juin 2016).

Pour tenir compte de la taille modeste de la Société, une prime spécifique P de 3,74% a été rajoutée. Cette prime a été déterminée par référence aux travaux de Duff & Phelps (« *Valuation Handbook 2015* ») (anciennement Ibbotson) pour les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à environ 300 M\$.

Suivant cette approche, le coût des fonds propres s'établit à 10,92%.

Hypothèses prévisionnelles :

Un modèle d'actualisation des flux de trésorerie a été construit sur la base du plan d'affaires préparé par PISCINES GROUPE GA pour la période 2016-2018.

PISCINES GROUPE GA est composée d'une société holding de tête qui détient directement ou indirectement 100% de ses filiales :

- U1PPP, U2PPP, U4PPP et Société de Moulage Provençal (SMP) qui sont en activité ;
- Union Piscines France, U5PPP et U6PPP qui n'ont plus d'activité ;
- un GIE « Piscinerie Polyester » a été constitué par l'ensemble des filiales de PISCINES GROUPE GA afin de regrouper les services techniques et logistiques communs aux filiales.

Le plan d'affaires consolide PISCINES GROUPE GA ainsi que ses filiales en activité U1PPP, U2PPP, U4PPP et SMP. Les charges du GIE, qui sont principalement des salaires, sont imputées directement dans l'exploitation des filiales consolidées. Concernant SMP, la Société prévoit d'arrêter son exploitation à la fin de l'exercice 2016, compte tenu des pertes générées depuis plusieurs années et de l'absence d'intérêt stratégique de la fabrication de margelles et de dalles pour la Société. De ce fait, SMP sortira du périmètre du plan d'affaires à compter de 2017.

Les hypothèses retenues par PISCINES GROUPE GA sont fondées notamment :

- une croissance du chiffre d'affaires de 20,91% en 2016 et de l'ordre de 3,50% en 2017 et 2018 ;
- un retour à la rentabilité opérationnelle avec une hausse des marges d'EBITDA et d'EBIT passant respectivement de 2,44% à 5,19% et de -2,39% à 1,11% suite :
 - aux effets des restructurations visant à réduire/céder les principaux foyers de perte du Groupe ;
 - à une hausse contenue des charges opérationnelles de fonctionnement et des frais de personnel dans un contexte de hausse des volumes enregistrées par les unités de PISCINES GROUPE GA ;
- une hausse du BFR d'exploitation en raison de réduction des délais d'encours fournisseurs suite à l'arrêt des assurances-crédits SFAF/COFACE, la rotation des stocks et des créances clients restant en ligne avec les résultats historiques de ces dernières années ;
- des investissements sur 2016 à 2018 de 1,2% à 3,3% du chiffre d'affaires correspondant à des investissements de renouvellement de moules de piscines et de camions de livraison, après plusieurs exercices de sous-investissement compte tenu des difficultés importantes de la Société.

L'évaluation par les flux est réalisée à la date du 1^{er} avril 2016. En vue de construire un flux normatif, le plan d'affaires a ensuite été prolongé jusqu'en 2026 comme suit :

- une croissance du chiffre d'affaires progressivement et linéairement ramenée de 3,51% en 2018 à 1,50% en 2026 (niveau normatif retenu comme taux de croissance à l'infini) afin :
 - la maturité du marché des piscines en France ;
 - la faible hausse possible du prix des piscines, en raison d'une forte concurrence dans ce secteur où les acteurs cherchent déjà à pouvoir maintenir leur niveau d'activité (une augmentation du panier moyen ne serait majoritairement (voire exclusivement) réalisée que par la vente d'accessoires complémentaires qui diminuerait le pourcentage de marge brute) ;
 - l'absence de possibilité pendant 15 ans pour PISCINES GROUPE GA de commercialiser ses modèles de piscines dans l'Ouest de la France en raison de la conclusion de clauses de non-concurrence dans le cadre des cessions des actifs de U5PPP et U6PPP ;
 - l'arrivée à saturation des capacités des 3 usines de production de PISCINES GROUPE GA (près de 2.000 piscines produites en 2018 et un maximum potentiel de 2.200 à 2.300 piscines par an possible) ;
 - de tenir compte d'un niveau d'inflation faible.
- une amélioration progressive et linéaire du taux de marges d'EBIT de PISCINES GROUPE GA entre 2019 et 2022 pour viser un niveau normatif d'EBIT de 4,04% puis un maintien de ce niveau au-delà :
 - compte tenu, des difficultés historiques de la Société et globalement du secteur et en l'absence d'un échantillon de sociétés cotées significatif et véritablement comparable en termes d'activité, la détermination d'un niveau de marge d'EBIT normatif a été réalisée en calculant la moyenne des marges d'EBIT de 13 fabricants de piscines français non cotés à partir de leurs comptes publiés aux greffes pour les exercices récents 2014 et 2015 (Source : Base de données DIANE)

et des marges d'EBIT 2015 des sociétés PISCINES DESJOYAUX et FLUIDRA, seules sociétés cotées opérant dans le secteur de la fabrication de piscines (cf. Valorisation par les comparables boursiers ci-dessous).

- un niveau de la variation nette des immobilisations (différence entre les amortissements et les CAPEX) sur la période 2019 – 2026 déterminé à partir des évolutions suivantes de la rotation de l'actif économique :
 - sur la période 2019 à 2022, la rotation de l'actif économique a été progressivement ramenée au niveau de la rotation moyenne des exercices 2016 à 2018, soit 1,99, conduisant ainsi la Société à réaliser des investissements de renouvellement de ses outils de production nets des amortissements de l'ordre de 250 K€ par an en cohérence avec les informations transmises par la direction financière de la Société concernant les CAPEX au-delà de 2018 (entretien des usines, renouvellement des camions de livraison et fabrication de nouveaux moules de piscines) ;
 - pour la détermination du flux normatif (en 2026) servant de base au calcul de la valeur terminale de la Société, la variation nette des immobilisations a été déterminée de façon à être ramenée linéairement à 0.
- Compte tenu du fait que la totalité du chiffre d'affaires de PISCINES GROUPE GA est réalisée en France, sur toute la durée du plan d'affaires, une imposition normative de 34,43% a été retenue. Il est précisé que les montants de l'imposition normative sont neutralisés sur toute la durée du plan d'affaires (et jusqu'en 2035 par la suite) par la prise en compte dans le calcul de la trésorerie nette retenue (pour - 1.360 K€) de l'économie d'impôt consécutive aux déficits reportables d'un montant total de 4.134 K€ au 31 décembre 2015.
- la variation du BFR a été déterminée en maintenant un niveau de BFR à 87,4 jours de chiffre d'affaires, niveau du BFR déterminé par la Société sur l'exercice 2018 et cohérent avec l'historique de PISCINES GROUPE GA.

Résultat et étude de sensibilité :

Somme FCF 2016-2028 actualisée (en Keuros)	633,99
Valeur terminale (en Keuros)	5 638,10
Valeur terminale actualisée (en Keuros)	1 849,82
Valeur d'entreprise (en Keuros)	2 483,81
Capitalisation boursière (en Keuros)	3 283,97
Nombre d'actions (en Ktitres)	3 103,54
Prix par action (en euros)	1,06 €

Source : SwissLife Banque Privée

La valeur d'entreprise au 1^{er} avril 2016 s'établit à 2,5 M€. Après intégration de la trésorerie nette, la valeur des capitaux propres ressort à 3,3 M€, soit 1,06€ par action.

Etude de sensibilité par rapport au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini :

	10,17%	10,42%	10,92%	11,42%	11,67%
0,50%	1,18 €	1,13 €	1,05 €	0,97 €	0,93 €
1,00%	1,19 €	1,14 €	1,05 €	0,97 €	0,93 €
1,50%	1,20 €	1,15 €	1,06 €	0,97 €	0,94 €
2,00%	1,22 €	1,16 €	1,07 €	0,98 €	0,94 €
2,50%	1,23 €	1,18 €	1,08 €	0,99 €	0,94 €

Source : SwissLife Banque Privée

Le tableau de sensibilité du prix par rapport au taux d'actualisation retenu et au taux de croissance à l'infini fait apparaître une fourchette de valorisation comprise entre 0,93 € et 1,23€ par action pour un taux d'actualisation compris entre 10,17% et 11,67% et un taux de croissance à l'infini compris entre 0,50% et 2,50%. La prime offerte dans le cadre de l'Offre sur la base d'un prix par action de 1,46 € se situe ainsi dans une fourchette comprise entre 18,44% et 56,71% et en moyenne à 37,98%

c) Comparables boursiers :

Cette méthode consiste à appliquer aux soldes de gestion prévisionnels de PISCINES GROUPE GA, les multiples boursiers observés sur des sociétés cotées jugées comparables.

Détermination et composition de l'échantillon :

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

- domaine d'activité (produits, clientèle, secteur géographique) ;
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, capitaux investis, part de marché) ;
- niveau et structure des marges ;
- perspectives de croissance de chiffres d'affaires et de marges.

Les sociétés analysées afin de composer notre échantillon de valeur évoluent toutes dans la fabrication d'équipements de loisir. Compte tenu d'un investissement de plusieurs milliers d'euros pour une piscine, les groupes industriels fabricant du petit matériel de loisirs n'ont pas été retenus. Par ailleurs, les sociétés spécialisées uniquement dans le négoce de piscines ou d'accessoires de piscines sans composante industrielle non pas été retenues.

Au cas présent, 2 échantillons de comparables ont été retenus dans la mesure où le principal comparable boursier, PISCINES DESJOYAUX, ne fait plus l'objet d'un suivi par les analystes financiers. Ainsi, sont présentées :

- une évaluation sur la base des multiples historiques calculés sur la base des derniers résultats annuels de PISCINES DESJOYAUX ;
- une évaluation sur la base du consensus des analystes pour les années 2016 à 2018 pour les sociétés suivantes : FLUIDRA, BENETEAU, CATANA GROUP, FONTAINE PAJOT, BRUNSWICK CORP., MALIBU BOATS, MARINE PRODUCTS, MCBC HOLDINGS, TRIGANO, THOR INDUSTRIES et WINNEBAGO INDUSTRIES.

Présentation des sociétés retenues :

- PISCINES DESJOYAUX (Cotation sur Alternext Paris) : fabrique et commercialise des piscines (piscines résidentielles, piscines publiques). Le groupe dispose d'un site de production en France et réalise près de 65% de son activité en France.
- FLUIDRA (Cotation sur Bolsa de Madrid) : conçoit, fabrique et commercialise des piscines (piscines résidentielles, piscines publiques) ainsi que des accessoires de piscines, des solutions au traitement des eaux ainsi que des systèmes d'irrigation.
- BENETEAU (Cotation sur Euronext Paris) : conçoit, construit et commercialise principalement des bateaux de plaisance (yachts, catamarans, bateaux de pêche...) et figure à ce titre parmi les leaders mondiaux. Le groupe produit et commercialise également des mobil-home et propose des séjours en résidences mobiles et développe une activité de production de maisons en bois (env. 15% de son activité).
- CATANA GROUP (Cotation sur Euronext Paris) : conçoit, construit et commercialise principalement des bateaux de plaisance (catamarans). La société exploite également la concession du Port Pin Rolland dans le Var (env. 15% de son activité).
- FONTAINE PAJOT (Cotation sur Alternext Paris) : conçoit, fabrique et commercialise des catamarans de croisière (à voile et à moteur).
- BRUNSWICK CORP. (Cotation sur New York Stock Exchange) : conçoit, construit et commercialise une large variété de produits de loisirs comprenant des bateaux de plaisance et loisirs (yachts, sport nautique, pêche ...) ainsi que des équipements pour les salles de sport (musculature, fitness) ainsi que des billards.
- MALIBU BOATS (Cotation sur Nasdaq) : conçoit, construit et commercialise des bateaux de loisirs pour la pratique du ski nautique notamment.
- MARINE PRODUCTS (Cotation sur New York Stock Exchange) : conçoit, fabrique et commercialise des bateaux de loisirs pour la pratique du ski nautique et de la pêche.
- MCBC HOLDINGS (Cotation sur Nasdaq) : conçoit, fabrique et commercialise des bateaux de loisirs pour la pratique du ski nautique notamment.

- TRIGANO (Cotation sur Euronext Paris) : conçoit, fabrique et commercialise des véhicules (camping-cars, caravanes...) et d'équipements de loisirs (équipements pour les véhicules, remorques, équipements de jardin et matériel de camping).
- THOR INDUSTRIES (Cotation sur New York Stock Exchange) : conçoit, fabrique et commercialise au Canada et aux Etats Unis toute une gamme de véhicules de loisirs, (camping-cars, caravanes) d'équipements et d'accessoires pour ces véhicules.
- WINNEBAGO INDUSTRIES (Cotation sur New York Stock Exchange) : fabrique et commercialise des véhicules de loisirs (camping-cars, caravanes...), des pièces détachées ainsi que des coques de véhicule à destination de services d'urgence ou autres.

Multiples étudiés :

Hormis pour PISCINES DESJOYAUX, les années retenues pour l'application des multiples sont 2016 à 2018.

La valeur d'entreprise (VE) est fondée sur la capitalisation boursière déterminée sur la base du cours moyen pondéré des volumes 1 mois arrêté au 15 juillet 2016 augmentée du dernier endettement net annuel disponible.

Les multiples de VE/CA n'ont pas été retenus dans la mesure où ces multiples ne permettent pas de tenir compte des niveaux de rentabilité des différentes valeurs qui en l'occurrence sont très différentes de celles de PISCINES GROUPE GA.

Les multiples de P/E ont également été écartés compte tenu des différences de structure financière des sociétés des échantillons avec PISCINES GROUPE GA.

Les multiples de VE/EBITDA et de VE/EBIT ont été privilégiés pour cette méthode de valorisation.

Compte tenu de capitalisations boursières nettement plus élevées des sociétés comparables (moyenne 1031M€ contre 0,7M€ pour PISCINES GROUPE GA) ainsi que de niveaux de profitabilité et de rythmes de croissance plus élevés pour les sociétés retenues dans l'échantillon de comparables, il a été décidé d'appliquer une décote de taille et de liquidité de 30%⁵ qui se justifie d'autant plus par l'écart entre la valeur comptable (ANC de 1,46 € par action au 31 décembre 2015) et le cours de bourse (dernier cours de 0,21 € par action) de PISCINES GROUPE GA.

Valorisation de PISCINES GROUPE GA :

0 Valorisation de PISCINES GROUPE GA par référence aux multiples historiques de PISCINES DESJOYAUX :

Valorisation de PISCINES GROUPE GA			
	2016	2017	2018
Multiples VE/EBITDA avec décote de 30%	5,09 x	5,09 x	5,09 x
Valeur d'entreprise sur la base du multiple d'EBITDA (en M€)	1,23	3,11	3,77
Capitalisation boursière induite sur la base du multiple d'EBITDA (en M€)	2,03	3,91	4,57
Prix par action sur la base du multiple d'EBITDA (en euros)	0,66 €	1,26 €	1,47 €
Multiples VE/EBIT avec décote de 30%	12,02 x	12,02 x	12,02 x
Valeur d'entreprise sur la base du multiple d'EBIT (en M€)	-	0,54	2,18
Capitalisation boursière induite sur la base du multiple d'EBIT (en M€)	-	1,34	2,98
Prix par action sur la base du multiple d'EBIT (en euros)	-	0,43 €	0,96 €

Source : Rapport annuel PISCINES DESJOYAUX, Factset, SwissLife Banque Privée

Valorisation Moyenne (en € par action)	
Valorisation Moyenne VE/EBITDA	1,13 €
Valorisation Moyenne VE/EBIT	0,70 €
Valorisation Moyenne Multiples 2016	0,66 €
Valorisation Moyenne Multiples 2017	0,84 €
Valorisation Moyenne Multiples 2018	1,22 €

Source : SwissLife Banque Privée

⁵ Travaux d'Eric Eugène Grena (SFAF – Analyse Financière – 4^{ème} trimestre 2002) & Travaux de la SFEV (Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières – 2008).

L'approche par la méthode des comparables boursiers par référence aux multiples de PISCINES DESJOYAUX fait ressortir une valorisation moyenne de 0,70 € sur la base du multiple VE/EBIT et de 1,13€ sur la base du multiple VE/EBITDA faisant ainsi apparaître une prime moyenne de 110,02% sur le multiple VE /EBIT et de 29,39% sur le multiple VE/EBITDA.

o Valorisation de PISCINES GROUPE GA par référence à l'échantillon de valeurs « Loisirs »:

Société	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Fluidra	7,0 x	6,6 x	6,2 x	12,8 x	11,2 x	10,2 x
Beneteau	7,1 x	5,8 x	4,8 x	20,4 x	13,0 x	9,5 x
Catana Group	N/A	N/A	16,1 x	N/A	N/A	N/A
Fountaine Pajot	3,5 x	3,0 x	2,8 x	6,0 x	5,0 x	4,2 x
Brunswick Corp.	6,7 x	6,0 x	5,2 x	8,2 x	7,2 x	6,3 x
Malibu Boats	6,3 x	5,9 x	5,5 x	7,6 x	6,7 x	6,2 x
Marine Products	12,0 x	9,9 x	N/D	12,5 x	10,3 x	N/D
MCBC Holdings	7,0 x	6,5 x	5,8 x	13,0 x	7,4 x	6,8 x
Trigano	8,1 x	7,0 x	6,7 x	9,2 x	7,9 x	7,8 x
Thor Industries	8,5 x	7,3 x	6,6 x	9,4 x	7,9 x	7,3 x
Winnebago	10,1 x	9,1 x	8,3 x	11,0 x	9,8 x	8,4 x

Source : Factset, SwissLife Banque Privée

Valorisation de PISCINES GROUPE GA			
	2016	2017	2018
Multiples VE/EBITDA avec décote de 30%	5,34 x	4,69 x	4,76 x
Valeur d'entreprise sur la base du multiple d'EBITDA (en M€)	1,29	2,86	3,53
Capitalisation boursière induite sur la base du multiple d'EBITDA (en M€)	2,09	3,66	4,33
Prix par action sur la base du multiple d'EBITDA (en euros)	0,67 €	1,18 €	1,40 €
Multiples VE/EBIT avec décote de 30%	7,71 x	6,06 x	5,19 x
Valeur d'entreprise sur la base du multiple d'EBIT (en M€)	-	0,27	0,94
Capitalisation boursière induite sur la base du multiple d'EBIT (en M€)	-	1,07	1,74
Prix par action sur la base du multiple d'EBIT (en euros)	-	0,35 €	0,56 €

Source : Factset, SwissLife Banque Privée

Valorisation Moyenne (en € par action)	
Valorisation Moyenne VE/EBITDA	1,08 €
Valorisation Moyenne VE/EBIT	0,45 €
Valorisation Moyenne Multiples 2016	0,67 €
Valorisation Moyenne Multiples 2017	0,76 €
Valorisation Moyenne Multiples 2018	0,98 €

Source : SwissLife Banque Privée

L'approche par la méthode des comparables boursiers par référence aux multiples de l'échantillon de valeurs « Loisirs » retenues fait ressortir une valorisation moyenne de 0,45€ sur la base du multiple VE/EBIT et de 1,08€ sur la base du multiple VE/EBITDA faisant ainsi apparaître une prime moyenne de 222,32% sur le multiple VE /EBIT et de 34,79% sur le multiple VE/EBITDA.

IV.1.4. Méthode présentée à titre indicatif : Références au cours de bourse de PISCINES GROUPE GA

Les actions PISCINES GROUPE GA ont été introduites le 12 juillet 2006 sur le marché Alternext Paris par offre au public via une cession d'actions existantes de GA FINANCES pour un montant de l'ordre de 4,6 M€ (prix de 19,33 €/action) représentant 7,69% du capital et 5,19% des droits de vote.

Avec des perspectives financières particulièrement défavorables et un flottant réduit, PISCINES GROUPE GA n'a fait l'objet d'une cotation que 5 fois en 2014 et 13 fois depuis le début de l'année 2016 (aucune cotation en 2015). Sur un an glissant avant le dépôt de l'OPR-RO, au total seulement 8.064 actions (soit 0,26% du capital) se sont échangées durant cette période. Par ailleurs les actions PISCINES GROUPE GA ont connu des variations erratiques. Ceci s'explique par les éléments suivants :

- les actions PISCINES GROUPE GA sont cotées au fixing (un fixing simple à 15h30 conformément aux règles d'Alternext) ;
- il n'y a plus de contrat de liquidité de mis en place si bien qu'aucune cotation n'est assurée quotidiennement ;
- la cotation de PISCINES GROUPE GA avec un flottant réduit dès son inscription sur Alternext Paris n'a jamais permis de développer une forte liquidité ;
- l'absence d'une véritable politique de communication financière ainsi que des résultats déficitaires depuis de nombreux exercices n'ont pas favorisé l'intérêt des investisseurs pour la valeur et permis d'élargir le flottant.

Compte tenu de l'extrême faiblesse de la liquidité des actions PISCINES GROUPE GA, la valorisation de la Société par son cours de bourse doit être relativisée. Le cours de bourse pouvant constituer une référence pour un actionnaire minoritaire, cette méthode de valorisation a cependant été retenue et présentée à titre indicatif.

Le tableau ci-dessous illustre les primes extériorisées par le prix d'offre de 1,46 € par action sur la base du cours de bourse et des moyennes de cours de bourse arrêtés au 22 juillet 2016.

Référence	Plus bas (en euros)	Plus haut (en euros)	Cours moyen pondéré des volumes (en euros)	Volume (en Nbre de titres)	Capitaux échangés (en euros)	Prix offert (en euros)	Prime (en %)
Dernier cours coté*	0,21 €	0,21 €	0,21 €	1 000	210,00 €	1,46 €	595,24%
1 mois	0,21 €	0,21 €	0,21 €	3 100	651,00 €	1,46 €	595,24%
2 mois	0,21 €	0,26 €	0,22 €	3 680	801,80 €	1,46 €	570,09%
3 mois	0,21 €	0,27 €	0,25 €	8 495	2 101,70 €	1,46 €	490,13%
6 mois	0,21 €	0,70€	0,26 €	11 164	2 947,30 €	1,46 €	453,03%
9 mois	0,21 €	0,70€	0,26 €	11 164	2 947,30 €	1,46 €	453,03%
12 mois	0,21 €	0,70€	0,26 €	11 164	2 947,30 €	1,46 €	453,03%
18 mois	0,21 €	0,70€	0,26 €	11 164	2 947,30 €	1,46 €	453,03%

Source : Euronext

* Dernier cours coté : 21 juillet 2016

IV.1.5. Synthèse des résultats obtenus :

Le prix offert de 1,46 euro par action PISCINES GROUPE GA dans le cadre de l'Offre, se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus :

METHODE	VALORISATION EN MILIEU DE FOURCHETTE	PRIME (DECOTE)
REFERENCE A L'ACTIF NET COMPTABLE	1,46 €	0,00%
ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE	1,06 €	37,98%
MULTIPLES BOURSIERS		
Sur la base des multiples de VE/EBITDA de PISCINES DESJOYAUX	1,13 €	29,39%
Sur la base des multiples de VE/EBIT de PISCINES DESJOYAUX	0,70 €	110,02%
Sur la base des multiples de VE/EBITDA d'un échantillon de valeurs « Loisirs »	1,08 €	34,79%
Sur la base des multiples de VE/EBIT d'un échantillon de valeurs « Loisirs »	0,45 €	222,32%
COURS DE BOURSE ARRETE AU 22 JUILLET 2016 (A TITRE INDICATIF)		
Dernier cours	0,21 €	595,24%
Cours moyen pondéré des volumes 1 mois	0,21 €	595,24%
Cours moyen pondéré des volumes 2 mois	0,22 €	570,09%
Cours moyen pondéré des volumes 3 mois	0,25 €	490,13%
Cours moyen pondéré des volumes 6 mois	0,26 €	453,03%
Cours moyen pondéré des volumes 9 mois	0,26 €	453,03%
Cours moyen pondéré des volumes 12 mois	0,26 €	453,03%
Cours moyen pondéré des volumes 18 mois	0,26 €	453,03%

V. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'Expert Indépendant, a été désigné par le Conseil d'administration de la Société le 21 avril 2016 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a ainsi été confiée, le cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International, représenté par M. Olivier Grivillers, a rendu le 26 juillet 2016 le rapport suivant :



HAF Audit & Conseil
Membre de Crowe Horwath International

HAF Audit & Conseil
85, rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 45 19 72 18
contact@horwath.fr
www.horwath.fr

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE PISCINE GROUPE GA INITIEE PAR LA SOCIETE GA FINANCES

SOMMAIRE

1	Présentation de l'opération	34
1.1	Sociétés et personnes concernées par l'opération.....	34
1.1.1	Présentation de la société initiatrice et des personnes agissant de concert.....	34
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre	34
1.1.2.1	Historique de Piscines Groupe GA.....	34
1.1.2.2	Activité du groupe Piscine Groupe GA.....	35
1.1.2.3	Performance financière historique 2012–2015	36
1.1.2.4	Analyse du bilan économique.....	40
1.1.2.5	Analyse du besoin en fonds de roulement	41
1.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre	42
1.2.1	Contexte et motifs de l'Offre.....	42
1.2.2	Termes de l'Offre.....	42
2	Présentation de l'expert indépendant	43
2.1	Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International.....	43
2.1.1	Présentation générale.....	43
2.1.2	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes ».....	44
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.....	44
2.3	Déclaration d'indépendance	45
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	45
2.5	Rémunération	45
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise	45
2.6.1	Programme de travail.....	45
2.6.2	Calendrier de l'étude.....	46
2.6.3	Liste des personnes rencontrées	47
2.6.4	Informations utilisées	47
3	Éléments d'appréciation du prix proposé.....	48
3.1	Données structurant l'évaluation	48
3.1.1	Référentiel comptable	48
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions	48
3.1.3	Trésorerie nette ajustée.....	48
3.1.4	Business plan et périmètre.....	49
3.2	Méthodes d'évaluation écartées.....	50
3.2.1	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR).....	50
3.2.2	Méthode d'actualisation des dividendes futurs	50
3.2.3	Méthode des transactions comparables.....	50
3.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	51
3.3.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC)	51
3.3.2	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)	51
3.3.2.1	Définition de la méthode	51
3.3.2.2	Analyse du business plan de Piscine Groupe GA	52

3.3.2.3	Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	54
3.3.2.4	Détermination du taux d'actualisation	55
3.3.2.5	Calcul de la valeur terminale.....	56
3.3.2.6	Résultats chiffrés.....	57
3.3.2.7	Analyse de sensibilité.....	57
3.3.3	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	57
3.3.3.1	Echantillon des sociétés comparables retenu	57
3.3.3.2	Analyse des comparables boursiers	59
3.3.3.3	Multiples obtenus et choix des multiples	59
3.3.3.4	Application de la méthode	60
3.3.3.5	Résultats	60
3.4	Méthode d'évaluation retenue à titre secondaire : le cours de bourse	60
3.4.1	Analyse de la liquidité du cours de bourse	60
3.4.2	Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	62
3.5	Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.....	63
3.5.1	Analyse du Pacte d'Actionnaires.....	63
3.5.2	Analyse des actes de cession des fonds de commerce des sociétés U5 PPP et U6 PPP	64
4	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur.....	65
4.1	Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions	65
4.1.1	Méthodes d'évaluation écartées :.....	65
4.1.2	Méthodes d'évaluation retenues :	65
4.1.2.1	Référence à l'actif net comptable.....	65
4.1.2.2	Méthode des flux de trésorerie actualisés	66
4.1.2.3	Méthode des comparables boursiers	68
4.1.2.4	Référence au cours de bourse	69
5	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	69

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, a été désigné par le Conseil d'administration de la société Piscines Groupe GA le 21 avril 2016 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO).

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT
OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE PISCINES GROUPE GA INITIEE
PAR LA SOCIETE GA FINANCES**

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après « l'Offre ») portant sur les actions de la société Piscines Groupe GA (ci-après « Piscines Groupe GA » ou la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1-II du règlement général de l'AMF dans le cadre de la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de Piscines Groupe GA dans le cadre de l'Offre s'établit à 1,46€ par action.

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

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Piscines Groupe GA et les conseils de l'initiateur, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

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

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés et personnes concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice et des personnes agissant de concert

La société GA Finances¹, initiateur de la présente opération, est une société civile au capital de 6.517.434 euros, dont le siège social est situé Parc d'Activités - RN 8 - Quartier du Douard - 13420 Gémenos, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 490.475.258 R.C.S. Marseille.

La société GA Finances (ci-après l'« Initiateur ») agit dans le cadre de la présente opération de concert, au sens de l'article L.233-10 du Code de Commerce, avec M. Gérard Andréi, Mme Patricia Andréi, Mme Pascale Andréi, Mme Sandra Andréi, M. Florent Necco, M. Geoffrey Necco, M. Henri Achdjean, M. Jean-Claude Curcovich, M. Jean-Michel Faurel, M. Albert Fernandes, Mme Patricia Fernandes et la société civile immobilière Les Capriers² (ensemble les « Concertistes »).

A la date du présent rapport, les Concertistes détiennent ensemble 3.014.284 actions et 6.028.568 droits de vote de la Société, représentant 97,12% du capital et 98,53% des droits de vote de la Société.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société Piscines Groupe GA, est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 2.017.301 euros dont le siège social est situé Parc d'Activités - RN 8 - Quartier du Douard - 13420 Gémenos, immatriculée au registre du commerce et des sociétés, sous le numéro 377.847.637 R.C.S. Marseille, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché multilatéral de négociation organisé Alternext Paris sous le code ISIN FR0010357145.

1.1.2.1 Historique de Piscines Groupe GA

Suite à une expérience réussie dans le polyester et au succès des piscines monobloc de la société Provence Polyester dans les années 1970, Gérard Andrei crée en 1990 la société Groupe Gérard Andrei³ qui détient alors les sociétés U1 PPP (située dans les Bouches du Rhône) et U2 PPP (située en Côte d'Or) qui couvrent respectivement le sud et le nord de la France. Cette implantation permet au groupe d'approvisionner aussi certains pays limitrophes (Belgique, Suisse, Allemagne...).

Pendant les années 1990, le groupe se développe et procède à la création de plusieurs filiales dans le but d'augmenter sa couverture géographique et d'améliorer et agrandir son offre de produits et services : Union Piscines France en 1991 (spécialisée dans la fabrication de piscines et située dans le Gard), Société de Moulage Provençal en 1992 (spécialisée dans la fabrication de produits en béton, dalles et margelles et située dans les Bouches du Rhône) et SIP Gard en 1993 (spécialisée dans l'installation et commercialisation de piscines et située dans le Gard).

Le développement de Piscines Groupe GA se poursuit au début des années 2000, la société créant en 2002 l'entité U3PPP (située dans la Vienne) destinée à soulager les unités de fabrication du sud de la France et être plus présent sur l'ouest de la France, U4 PPP (située en Alsace) en 2004 afin de répondre à une demande croissante pour la création de piscines en polyester et pour des raisons logistiques, puis U5 PPP et U6 PPP (situées respectivement dans le Tarn et Garonne et en Mayenne), l'ouest de la France ne pouvant plus être couvert uniquement par l'unité U3 PPP.

¹ La société GA FINANCES est détenue par M. Gérard ANDREI à hauteur de 99,00% et par Mme Patricia ANDREI à hauteur de 1,00%.

² La société civile immobilière LES CAPRIERS est détenue à hauteur de 54,00% par Mme Pascale ANDREI, 38,00%, par Mme Patricia ANDREI, 4,00% par M. Florent NECCO et 4,00% par M. Geoffrey NECCO.

³ Dénommée Piscines Groupe GA depuis le 27 janvier 2006

Suite à son introduction en bourse sur Alternext Paris en juillet 2006, Piscines Groupe GA connaît un plus haut en termes d'activité en 2007 avec l'atteinte d'un chiffre d'affaires annuel consolidé de 40,5m€. Sur cette période, le groupe était composé d'une holding de tête et de 12 filiales dont une filiale au Maroc.

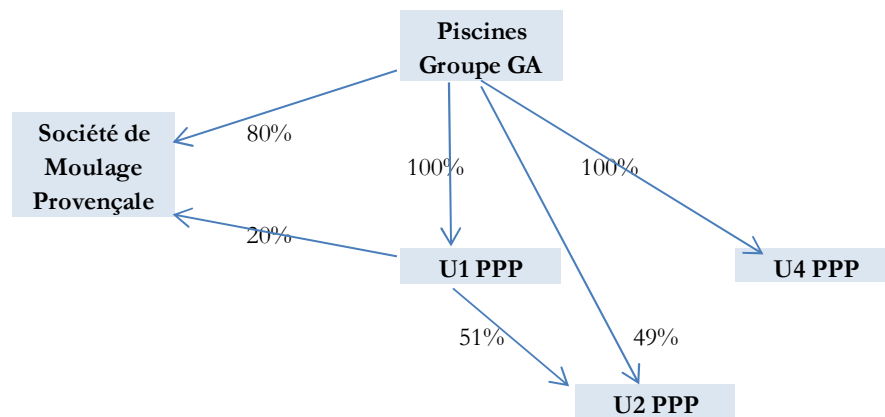
Depuis, la Société a connu une baisse continue de son chiffre d'affaires et de ses résultats dans un marché de la fabrication et du négoce de piscines concurrentiel et très sensible à la conjoncture économique. Cette baisse a affecté significativement les résultats du groupe. En effet, le groupe dégage un résultat d'exploitation négatif depuis 2010.

Piscines Groupe GA a dû procéder entre 2012 et 2014 à plusieurs restructurations et réorganisations importantes visant à réduire ses coûts de structure et ayant abouti à la liquidation de sa filiale marocaine (PGA M1), la cession de sa filiale spécialisée dans la vente de piscines aux particuliers (SIP Gard) et l'arrêt de l'activité de deux sociétés de fabrication et de négoce de piscines (U3 PPP et Union Piscines France).

Le 4 mai 2015, une assemblée générale extraordinaire est tenue, suite à la procédure d'alertes des commissaires aux comptes, donnant pouvoir au Conseil d'Administration pour poursuivre ses recherches en vue de la cession d'actifs du groupe. Le groupe poursuit alors les actions de restructuration entamées au cours des années précédentes. En janvier 2016, cela a abouti à la cession des fonds de commerce et crédit-bails immobiliers attachés aux sociétés de fabrication et de négoce de piscines U5PPP et U6PPP.

A ce jour, Piscines Groupe GA ne détient plus que 4 sociétés opérationnelles de fabrication et de négoce de piscines en matériaux composites (U1 PPP, U2 PPP et U4 PPP) ou de margelles et de dalles (Société de Moulage Provençal) et a réalisé sur l'exercice 2015 un chiffre d'affaires consolidé de 17,8m€, un résultat d'exploitation de -1,6m€ et un résultat net de -3,7m€.

L'organigramme des filiales en activité de Piscines Groupe GA, qui détient directement et indirectement 100% de ces filiales, est aujourd'hui le suivant :



Source : Rapport annuel 2015 Piscines Groupe GA

1.1.2.2 Activité du groupe Piscine Groupe GA

Piscines Groupe GA est spécialisé dans la fabrication et la commercialisation de coques de piscines en matériaux composites (coques polyester), et de produits en béton (dalles et margelles) à destination des professionnels et des particuliers.

Piscines Groupe GA présente l'offre de produits et services suivantes :

- Fabrication de la piscine à la commande,
- Personnalisation du modèle sur commande (customisation : couleur, plage, escalier, volet roulant, etc... ,
- Equipements complémentaires (couvertures, matériel de sécurité, etc...),
- Livraison et mise en place de fonds de fouilles,
- Fabrication et livraison du kit margelle et du dallage en fonction de la commande.

Les ventes de piscines représentent à elles seules plus de 70% du chiffre d'affaires du groupe.

Piscines Groupe GA, distribue ses produits à environ 120 revendeurs réguliers sous les marques suivantes : Piscines Provence Polyester (marque de référence et historique du groupe), Union Piscines (modèles aux formes adoucies et originales), POP Europe Piscines/POP (modèle de très grandes dimensions et personnalisables – avec modèles de plage), Astila Piscines (modèles aux formes innovantes), DX Piscines (modèles à fonds plat visant à faciliter leur installation), Olympe Piscines (modèles ayant une forme volontairement sobre), Vinyl Pool Protect (modèle avec une qualité de résine différente), Ligne Plaisance (modèle avec une rigidité spécifique et un ancrage à fond plat).

Son réseau de distribution couvre, depuis la cession des fonds de commerce U5 PPP et U6 PPP qui comportait une clause de non-concurrence sur une partie Ouest du territoire français, la partie Est de la France mais également la Belgique, l'Allemagne, l'Angleterre, la Suisse et l'Autriche.

Le distributeur professionnel propose à son client le modèle de piscine le plus adapté à son environnement, son désir et son budget. Il peut lui proposer l'installation complète (prête au bain), l'assistance sur certains postes (semi-kit) ou peut ne lui fournir que la piscine et ses accessoires (kit).

Les piscines fabriquées par la société permettent de répondre aux principales difficultés d'installation d'une piscine traditionnelle, soit la durée du chantier et la coordination des techniciens (particulièrement en cas d'intempéries). En effet, l'installation moyenne d'une piscine en matériaux composites nécessite deux jours de travail, contre cinq semaines en moyenne pour les autres types de piscines enterrés, et le professionnel installateur n'est pas tenu de posséder le matériel de pose (engins de chantiers notamment) et peut travailler en équipe réduite (2 à 3 personnes).

1.1.2.3 Performance financière historique 2012–2015

La société clôture ses comptes annuels chaque année au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des quatre derniers exercices se présente comme suit :

Compte de résultat consolidé Piscines Groupe								
En k€	31/12/2012	% du CA	31/12/2013	% du CA	31/12/2014	% du CA	31/12/2015	% du CA
Chiffre d'affaires	29 472	100,0%	23 091	100,0%	19 141	100,0%	17 840	100,0%
Taux de croissance du CA	nc		-21,7%		-17,1%		-6,8%	
Production stockée	-34	-0,1%	-291	-1,3%	19	0,1%	-174	-1,0%
Achats de marchandises & var. de stock	-4 379	-14,9%	-3 994	-17,3%	-3 437	-18,0%	-3 683	-20,6%
Achats mat. prem./aut. approv. & var. de stock	-7 530	-25,5%	-5 736	-24,8%	-4 751	-24,8%	-4 230	-23,7%
Marge brute	17 529		13 070		10 972		9 753	
Taux de marge brute	59,5%		56,6%		57,3%		54,7%	
Autres achats et charges externes	-8 324	-28,2%	-6 016	-26,1%	-4 770	-24,9%	-4 254	-23,8%
Impôts, Taxes et versements assimilés	-770	-2,6%	-673	-2,9%	-573	-3,0%	-443	-2,5%
Charges de Personnel	-9 728	-33,0%	-8 216	-35,6%	-6 465	-33,8%	-5 308	-29,8%
Autres charges et produits d'exploitation	504	1,7%	88	0,4%	-59	-0,3%	-62	-0,3%
EBITDA	-790		-1 748		-896		-314	
Taux de marge d'EBITDA	-2,7%		-7,6%		-4,7%		-1,8%	
Amortissements sur immobilisations	-1 711	-5,8%	-1 485	-6,4%	-1 250	-6,5%	-1 150	-6,4%
Dotations aux provisions nettes de reprises	-227	-0,8%	-21	-0,1%	-47	-0,2%	-86	-0,5%
EBIT	-2 729		-3 254		-2 193		-1 550	
Taux de marge d'EBIT	-9,3%		-14,1%		-11,5%		-8,7%	
Résultat Financier	-186	-0,6%	-298	-1,3%	-148	-0,8%	-102	-0,6%
Résultat Exceptionnel	-2 108	-7,2%	542	2,3%	-67	-0,4%	-2 225	-12,5%
Impôts sur les bénéfices	0	0,0%	-17	-0,1%	0	0,0%	0	0,0%
Impôts Différés (produit)	335	1,1%	219	0,9%	74	0,4%	178	1,0%
Bénéfice (+) ou Perte (-)	-4 688	-15,9%	-2 807	-12,2%	-2 334	-12,2%	-3 699	-20,7%

Source : Rapport annuel Piscines Groupe GA

Chiffre d'affaires :

Piscines Groupe GA, qui a connu un pic d'activité en 2007 avec un chiffre d'affaires consolidé de 40.538k€, a vu son activité baisser progressivement depuis. Le chiffre d'affaires qui s'élève à 29.472k€ en 2012 a diminué

pour atteindre 17.840k€ en 2015, soit un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires sur la période 2012 - 2015 qui s'élève à -15,4%.

En k€	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	TCAM* 2015/2012 %
Ventes de marchandises	10 547	7 458	5 174	4 371	-25,4%
Production vendue (B&S)	18 925	15 633	13 968	13 469	-10,7%
Chiffre d'affaires	29 472	23 091	19 141	17 840	-15,4%

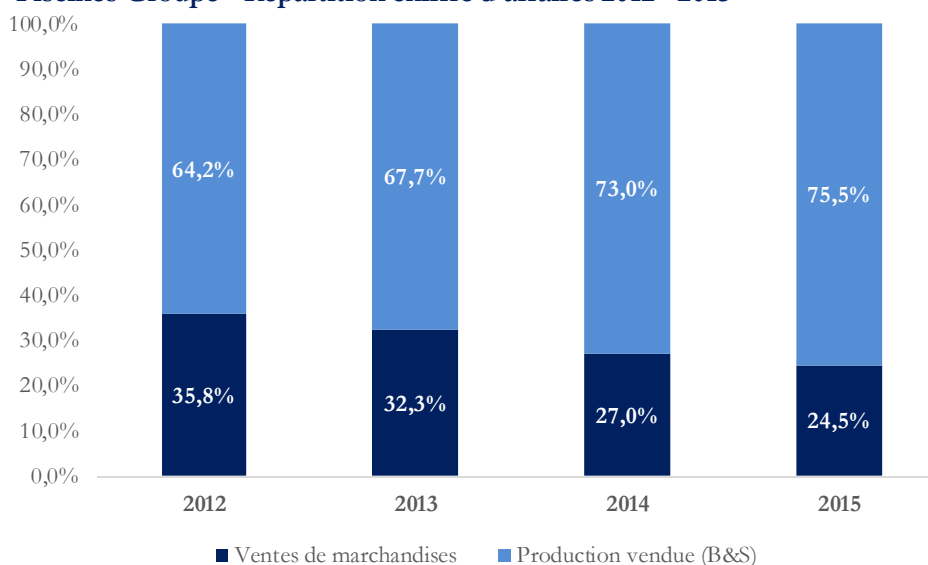
Source : Rapport annuel Piscines Groupe GA

**Taux de croissance annuel moyen*

Le chiffre d'affaires de Piscine Groupe GA est composé de la production vendue de piscines polyester et prestations de services afférentes (transport) ainsi que de la vente de marchandises correspondant au négoce de piscines et d'accessoires (pompes, système de sécurité, couverture, dalles, margelles, etc...).

L'analyse de la composition du chiffre d'affaires sur cette période fait apparaître la diminution progressive de la part des ventes d'accessoires sur la période au profit de la production vendue de piscines :

Piscines Groupe - Répartition chiffre d'affaires 2012 - 2015



Le chiffre d'affaires de Piscine Groupe GA qui connaît une saisonnalité importante avec une haute saison de mars à juillet, est quasi exclusivement réalisé en France.

La répartition du chiffre d'affaires de Piscines Groupe GA par société du groupe est la suivante :

En k€	31/12/2012	% du CA	31/12/2013	% du CA	31/12/2014	% du CA	31/12/2015	% du CA	TCAM* 2015/2012 %
Piscines Groupe GA	77	0,3%	21	0,1%	29	0,2%	2	0,0%	-70,4%
U1 PPP	4 814	16,3%	3 248	14,1%	2 994	15,6%	2 561	14,4%	-19,0%
U2 PPP	4 480	15,2%	5 654	24,5%	5 389	28,2%	5 495	30,8%	7,0%
U3 PPP	3 648	12,4%	507	2,2%	0	0,0%	0	0,0%	-100,0%
U4 PPP	5 157	17,5%	4 450	19,3%	4 319	22,6%	4 392	24,6%	-5,2%
U5 PPP	4 650	15,8%	4 414	19,1%	4 131	21,6%	3 595	20,2%	-8,2%
U6 PPP	1 930	6,5%	1 834	7,9%	1 865	9,7%	1 665	9,3%	-4,8%
Union Piscines France	3 460	11,7%	2 020	8,7%	275	1,4%	8	0,0%	-86,8%
PGA M1 (Maroc)	494	1,7%	347	1,5%	0	0,0%	0	0,0%	-100,0%
SMP	442	1,5%	298	1,3%	139	0,7%	122	0,7%	-34,9%
SIP	320	1,1%	298	1,3%	0	0,0%	0	0,0%	-100,0%
Chiffre d'affaires	29 472	100,0%	23 091	100,0%	19 141	100,0%	17 840	100,0%	-15,4%

Source : Rapport annuel Piscines Groupe GA

**Taux de croissance annuel moyen*

Les sociétés du groupe dont la contribution au chiffre d'affaires du groupe est la plus importante en 2015 sont les sociétés U2 PPP (30,8% du chiffre d'affaires) et U4 PPP (24,6%). U2 PPP est par ailleurs la seule société du groupe dont l'activité est en croissance sur la période (+7,0%).

Les sociétés U3 PPP, Union Piscines France, PGA M1 et SIP n'ont plus d'activité fin 2015. Piscines Groupe GA qui est la société holding du groupe connaît par ailleurs un ralentissement de son chiffre d'affaires.

Le chiffre d'affaires des sociétés U5 PPP et U6 PPP dont les fonds de commerce ont été cédés fin janvier 2016 s'élevait en 2015 respectivement à 3.595k€ et 1.665k€, soit une contribution au chiffre d'affaires de 20,2% et 9,3%.

Marge brute

Le taux de marge brute se dégrade sur la période passant de 59,5% en 2012 à 54,7% en 2015 en raison de la concurrence sur le marché qui a provoqué une tension sur les prix et a poussé la société à effectué des actions commerciales promotionnelles pour maintenir le niveau d'activité, le coût de revient des piscines restant relativement stable dans le même temps.

En k€	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Chiffre d'affaires	29 472	23 091	19 141	17 840
Taux de croissance du CA	nc	-21,7%	-17,1%	-6,8%
Production stockée	-34	-291	19	-174
Achats de marchandises & var. de stock	-4 379	-3 994	-3 437	-3 683
Achats mat. prem./aut. approv. & var. de stock	-7 530	-5 736	-4 751	-4 230
Marge brute	17 529	13 070	10 972	9 753
Taux de marge brute	59,5%	56,6%	57,3%	54,7%

EBITDA⁴

L'EBITDA de Piscine Groupe GA comprend principalement les charges de personnel et les autres achats et charges externes (loyers des locaux, assurance, personnel en intérim, entretien, honoraires, frais de déplacement et de transport notamment) et les impôts et taxes (qui inclut notamment la CVAE).

En k€	31/12/2012	% du CA	31/12/2013	% du CA	31/12/2014	% du CA	31/12/2015	% du CA
Chiffre d'affaires	29 472	100,0%	23 091	100,0%	19 141	100,0%	17 840	100,0%
Taux de croissance du CA	nc		-21,7%		-17,1%		-6,8%	
Marge brute	17 529		13 070		10 972		9 753	
Taux de marge brute	59,5%		56,6%		57,3%		54,7%	
Autres achats et charges externes	-8 324	-28,2%	-6 016	-26,1%	-4 770	-24,9%	-4 254	-23,8%
Impôts, Taxes et versements assimilés	-770	-2,6%	-673	-2,9%	-573	-3,0%	-443	-2,5%
Charges de Personnel	-9 728	-33,0%	-8 216	-35,6%	-6 465	-33,8%	-5 308	-29,8%
Autres charges et produits d'exploitation	504	1,7%	88	0,4%	-59	-0,3%	-62	-0,3%
EBITDA	-790		-1 748		-896		-314	
Taux de marge d'EBITDA	-2,7%		-7,6%		-4,7%		-1,8%	

L'EBITDA, qui était positif historiquement, est négatif chaque année depuis 2012.

Le taux de marge d'EBITDA qui s'élevait à -2,7% en 2012 a diminué en 2013 pour s'établir à -7,6% cette même année, cette baisse résultant d'une part, de la diminution du taux de marge brute (56,6% en 2013 contre 59,5% en 2012) et d'autre part, de la hausse des charges de personnel en proportion du chiffre d'affaires (35,6% en 2013 contre 33,0% en 2012), et ce malgré la baisse des autres achats et charges externes en valeur relative (26,1% du chiffre d'affaires en 2013 contre 28,2% en 2012).

⁴ Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization

Malgré un contexte économique défavorable et un marché concurrentiel ayant un effet négatif sur la marge brute, celle-ci passant de 56,6% en 2013 à 54,7% en 2015, les restructurations entreprises depuis 2012 ont permis à Piscines Groupe GA de réduire ses pertes opérationnelles, les charges de personnel diminuant sensiblement en proportion du chiffre d'affaires (29,8% en 2015 contre 35,6% en 2013) de même que les autres achats et charges externes (23,8% en 2015 contre 26,1% en 2013).

L'EBITDA s'établit ainsi à -314k€ en 2015 (-1,8% du chiffre d'affaires) contre -790k€ fin 2012 (-2,7% du chiffre d'affaires).

EBIT⁵

L'évolution de la marge d'EBIT historique de Piscine Groupe GA sur la période 2012-2015 est présentée ci-dessous :

En k€	31/12/2012	% du CA	31/12/2013	% du CA	31/12/2014	% du CA	31/12/2015	% du CA
Chiffre d'affaires	29 472	100,0%	23 091	100,0%	19 141	100,0%	17 840	100,0%
Taux de croissance du CA	nc		-21,7%		-17,1%		-6,8%	
Marge brute	17 529		13 070		10 972		9 753	
Taux de marge brute	59,5%		56,6%		57,3%		54,7%	
EBITDA	-790		-1 748		-896		-314	
Taux de marge d'EBITDA	-2,7%		-7,6%		-4,7%		-1,8%	
Amortissements sur immobilisations	-1 711	-5,8%	-1 485	-6,4%	-1 250	-6,5%	-1 150	-6,4%
Dotations aux provisions nettes de reprises	-227	-0,8%	-21	-0,1%	-47	-0,2%	-86	-0,5%
EBIT	-2 729		-3 254		-2 193		-1 550	
Taux de marge d'EBIT	-9,3%		-14,1%		-11,5%		-8,7%	

Le taux de marge d'EBIT moyen historique de Piscine Groupe GA observé sur la période 2012 à 2015 est fortement négatif et se trouve compris entre -8,7% (2015) et -14,1% (2013).

Son évolution sur la période est corrélée à celle du taux de marge d'EBITDA, les dotations aux amortissements restant stable en valeur relative et représentant entre 5,8% et 6,5% du chiffre d'affaires.

Résultat net

L'évolution du résultat net de Piscine Groupe GA sur la période 2012-2015 est présentée ci-dessous :

En k€	31/12/2012	% du CA	31/12/2013	% du CA	31/12/2014	% du CA	31/12/2015	% du CA
Chiffre d'affaires	29 472	100,0%	23 091	100,0%	19 141	100,0%	17 840	100,0%
Taux de croissance du CA	nc		-21,7%		-17,1%		-6,8%	
Marge brute	17 529		13 070		10 972		9 753	
Taux de marge brute	59,5%		56,6%		57,3%		54,7%	
EBITDA	-790		-1 748		-896		-314	
Taux de marge d'EBITDA	-2,7%		-7,6%		-4,7%		-1,8%	
EBIT	-2 729		-3 254		-2 193		-1 550	
Taux de marge d'EBIT	-9,3%		-14,1%		-11,5%		-8,7%	
Résultat Financier	-186	-0,6%	-298	-1,3%	-148	-0,8%	-102	-0,6%
Résultat Exceptionnel	-2 108	-7,2%	542	2,3%	-67	-0,4%	-2 225	-12,5%
Impôts sur les bénéfices	0	0,0%	-17	-0,1%	0	0,0%	0	0,0%
Impôts Différés (produit)	335	1,1%	219	0,9%	74	0,4%	178	1,0%
Bénéfice (+) ou Perte (-)	-4 688	-15,9%	-2 807	-12,2%	-2 334	-12,2%	-3 699	-20,7%

Source : Rapport annuel Piscines Groupe GA

Piscines Groupe GA connaît des pertes depuis 2012, la perte de 2015 s'élevant à -3.699k€.

L'évolution du résultat net découle de l'EBIT et d'éléments exceptionnels qui correspondent notamment à des dépréciations d'actifs pour perte de valeur, dans le cadre de la mise en valeur liquidative d'actifs ou de test de dépréciation, les frais financiers étant non significatifs eu égard à l'endettement financier moindre du groupe.

⁵ Earnings Before Interests and Taxes

1.1.2.4 Analyse du bilan économique

Piscines Groupe G.A - Comptes Consolidés				
En k€	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Immobilisations incorporelles	1 128	1 116	1 119	58
Immobilisations corporelles	10 670	9 235	7 988	5 953
Actif immobilisé (hors immo fin.)	11 798	10 351	9 107	6 011
Besoin en fonds de roulement (BFR)	3 679	4 074	4 309	2 479
Actif d'exploitation	15 477	14 425	13 416	8 490
Impôt différés nets	-712	-493	-419	-241
Immobilisations financières (dépôt de garantie)	326	309	280	209
Capitaux employés	15 091	14 241	13 277	8 458
Capitaux propres	13 939	11 093	8 698	4 522
Dette financière	5 603	3 839	2 818	574
Compte courant d'associés	36	1 043	1 882	3 296
Trésorerie	-4 934	-2 126	-562	-344
Dette financière nette	705	2 756	4 138	3 527
Provision pour risques à caractère décaissable	449	391	439	405
Dette nette ajustée	1 154	3 147	4 577	3 932
Capitaux investis	15 091	14 241	13 277	8 458

source: comptes consolidés - Piscines Groupe G.A

Au 31 décembre 2015, l'actif immobilisé s'élève à 6.011k€ et se trouve essentiellement composé d'immobilisations corporelles qui correspondent notamment aux bâtiments dont Piscines Groupe GA est propriétaire, aux moules permettant la fabrication des piscines et aux camions permettant le transport de ces dernières. L'actif immobilisé est en diminution depuis fin 2012 où il s'élevait à 11.798k€ en raison de l'arrêt de l'activité ou de la cession de certaines filiales du groupe (U3 PPP, PGA M1, Union Piscines France), du niveau réduit des investissements sur la période et également de l'impact de la dépréciation d'actifs du groupe fin 2015 suite entre autres à la mise en valeur liquidative des entités U5 PPP et U6 PPP.

L'impôt différé net au 31 décembre 2015 correspond à un passif d'impôt différé de 241k€ qui comprend notamment 176k€ d'impôt différé actif sur déficits reportables.

Les immobilisations financières s'élèvent fin 2015 à 209k€ et correspondent au dépôt de garantie versée par le groupe.

Les capitaux propres qui s'élevaient à 13.939k€ fin 2012 diminuent de manière significative sur la période et s'établissent à 4.522k€ fin 2015 suite aux pertes observés sur la période.

La dette financière nette de Piscine Groupe GA s'élève à 3.527k€ au 31 décembre 2015. Elle est principalement constituée d'avances en comptes courants (3.296k€) de Gérard Andréi et de GA Finances, ces avances en comptes courants s'étant substituées au cours de la période à l'endettement auprès des établissements de crédit qui représentait 5.603k€ fin 2012 et qui sont quasi nul fin 2015, la dette financière fin 2015 étant constituée de 572k€ de dette de crédit-bail qui correspond au crédit-bail immobilier d'U5 PPP et U6 PPP

Les provisions pour risques ayant un caractère décaissable⁶ s'élèvent à 405k€ fin 2015 et se compose principalement des indemnités de départ en retraite (207k€), des litiges clients (133k€) et des risques sociaux (51k€).

Le besoin en fonds de roulement, structurellement positif, est analysé ci-après.

⁶ La provision pour garantie étant considéré ici comme un élément de BFR

Piscines Groupe GA a vu ainsi au cours de la période ses capitaux employés et investis diminuer sensiblement au cours de la période passant de 15.091k€ fin 2012 à 8.458k€ fin 2015 suite à l'arrêt d'activité et la cession de filiales et aux pertes constatées chaque année sur la période.

Les différentes restructurations effectuées sur la période ainsi que les différents apports en compte-courant ont permis à la Société d'éviter la cessation de paiements et un dépôt de bilan en 2014 et en 2015.

1.1.2.5 Analyse du besoin en fonds de roulement

Besoin en fonds de roulement	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Actifs circulants				
Stock	6 025	5 567	5 479	4 037
<i>En jours de CA</i>	<i>75 jours</i>	<i>88 jours</i>	<i>104 jours</i>	<i>83 jours</i>
Clients et comptes rattachés	1 085	844	595	483
<i>En jours de CA</i>	<i>13 jours</i>	<i>13 jours</i>	<i>11 jours</i>	<i>10 jours</i>
Autres créances	786	923	887	854
<i>En jours de CA</i>	<i>10 jours</i>	<i>15 jours</i>	<i>17 jours</i>	<i>17 jours</i>
Avances et comptes versés sur commandes	53	28	25	24
Charges constatés d'avance	449	355	306	308
Passifs circulants				
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-2 046	-1 368	-1 137	-1 443
<i>En jours de CA</i>	<i>-25 jours</i>	<i>-22 jours</i>	<i>-22 jours</i>	<i>-30 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-2 091	-1 774	-1 418	-1 383
<i>En jours de CA</i>	<i>-26 jours</i>	<i>-28 jours</i>	<i>-27 jours</i>	<i>-28 jours</i>
Avances et comptes reçus sur commandes	-164	-100	-51	-121
Provisions pour garantie	-217	-315	-264	-224
<i>En jours de CA</i>	<i>-3 jours</i>	<i>-5 jours</i>	<i>-5 jours</i>	<i>-5 jours</i>
Autres passifs à court terme	-198	-79	-106	-49
Produits constatés d'avance	-3	-7	-7	-7
BFR	3 679	4 074	4 309	2 479
Chiffre d'affaires HT	29 472	23 091	19 141	17 840
<i>BFR en jours de chiffre d'affaires HT</i>	<i>46j</i>	<i>64j</i>	<i>82j</i>	<i>51j</i>
BFR en % du chiffre d'affaires HT	12,5%	17,6%	22,5%	13,9%

Le BFR de Piscines Groupe GA varie sensiblement au cours de l'année eu égard à la saisonnalité importante de l'activité. Le niveau de BFR à fin décembre est usuellement plus important que celui observé à fin juin mais reste inférieur à celui observé fin mars, période à laquelle la société dispose d'un niveau de stock important.

La hausse du BFR entre le 31 décembre 2012 et le 31 décembre 2014 s'explique principalement par la hausse du stock relativement au chiffre d'affaires d'une part, celui-ci passant de 75 jours à 104 jours de chiffre d'affaires, et par la diminution des cours fournisseurs sur cette période, passant de 25 jours à 22 jours de chiffre d'affaires. Le BFR fin 2014 représente alors 82 jours de chiffre d'affaires (22,5%).

Le BFR au 31 décembre 2015 représente 51 jours de chiffre d'affaires. La diminution du niveau de BFR sur l'exercice s'explique notamment par la diminution de la valeur nette des stocks au 31 décembre 2015 en raison de la dépréciation constatée sur l'exercice (environ 1m€) sur les entités U5 PPP, U6 PPP et U1 PPP ainsi que par la hausse des en-cours fournisseurs en proportion du chiffres d'affaires (30 jours contre 22 jours fin 2014).

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement de créances clients, d'autres créances (créances de TVA et CICE notamment), et de dettes fiscales et sociales.

Le niveau de BFR observé sur les quatre périodes analysées varie d'une année sur l'autre eu égard à la baisse du chiffre d'affaires et aux modifications de périmètre du groupe suite aux restructurations (arrêt d'activité ou cession de filiales).

Le BFR observé à fin mars 2016 n'inclut par ailleurs plus les activités des sociétés U5 PPP et U6 PPP. Il reste donc à un niveau (en proportion du chiffre d'affaires) plus proche des BFR observés fin 2013 et fin 2014, dates auxquelles les actifs d'U5 PPP et d'U6 PPP n'étaient pas en valeur liquidative.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Un pacte d'actionnaires réunissant GA Finances ainsi que les autres Concertistes a été conclu le 25 juillet 2016. A la date du présent rapport, les Concertistes détiennent ensemble 3.014.284 actions et 6.028.568 droits de vote de la Société, représentant 97,12% du capital et 98,53% des droits de vote de la Société.

Les actionnaires minoritaires de Piscines Groupe GA disposant de moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur agissant de concert avec les autres Concertistes souhaite acquérir ce solde de capital en initiant l'Offre et le Retrait Obligatoire.

La mise en œuvre de l'Offre et du Retrait Obligatoire s'inscrit dans un contexte de baisse continue de l'activité de la Société depuis de nombreux exercices accompagnée de différents plans de restructurations et réorganisations visant à réduire les pertes de la Société. La réalisation du retrait de la cote permettra notamment à la Société de réduire ses coûts de fonctionnement en se libérant des coûts de cotation sur le marché Alternext Paris.

Cette Offre assurera pour les actionnaires minoritaires de la Société une liquidité immédiate alors que les échanges sur le titre sont très limités.

L'Initiateur entend poursuivre, au cours des douze prochains mois, la stratégie, la politique industrielle, commerciale et financière conduite par le management de la Société notamment en matière de réduction des coûts de structure ce qui conduira prioritairement à l'arrêt de l'activité de la Société Moulage Provençal au regard des pertes historiques de cette dernière.

Hormis l'économie des coûts de cotation qui serait liée à la radiation des actions de la Société du système multilatéral de négociation organisé Alternext Paris à l'issue du Retrait Obligatoire, l'Initiateur et la Société n'anticipe aucune synergie de coûts ni de revenus.

L'Initiateur n'a pas l'intention de procéder à une fusion avec Piscines Groupe GA.

1.2.2 Termes de l'Offre

A la date de dépôt du présent rapport, les Concertistes (incluant l'Initiateur) détiennent 3.014.284 actions Piscines Groupe GA représentant 6.028.568 droits de vote, soit 97,12% du capital et 98,53% des droits de vote de la Société sur la base d'un capital de Piscines Groupe GA composé de 3.103.540 actions représentant 6.118.780 droits de vote théoriques. La répartition entre les différents actionnaires est la suivante :

Actionnaires	Nb d'actions détenues ¹	% de détention	Nb de voix AGO ²	% de droits de vote AGO	Nb de voix AGE ²	% de droits de vote AGE
GA Finances	95.371 PP	3,07%	190 742	3,12%	190 742	3,12%
M. ou Mme Gérard Andrei	1.896.309 PP 163.076 US	61,10%	4 118 770	67,31%	3 792 618	61,98%
Gérard Andrei	125.882 PP	4,06%	251 764	4,11%	251 764	4,11%
Patricia Andrei	69.347 PP 163.074 US	2,23%	464 842	7,60%	138 694	2,27%
Pascale Andrei	145.985 PP 155.805 NP	9,72%	291 970	4,77%	603 580	9,86%
Sandra Andrei	147.591 PP 155.805 NP	9,78%	295 182	4,82%	606 792	9,92%
Florent Necco	47.155 PP 7.270 NP	1,75%	94 310	1,54%	108 850	1,78%
Geoffrey Necco	47.155 PP 7.270 NP	1,75%	94 310	1,54%	108 850	1,78%
Henri Achdjean	600 PP	0,02%	1 200	0,02%	1 200	0,02%
Jean-Claude Curcovich	81.880 PP	2,64%	163 760	2,68%	163 760	2,68%
Jean-Michel Faurel	12.170 PP	0,39%	24 340	0,40%	24 340	0,40%
Albert Fernandes	15.937 PP	0,51%	31 874	0,52%	31 874	0,52%
SCI Les Capriers	2.752 PP	0,09%	5 504	0,09%	5 504	0,09%
Sous-total Concertistes	3 014 284	97,12%	6 028 568	98,53%	6 028 568	98,53%
Public	89 256	2,88%	90 212	1,47%	90 212	1,47%
Total	3 103 540	100%	6 118 780	100%	6 118 780	100%

Source : Note d'opération

¹ PP correspond aux actions détenues en pleine propriété / NP correspond aux actions détenues en nue-propriété / US correspond aux actions détenues en usufruit

² Droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Piscines Groupe GA à acquérir, au prix de 1,46€ par action, les actions qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre.

Les actions Piscines Groupe GA qui n'auront pas été présentées à l'Offre, seront transférées à l'Initiateur dans le cadre de la procédure du Retrait Obligatoire moyennant une indemnisation de 1,46€ par action, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire est, pour sa part, nette de tout frais.

L'Offre porte sur la totalité des actions Piscine Groupe GA en circulation non détenues par les Concertistes, soit 89.256 actions représentant 2,88% du capital et 1,47% des droits de vote.

2 Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil⁷, membre du réseau Crowe Horwath International

2.1.1 Présentation générale

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 34 500 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe Horwath France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Horwath International.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe Horwath France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

⁷ Nouvelle raison sociale depuis fin 2013 de la société Horwath Audit France

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

HAF Audit & Conseil a été à l'initiative de la fondation de Crowe Horwath France en 2007.

2.1.2 Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertise indépendante et dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » d'HAF Audit & Conseil.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2015.

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

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim et Yohan Bonnet, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet HAF Audit & Conseil.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet HAF Audit & Conseil.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois

Quatre missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet HAF Audit & Conseil a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Echange Simplifiée initiée par la société Marie Brizard Wine and Spirit visant l'ensemble de ses bons de souscription d'actions en circulation (Décembre 2015, Etablissement présentateur : Rothschild & Cie) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Foncière Des Murs initiée par la société Foncière Des Régions (Mars 2015, Etablissement présentateur : BNP Paribas Corporate & Institutional Banking) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société Banque de la Réunion initiée par BPCE International & Outre-Mer (Mars 2015, Etablissement présentateur : Natixis) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions et les bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables de la société groupe Proméo initiée par

les sociétés Batipart Invest et Financiere OG (Août 2014, Etablissement présentateur : Oddo Corporate Finance).

2.3 Déclaration d'indépendance

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

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code du commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Piscines Groupe GA au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

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

Le cabinet HAF Audit & Conseil est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs vice-président de cette association.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par HAF Audit & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 22.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise

2.6.1 Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction financière de Piscines Groupe GA et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan de Piscines Groupe GA ;

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

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

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence à l'actif net comptable (méthode retenue à titre principal)

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Piscines Groupe GA ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Piscines Groupe GA ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Piscines Groupe GA par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

- analyse des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Piscines Groupe GA.

Méthode des dividendes (méthode écartée)

IV Analyse des accords connexes à l'Offre

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

VI Rédaction du rapport d'évaluation

VII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VIII Revue indépendante

IX Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de Piscine Groupes GA

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le conseil d'administration de Piscines Groupe GA a désigné HAF Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant le 21 avril 2016.

Notre mission s'est déroulée du 21 avril au 26 juillet 2016. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 21 au 27 avril 2016 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société Piscines Groupe GA et ses conseils.

- du 28 avril au 12 mai 2016 : Préparation de l'évaluation. Réunion avec la direction générale et financière de Piscines Groupe GA.
- du 13 mai au 31 mai 2016 : analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation.
Réunions avec la direction générale et financière de Piscines Groupe GA et l'établissement présentateur.
- du 1^{er} juin au 26 juillet 2016 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'administration de Piscines Groupe GA.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Piscines Groupe GA (Société objet de l'Offre)

- M. Gérard Andréi, Président du Conseil d'Administration et Directeur Général
- M. Jean-Michel Faurel, Directeur Administratif et Financier

SwissLife Banque Privée (Etablissement présentateur)

- M. Jean-Michel Cabriot, Responsable des Marchés de Capitaux
- M. Nicolas Fournio, Directeur – Marchés de Capitaux
- M. Laurent Tiliacos, Directeur - Marchés de Capitaux

FTPA (Avocats)

- Me. Alexandre Omaggio, Avocat Associé
- Me. Aurore Lacroix, Avocat

2.6.4 Informations utilisées

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

- les informations publiques sur la société Piscines Groupe GA, notamment sur son site internet,
- les états financiers historiques et notamment les rapports annuels au 31 décembre 2015, 2014, 2013 et 2012,
- les informations fournies par la société et notamment la situation de trésorerie nette de Piscines Groupe au 31 mars 2016 ainsi que le business plan 2016-2018 de la société établi par la direction générale de Piscines Groupe GA,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Six financial information*, *Euronext*, *Epsilon*, et *Factset* : cours boursiers historiques de la société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et l'analyse de transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Piscines Groupe,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur.

- le pacte d'actionnaires réunissant GA Finances et les Concertistes conclu en date du 25 juillet 2016 ;
- l'acte de cession de fonds de commerce conclu le 29 janvier 2016 entre U5 PPP (le cédant) et LEA Composites Sud-Ouest (le cessionnaire) ;
- l'acte de cession de fonds de commerce conclu le 29 janvier 2016 entre U6 PPP (le cédant) et LEA Composites Atlantique (le cessionnaire).

3 Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur le marché multilatéral de négociation organisé Alternext Paris, la société n'est pas tenue d'appliquer le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés.

Les comptes consolidés de Piscines Groupe sont donc réalisés conformément au référentiel comptable en vigueur en France, incluant notamment les dispositions du règlement CRC 99-02 du Comité de la Réglementation Comptable et ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 3.103.540 actions.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Piscines Groupe correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation, la société n'ayant ni titres en auto-détention ni d'autres titres donnant accès au capital tel que des options d'achat, souscriptions d'actions et actions gratuites.

Le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève ainsi à 3.103.540 actions.

3.1.3 Trésorerie nette ajustée

La trésorerie nette consolidée de Piscine Groupe GA, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la situation de dette financière nette de Piscine Groupe GA au 31 mars 2016 ajustée d'éléments encaissables et décaissables.

La dette financière nette s'élève à 1.391k€ au 31 mars 2016 et comprend principalement les comptes courants d'associés créditeurs ainsi que la position de trésorerie qui s'élevaient respectivement à 2.721k€ et 1.345k€ à cette même date.

Ajustée du solde du prix de cession des fonds de commerce de U5 PPP et U6 PPP à encaisser, soit 1.348k€⁸, la dette financière nette s'élève à 43k€.

Nous avons considéré les provisions pour indemnités de départ en retraite, pour litiges clients, pour risques sociaux et pour restructuration comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la

⁸ 3.194k€ (prix global) - 866k€ (acompte versé en février 2016 pour U5 PPP) - 832k€ (acompte versé en février 2016 pour U6 PPP) - 129k€ (solde des congés payés des salariés repris à la date de la cession) - 19k€ (acomptes perçues au titre des bons de commande)

trésorerie nette. A la dernière date connue, ces engagements s'élevaient respectivement à 207k€, 133k€, 51k€ et 14k€.

Nous avons également intégré à la trésorerie nette les indemnités dues à d'anciens salariés d'UPF (conformément au verdict de la Cour d'Appel de Nîmes)⁹ ainsi que l'actif correspondant aux économies d'impôts liées aux déficits reportables existants au 31 décembre 2015. Les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels au regard de la réglementation fiscale. La valeur, soit 1.263k€ correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital.

La trésorerie nette n'a pas été retraitée des intérêts minoritaires, ni des instruments dilutifs ceux-ci étant inexistant au sein du groupe Piscine Groupe GA.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une trésorerie nette « ajustée » estimée au 31 mars 2016 à 703k€ et détaillée comme suit :

En k€	
Comptes courants d'associés	2 721
Emprunts et dettes financières	15
Trésorerie	-1 345
Dettes financières nettes	1 391
Solde du prix de cession de U5 PPP et U6 PPP à encaisser	-1 348
Dettes financières nettes ajustées	43
Provisions pour indemnités de départ en retraite	207
Provisions pour litiges clients	133
Provisions pour risques sociaux	51
Provisions pour restructuration	14
Indemnités dues à d'anciens salariés d'UPF	112
Actifs hors exploitation (IDA sur déficit reportable)	-1 263
Dettes nettes (+)/Trésorerie nette (-) ajustée	-703

Source : Situation de trésorerie au 31 mars 2016, rapport Annuel 2015 Piscines Groupe GA et management société

3.1.4 Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management de Piscine Groupe GA sur une durée de 3 ans (exercices clos du 31 décembre 2016 au 31 décembre 2018).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel pour 2016 (hors U5 PPP et U6 PPP dont le fonds de commerce a été cédé fin janvier 2016) et du périmètre actuel hors SMP¹⁰ à compter de 2017,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires),
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

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

Les hypothèses en matière d'investissements et d'amortissements et de variation du besoin en fonds de roulement ont été construites sur la base des informations transmises par la direction financière de Piscine Groupe GA.

⁹ Montant non provisionné dans les comptes de Piscines Groupe GA au 31 décembre 2015

¹⁰ L'activité de Société de Moulage Provençal devant être arrêtée courant 2016

Les prévisions du management se limitant à l'horizon 2018, nous avons, après différents échanges avec le management de Piscines Groupe GA, extrapolé les prévisions de business plan jusqu'en 2020.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers, ou de sociétés holding ayant des activités diverses dans des filiales opérant indépendamment les unes des autres et pouvant se valoriser par la somme des parties.

Piscines Groupe GA est une société holding qui détient des filiales intervenant dans le même secteur d'activité et qui fonctionnent de façon intégré, générant un nombre important de flux intercos entre elles.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Au cours des 5 derniers exercices, aucun dividende n'a été distribué par la société.

Cette méthode nous semble redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

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

3.2.3 Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Piscine Groupe GA la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions les plus comparables.

Nous avons identifié quatre transactions intervenues récemment (3 dernières années) dans le secteur dans lequel opère Piscine Groupe GA, soit la fabrication et commercialisation de piscines. Les transactions identifiées sont les suivantes :

- Un groupe privé mené par Jamie Smith a annoncé en mars 2016 l'acquisition via un management buy-out de 80% du capital de la société London Swimming Pool Company Ltd, société britannique qui conçoit et fabrique des piscines en fournissant également des services de maintenance et rénovation.
- Un groupe privé mené par Midi Capital, Grand Sud-Ouest Capital, Multicroissance and HiPi a annoncé en décembre 2015 l'acquisition de l'intégralité du capital de la société Everblue SARL, société française spécialisée dans la fabrication de piscines.
- Le groupe Fija a annoncé en septembre 2014 l'acquisition de l'intégralité du capital de la société Le Matériel Piscines (LMP Pool Parts), société belge spécialisée dans la commercialisation de piscines et accessoires afférents.
- Un groupe privé mené par le management d'Irrijardin SASU a annoncé en octobre 2013 l'acquisition via un management buy-out de l'intégralité du capital de la société Irrijardin SASU, société belge spécialisée dans la commercialisation de piscines et accessoires afférents.

Cette méthode n'a toutefois pas été retenue en raison du manque d'informations disponibles concernant les conditions financières de ces transactions et les agrégats de la société cible, ces éléments permettant la détermination de multiples nécessaires pour valoriser Piscines Groupe GA par cette méthode.

3.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode de l'actif net comptable,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

3.3.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

La référence à l'actif net comptable n'est usuellement pas retenue pour valoriser les sociétés en continuité d'exploitation car elle ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Piscine Groupe GA.

Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société et n'a en principe de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation de la société qui n'est pas envisagée à ce stade.

Néanmoins, dans le contexte d'une offre publique suivie d'un retrait obligatoire des actionnaires minoritaires initié par les actionnaires historiques, la valeur de l'actif net comptable ne peut pas être occultée.

Par ailleurs, l'actif net comptable au 31 décembre 2015 intègre la mise en valeur liquidative des actifs des fonds de commerce des sociétés U5 PPP et U6 PPP cédés fin janvier 2016 et la dépréciation d'autres actifs du groupe dans le cadre de test de dépréciation dans l'optique de ramener les actifs à leur « juste valeur ».

Dès lors, la valeur de l'actif net comptable semble être aujourd'hui une valeur auquel il peut être fait référence pour valoriser l'action Piscines Groupe GA.

Nous retiendrons ainsi la référence à l'actif net comptable pour apprécier la valeur des titres Piscines Groupe GA.

L'actif net comptable au 31 décembre 2015 s'élève à 4.522k€, soit une valeur de 1,46€ par action. Le prix d'Offre proposé n'offre ni prime ni décote sur cette valeur.

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

3.3.2.1 Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés d'après le business plan construit par le management de Piscines Groupe GA et extrapolé suite à nos échanges avec la direction de la société.

3.3.2.2 Analyse du business plan de Piscine Groupe GA

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires résulte de données établies par la direction financière de la société Piscine Groupe GA.

Le chiffre d'affaires 2016 de Piscines Groupe GA intègre en plus de l'activité des sociétés U1 PPP, U2 PPP, U4PPP et SMP, un mois d'activité des sociétés U5 PPP et U6 PPP dont les fonds de commerce ont été cédés fin janvier 2016.

A compter de 2017, le chiffre d'affaires de Piscines Groupe GA inclut uniquement l'activité des sociétés U1 PPP, U2 PPP et U4PPP, l'activité de la société SMP devant être arrêtée fin 2016.

Piscine Groupe GA prévoit une baisse de son chiffre d'affaires sur l'exercice 2016 d'environ 14% en lien notamment avec la cession des fonds de commerce d'U5 PPP et d'U6 PPP, le chiffre d'affaires à périmètre constant devant quant à lui connaître une hausse de 22% tirée par des volumes en hausse.

Sur la période 2017-2018, la société prévoit une hausse de son chiffre d'affaires de l'ordre de 3,5% par an, en raison de volumes en hausse.

Les prévisions de chiffre d'affaires sont basées sur l'absence d'investissements dans des nouvelles capacités de productions additionnelles à celles déjà existantes permettant un accroissement significatif des volumes une fois la capacité maximale de production atteinte (environ 2.200 piscines par an).

Piscines Groupe GA étant sur un marché arrivé à quasi-saturation, l'activité est considérée comme étant à maturité en 2018. Les prévisions de croissance sur les années 2019 et 2020 ont été réalisées suite à nos discussions avec le management et intègrent des croissances de l'ordre de 3,3%.

L'évolution du chiffre d'affaires sur l'horizon retenu semble cohérente avec la situation actuelle du groupe. En effet, Piscine Groupe GA a pour objectif de tendre vers un niveau d'activité utilisant l'intégralité des capacités de production mais n'a pas à ce stade d'éléments suffisamment tangibles lui permettant de considérer une augmentation significative du panier moyen.

Analyse de la marge brute

Le taux de marge brute oscille entre 56,5% et 57,0% sur la durée du plan d'affaires soit un niveau proche du taux de marge brute observé sur les années 2013 et 2014, et supérieur au taux de marge brute observé en 2015, qui a atteint 54,7% et qui est représentatif d'un point bas.

Les prévisions de taux de marge brute restent ainsi inférieurs à 60%, taux de marge qui était atteint a minima avant 2010, en raison des promotions commerciales nécessaires pour maintenir l'activité.

Par ailleurs, la vente d'accessoires supplémentaires (pompes, dalles, margelles, couverture, etc..) qui devrait être de plus en plus importante notamment pour les sociétés U2 PPP et U4 PPP, tire le taux de marge brute vers le bas.

Le taux de marge brute sur la période d'extrapolation (2019-2020) devrait s'élever environ à 57,0% et suivre la même tendance que observée sur la durée du plan d'affaires.

Analyse de la marge d'EBITDA

Le taux de marge d'EBITDA sur 2016 devrait redevenir positif suite à l'arrêt des activités d'U5 PPP et U6 PPP et atteindre environ 2,5%.

Cette évolution est marquée par une amélioration du taux de marge brute entre 2015 et 2016 et par une réduction significative des charges de personnel suite à la cession des fonds de commerce U5 PPP et U6 PPP.

Le taux de marge d'EBITDA devrait continuer de croître en 2017 et s'établir à environ 4,8%, les charges de personnel en proportion du chiffre d'affaires devant de nouveau diminuer profitant notamment de l'arrêt de la société SMP fin 2016.

A compter de 2018, le taux de marge d'EBITDA devrait encore progresser tiré par un taux de marge brute en légère hausse, les autres éléments restants stables relativement au chiffre d'affaires. Il devrait s'élever alors à 5,5%.

Selon nos hypothèses, le taux de marge d'EBITDA devrait progresser pour atteindre 7,6% en 2020. Celles-ci sont volontaristes et maximise la valeur extériorisée. Elles reposent sur une croissance du chiffre d'affaires et une stagnation des frais de structure.

Analyse de la marge d'EBIT

Le taux de marge d'EBIT devrait suivre la même tendance que le taux de marge d'EBITDA.

Piscines Groupe devrait voir son taux de marge d'EBIT rester négatif en 2016 à (-2,4% du chiffre d'affaires) et progresser par rapport à 2015 (-8,7% du chiffre d'affaires), cette hausse s'expliquant par la croissance du taux de marge d'EBITDA et la diminution des amortissements, l'intensité capitalistique des entités dont les fonds de commerce ont été cédés (notamment U5 PPP qui était historiquement le sous-traitant le plus important du groupe pour les autres entités) étant supérieur à celle des filiales restant en activité.

A compter de 2017 et sur la suite du plan d'affaires et de la période extrapolée, le taux de marge d'EBIT découle du taux de marge d'EBITDA, les amortissements restant stables relativement au chiffre d'affaires. Il devrait s'élever à environ 3,2% à l'horizon 2020.

Impôt normatif

Un impôt normatif de 33,33% a été appliqué sur l'EBIT prévisionnel. Le calcul de l'impôt normatif ne prend pas en compte les créances d'impôt résultant des déficits reportables, ces créances d'impôt étant déjà prises en compte dans le calcul de la trésorerie nette ajustée.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus dans le plan d'affaires correspondent à des investissements de remplacement et concernent le renouvellement de moules servant à la fabrication des piscines et le remplacement d'une partie de la flotte de camions permettant le transport des piscines.

Le niveau d'investissement devrait connaître une progression constante sur la durée du plan d'affaires pour représenter environ 3,3% du chiffre d'affaires 2018, niveau proche des amortissements à cette même date.

Un niveau d'investissement similaire a été retenu sur la période extrapolée (2019-2020), la société prévoyant des investissements de renouvellement sur cette période (renouvellement de camions de livraison, fabrication de nouveaux moules et remise en état des bâtiments).

Analyse de la rentabilité des capitaux employés

Selon nos calculs, la rentabilité des capitaux employés atteint un taux proche de 1,4% à l'horizon du business plan (2018) et 4,2% à l'horizon de la période extrapolée (niveau jamais atteint par ailleurs historiquement) contre -12,0% en 2015.

Cette hausse résulte d'une part de la hausse du taux de marge opérationnel et d'autre part d'une meilleure rotation de l'actif économique sur la durée du plan d'affaires (ratio entre le chiffre d'affaires et l'actif économique).

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

Analyse du Besoin en fonds de roulement

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

Nous avons calculé un BFR estimé au 31 mars 2016.

Sur la base des discussions que nous avons eues avec Piscine Groupe GA et des analyses effectuées, le BFR représenterait environ 77 jours de chiffre d'affaires soit environ 21% du chiffre d'affaires. Il se situe à un niveau compris entre celui observé au 31/12/2013 (64 jours) et au 31/12/2014 (82 jours).

Il reste par ailleurs supérieur au niveau de BFR au 31/12/2015 qui ne peut être considéré comme normatif eu égard aux dépréciations constatés sur les actifs du groupe.

Les hypothèses retenues concernant la période du plan d'affaires (2016-2018) reposent sur les données communiquées par le management de Piscines Groupe GA.

Le BFR estimé sur la durée du plan d'affaires oscille ainsi entre 77 jours et 79 jours de chiffres d'affaires entre fin 2016 et fin 2017. Son augmentation par rapport à fin 2015 s'explique essentiellement par le raccourcissement des délais fournisseurs suite à l'arrêt des assurances-crédits SFAC/COFACE.

Le BFR devrait s'établir à 73 jours de chiffre d'affaires à fin 2018, les délais fournisseurs devant se rallonger après que la société ait pu démontrer un retournement, ce niveau de BFR ayant été maintenu sur la période extrapolée (2019-2020).

Conclusion

Les hypothèses du business plan (2016-2018), au vu notamment de la situation de la société en phase de restructuration, peuvent être considérées comme cohérentes et vraisemblables.

Les hypothèses retenues sur la période extrapolée (2019-2020), au vu de la rentabilité des capitaux employés atteinte en 2020, peuvent être considérées comme volontaristes.

3.3.2.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan du groupe sur la période 2016-2018 et de l'extrapolation effectuée par nous-même sur la période 2019-2020, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

$$\begin{aligned} & \text{EBIT} \\ & - \text{Impôt normatif} \\ & + \text{Amortissements} \\ & - \text{Investissements} \\ & - \text{Variation du BFR} \\ & = \text{Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows} \end{aligned}$$

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} avril 2016.

3.3.2.4 Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		
Taux sans risque	(1)	0,26%
Prime de risque du marché	(2)	7,9%
Bêta désendetté	(3)	0,75
Prime de risque spécifique	(4)	4,3%
Coût des fonds propres	(5)	10,5%
D/(D+E)	(6)	0%
E/(D+E)	(6)	100%
Coût moyen pondéré du capital		10,5%
(1) OAT 10 ans - moyenne 1 mois au 14 juillet 2016		
(2) Prime de risque marché actions France (SBF 120) : Valphi (juin 2016)		
(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables au 18/07/2016		
(4) Ibbotson 2013		
(5) Formule du MEDAF		
(6) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$		

Il a été retenu un taux d'actualisation de 10,5%, pour actualiser les flux de trésorerie futurs sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur le rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans sur la base d'une moyenne 1 mois au 14 juillet 2016, soit 0,26% ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existant entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,75 retenu a été calculé d'après la moyenne des bêtas 5 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un degré de corrélation (R^2) inférieur à 15% ont été exclus. L'échantillon final est composé des sociétés Trigano, Pool Corporation, Beneteau et Catana. Il est composé d'un échantillon différent de celui retenu dans la méthode des comparables boursiers en raison de R^2 parfois faibles observés dans l'échantillon de comparables boursiers ;
- une prime de risque de marché de 7,9% calculée par Valphi en juin 2016 sur le SBF 120¹¹ ;
- La prime de taille retenue (4,3%) est basée sur une étude internationale de la société Ibbotson qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations boursières.

En l'absence d'endettement, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) correspond dans le cas présent au coût des fonds propres.

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact que pourraient avoir les crises financières successives sur la prime de risque et le coût du capital :

Calcul du CMPC			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	0,26%	(1)	2,80%
Prime de risque du marché	7,9%	(2)	5,9%
Bêta désendetté	0,75	(3)	0,75
Prime de risque spécifique	4,3%	(4)	4,3%
Coût des fonds propres	10,5%	(5)	11,8%
D/(D+E)	0%	(6)	0%
E/(D+E)	100%	(6)	100%
Coût moyen pondéré du capital	10,5%		11,8%
(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans			
(2) Prime de risque historique			
(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables au 18/07/2016			
(4) Ibbotson 2013			
(5) Formule du MEDAF			
(6) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$			

¹¹ Indice boursier déterminé à partir des cours de 40 actions du CAC 40 et de 80 valeurs des premier et second marchés les plus liquides cotés à Paris parmi les 200 premières capitalisations boursières françaises

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans de l'OOT 10 ans (2,80%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

Etudes	Taux	Période
Etude Ibbotson - moyenne arithmétique	6,7%	1970 - 2006
Etude Dimson-Marsch-Staunton - moyenne arithmétique	4,0%	1905 - 2005
Etude Dimson-Marsch-Staunton - moyenne géométrique	6,0%	1905 - 2005
Moyenne étude Dimson-Marsch-Staunton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

- Le bêta retenu est de 0,75 et correspond à la médiane de l'échantillon observé sur 5 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longues périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données),

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (11,8%) est légèrement supérieur à celui calculé sur une durée plus courte (10,5%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 10,5% résultant de l'approche « court terme » qui reste légèrement inférieur à celui extériorisé dans l'approche « long terme » (11,8%). Cette hypothèse maximise donc la valeur retenue par l'application de la méthode des DCF.

3.3.2.5 Calcul de la valeur terminale

Comme mentionné précédemment, nous avons retenu l'année 2020 comme dernière année de la période extrapolée considérant qu'à cet horizon, les prévisions de croissance et de rentabilité pouvaient être considérées comme normatives.

La valeur terminale calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, a ainsi été déterminée à l'horizon 2020 à partir d'un cash-flow disponible normatif, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé du secteur et de l'économie sur le long terme,
- Un niveau de marge d'EBIT d'environ 4,2% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge observé dans le secteur de la fabrication et commercialisation de piscines¹² et accessoires. Ce niveau de marge est sensiblement supérieur à celui retenu sur la dernière année du business plan extrapolée (3,2%) et maximise la valeur,
- Un niveau des investissements égal à celui des amortissements à l'infini,
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini.

¹² Analyse effectuée sur la base de données Diane en retenant la moyenne 2010-2015 de la médiane des taux de marge opérationnelle des sociétés opérant dans le secteur. Cet échantillon est composé des sociétés suivantes : Alliance Piscines, Piscine Inter Diffusion, Evolution Piscines, Excel Piscines, Concessionnaires Piscines Ibiza, France Piscines Composites, Mon de Pra, Piscines Desjoyaux, Harmonie d'eau, Arion Piscines Polyester, Irrijardin, Diffazur Piscines, Piscines Carré Bleu-Alsace

3.3.2.6 Résultats chiffrés

Synthèse de la valorisation par la méthode des DCF	
Somme des flux de trésorerie actualisés (k€)	89
Valeur terminale actualisée (k€)	3 056
Valeur d'entreprise (k€)	3 144
Trésorerie nette ajustée (k€)	703
Valeur des fonds propres (k€)	3 847
Nombre d'actions (en milliers)	3 104
Valeur de l'action Piscines Groupe GA (en €)	1,24 €

La valeur du titre Piscine Groupe GA ressortirait à 1,24€, soit une prime induite par le prix d'Offre de 18%.

3.3.2.7 Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Tableau de sensibilité				
Taux de croissance à l'infini	CMPC			
		10,0%	10,5%	11,0%
	2,0%	1,35 €	1,26 €	1,18 €
	1,5%	1,32 €	1,24 €	1,17 €
	1,0%	1,30 €	1,22 €	1,15 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation font ressortir une valeur de l'action comprise entre 1,17€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 11,0%) et 1,32€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 10,0%). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 1,24€.

3.3.3 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

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

3.3.3.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

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

L'échantillon de sociétés comparables retenues inclut donc des sociétés présentes dans le secteur de la fabrication et la commercialisation de piscines (et accessoires) et d'équipement de loisirs (bateaux de plaisances, camping-cars,...).

Société	Pays	Capitalisation boursière (en M€) ¹	Chiffre d'affaires 2015 (en M€)
Trigano SA	FRA	947	1 076
Fluidra, S.A.	ESP	404	647
Pool Corp.	USA	3 545	2 176
Piscine Desjoyaux SA	FRA	71	71
Fontaine Pajot SA	FRA	64	62
Beneteau SA	FRA	689	969
Nautilus Inc.	USA	516	309
CATANA Group SA	FRA	13	37

Source Infiniti

¹ Moyenne 1 mois au 18 juillet 2016

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

Nous avons toutefois retenu huit sociétés comparables à Piscine Groupe GA :

- Trigano SA (France) est une entreprise française spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de véhicules et d'équipements de loisirs cotée au Euronext Paris. L'entreprise emploie plus de 4.500 salariés dans 9 pays et réalise un chiffre d'affaires total de 1,1 milliard d'euros réalisé principalement en France. Le chiffre d'affaires se concentre sur deux segments qui sont les activités de ventes de véhicules de loisirs (85%) et d'autres équipements (9%).
- Fluidra SA (Espagne) est cotée à la bourse de Madrid (BME). La société est spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'équipement de gestion et traitement de l'eau et distribue ses produits majoritairement auprès des fabricants et utilisateurs de piscines. Elle réalise un chiffre d'affaires de 647 m€ en 2015, principalement en Espagne et en France.
- Pool Corp (Etats-Unis) est une société spécialisée dans la distribution d'accessoires de piscine et d'équipement de loisirs, cotée au NASDAQ. La société emploie plus de 3.800 collaborateurs à travers les Etats-Unis et réalise un chiffre d'affaires 2015 qui s'élève à 2,2 milliard d'euros principalement sur le territoire américain.
- Piscine Desjoyaux (France) est une société spécialisée dans la conception et la commercialisation de piscines et accessoires, cotée sur Alternext Paris et compte plus de 250 collaborateurs. Le chiffre d'affaires, qui s'élève à 71 millions d'euros en 2015, est réalisé principalement en France (65%) ainsi qu'à l'international à travers 6 filiales internationales présentes dans plus de 65 pays.
- Fontaine Pajot SA (France) est une société spécialisée dans la fabrication et la commercialisation de véhicules nautiques, cotée sur Alternext, et compte 305 collaborateurs. Le chiffre d'affaires, qui s'élève à 62 millions d'euros en 2015 est réalisé à 85% à l'international.
- Beneteau SA (France) est une société spécialisée dans la conception et la fabrication de véhicules nautiques, cotée au Euronext Paris, compartiment A. Elle emploie 6 328 personnes en 2015 pour un chiffre d'affaires de 969 millions d'euros.
- Nautilus Inc. (USA) est une société spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'équipement de loisirs, cotée au Nasdaq. La société emploie plus de 470 employés et réalise un chiffre d'affaires de 309 millions d'euros en 2015.
- Catana Group SA (France) est coté au Euronext Paris. L'entreprise est spécialisée dans la conception et la commercialisation de véhicules nautiques neufs mais est également très présente sur le marché de l'occasion. Elle réalise un chiffre d'affaires de 37 millions d'euros en 2015.

3.3.3.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT 2016, 2017 et 2018 des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Société	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Trigano SA	8,5%	9,3%	9,4%	7,5%	8,1%	8,0%
Fluidra, S.A.	12,2%	12,5%	12,8%	6,7%	7,3%	7,8%
Pool Corp.	10,6%	11,1%	nc	9,8%	10,3%	nc
Piscine Desjoyaux SA	nc	nc	nc	nc	nc	nc
Fontaine Pajot SA	21,2%	22,2%	22,7%	12,3%	13,4%	15,4%
Beneteau SA	9,3%	10,4%	11,5%	3,2%	4,6%	5,9%
Nautilus Inc.	15,2%	15,8%	nc	13,5%	14,2%	nc
CATANA Group SA	-0,6%	1,7%	3,3%	-7,8%	-4,8%	-3,3%
Moyenne échantillon	10,9%	11,9%	11,9%	6,5%	7,6%	6,8%
Médiane échantillon	10,6%	11,1%	11,5%	7,5%	8,1%	7,8%

Source: Infanciaux au 18 juillet 2016

nc : non communiqué

On constate que les taux de marge prévisionnels d'EBITDA et d'EBIT générés par Piscine Group GA sont inférieurs au taux de marge moyens et médians de l'échantillon que nous avons retenu en 2016, 2017 et 2018.

3.3.3.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière et l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Société	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Trigano SA	8,3x	7,1x	6,8x	9,4x	8,1x	7,9x
Fluidra, S.A.	6,8x	6,4x	6,1x	12,4x	10,9x	9,9x
Pool Corp.	15,7x	14,2x	nc	17,0x	15,3x	nc
Piscine Desjoyaux SA	nc	nc	nc	nc	nc	nc
Fontaine Pajot SA	3,4x	3,0x	2,8x	5,9x	4,9x	4,1x
Beneteau SA	7,4x	6,0x	5,1x	21,3x	13,6x	10,0x
Nautilus Inc.	8,9x	7,7x	nc	10,0x	8,6x	nc
CATANA Group SA	na	na	13,4x	na	na	na
Médiane échantillon	7,8x	6,8x	6,1x	11,2x	9,8x	8,9x

Source: Infanciaux au 18 juillet 2016

nc : non communiqué

na : non applicable

Nous avons retenu les multiples :

- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements des sociétés,
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires qui n'est pas pertinent au regard des différentiels de marges existants entre Piscines Groupe GA et les sociétés comparables,
- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

3.3.3.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBITDA pour 2016, 2017 et 2018 ainsi que VE / EBIT pour les années 2017 et 2018, l'année 2016 n'étant pas prise en compte dans la mesure où l'agrégat de référence de la société est négatif, et étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

La capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle de Piscines Groupe GA et le titre Piscines Groupe GA étant illiquide, une décote de taille et d'illiquidité a été appliquée afin d'obtenir une valorisation plus pertinente par la méthode des multiples.

Cette décote a été estimée à 25% sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment :

- du guide de l'évaluation de l'administration fiscale qui stipule que « les coefficients boursiers retenus (...) doivent être diminués d'une décote pour non liquidité. En effet un titre coté est parfaitement liquide, alors qu'un titre non coté ne peut être rendu liquide aussi rapidement. La comparaison pour être pertinente doit donc retenir une décote de l'ordre de 20% à 30% ».
- d'études empiriques comme celle de (Mukesh Bajaj, David J Denis, Stephen P Ferris et Atulya Sarin « firm value and marketability discounts ») qui extériorisent des décotes d'illiquidité de 20% à 30%.

3.3.3.5 Résultats

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

Valorisation de l'action Piscine Groupe GA			
	VE/EBIT	VE /EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en m€)	3,36	1,48	
Nombre d'actions (en milliers)	3 104	3 104	
Valeur de l'action Piscine Groupe	1,08 €	0,48 €	0,78 €

Nous obtenons, en synthèse, une valeur implicite de Piscine Groupe GA par la méthode des comparables boursiers comprise entre 0,48 € (multiple d'EBIT) et 1,08€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 0,78€ qui correspond donc à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 1,46€ fait ressortir une prime de 87% sur cette valeur centrale.

3.4 Méthode d'évaluation retenue à titre secondaire : le cours de bourse

Les actions Piscines Groupe sont cotées sur le marché multilatéral de négociation organisé Alternext Paris sous le code ISIN FR0010357145.

A notre connaissance, Piscines Groupe ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers et il n'existe pas de consensus de valeur.

3.4.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

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

Actionnaires	Nb d'actions détenues ¹	% de détention	Nb de voix AGO ²	% de droits de vote AGO	Nb de voix AGE ²	% de droits de vote AGE
GA Finances	95.371 PP	3,07%	190 742	3,12%	190 742	3,12%
M. ou Mme Gérard Andrei	1.896.309 PP 163.076 US	61,10%	4 118 770	67,31%	3 792 618	61,98%
Gérard Andrei	125.882 PP	4,06%	251 764	4,11%	251 764	4,11%
Patricia Andrei	69.347 PP 163.074 US	2,23%	464 842	7,60%	138 694	2,27%
Pascale Andrei	145.985 PP 155.805 NP	9,72%	291 970	4,77%	603 580	9,86%
Sandra Andrei	147.591 PP 155.805 NP	9,78%	295 182	4,82%	606 792	9,92%
Florent Necco	47.155 PP 7.270 NP	1,75%	94 310	1,54%	108 850	1,78%
Geoffrey Necco	47.155 PP 7.270 NP	1,75%	94 310	1,54%	108 850	1,78%
Henri Achdjan	600 PP	0,02%	1 200	0,02%	1 200	0,02%
Jean-Claude Curcovich	81.880 PP	2,64%	163 760	2,68%	163 760	2,68%
Jean-Michel Faurel	12.170 PP	0,39%	24 340	0,40%	24 340	0,40%
Albert Fernandes	15.937 PP	0,51%	31 874	0,52%	31 874	0,52%
SCI Les Capriers	2.752 PP	0,09%	5 504	0,09%	5 504	0,09%
Sous-total Concertistes	3 014 284	97,12%	6 028 568	98,53%	6 028 568	98,53%
Public	89 256	2,88%	90 212	1,47%	90 212	1,47%
Total	3 103 540	100%	6 118 780	100%	6 118 780	100%

Source : Note d'opération

¹ PP correspond aux actions détenues en pleine propriété / NP correspond aux actions détenues en nue-propriété / US correspond aux actions détenues en usufruit

² Droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 2,88% du capital, soit 89.256 actions.

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

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés (moyenne)	Titres échangés (cumul)	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	141	3 100	0,1%	3,5%
Moyenne 3 mois	131	8 495	0,3%	9,5%
Moyenne 6 mois	87	11 164	0,4%	12,5%
Moyenne 9 mois	58	11 164	0,4%	12,5%
Moyenne 1 an	43	11 164	0,4%	12,5%

Source : Euronext, 22/07/2016

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

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Préalablement à l'analyse de la liquidité, il convient de noter que les actions de Piscines Groupe GA sont cotées au fixing. Par ailleurs, il n'existe plus de contrat de liquidité et le titre Piscines Groupe GA ne fait pas l'objet d'échanges journaliers.

Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 43 et 141 titres respectivement pour les moyennes 1 an et 1 mois.

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 11.164 titres, soit 0,4% du nombre total de titres et 12,5% du flottant.

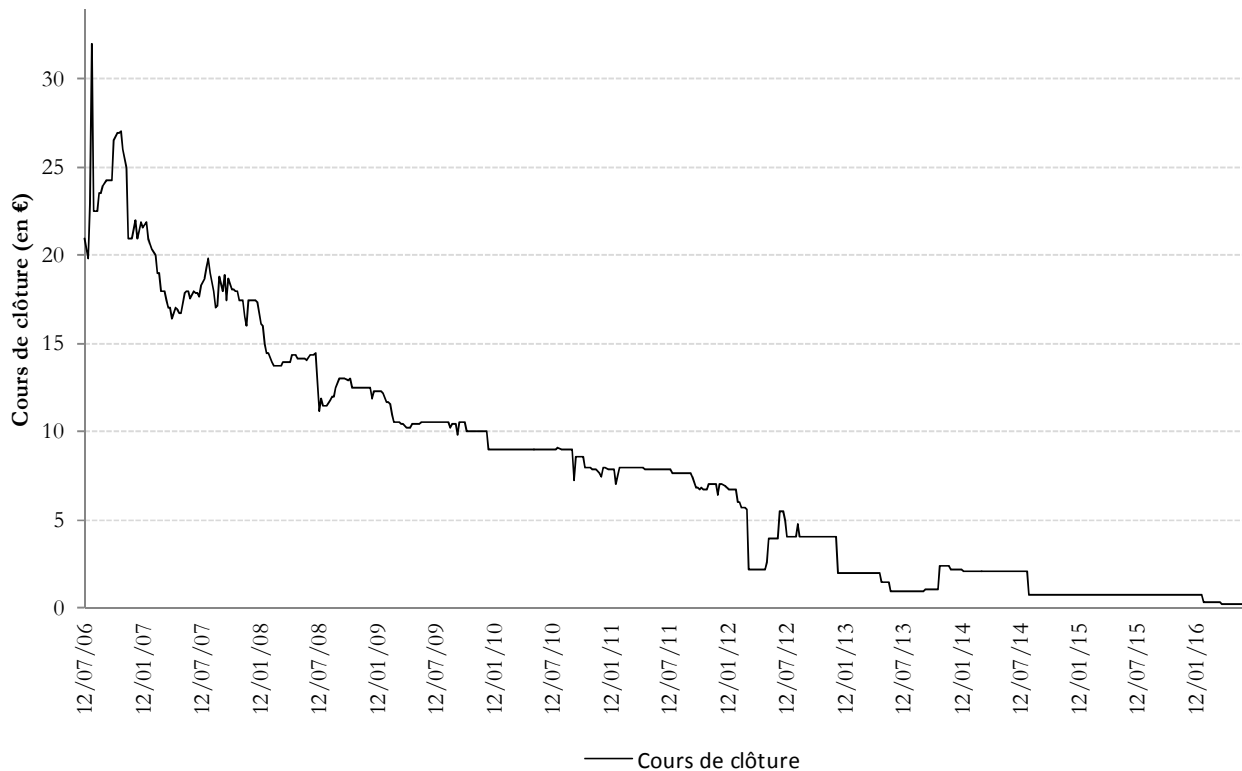
Au regard de ces données, le titre Piscines Groupe GA, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, ne présente pas une liquidité suffisante. D'autre part, la société Piscines Groupe GA ne fait pas l'objet de suivi par des analystes financiers indépendants et il n'existe pas de processus informatif entre la société et la communauté financière.

Nous retiendrons toutefois cette méthode à titre secondaire, le cours de bourse constituant une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire.

3.4.2 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

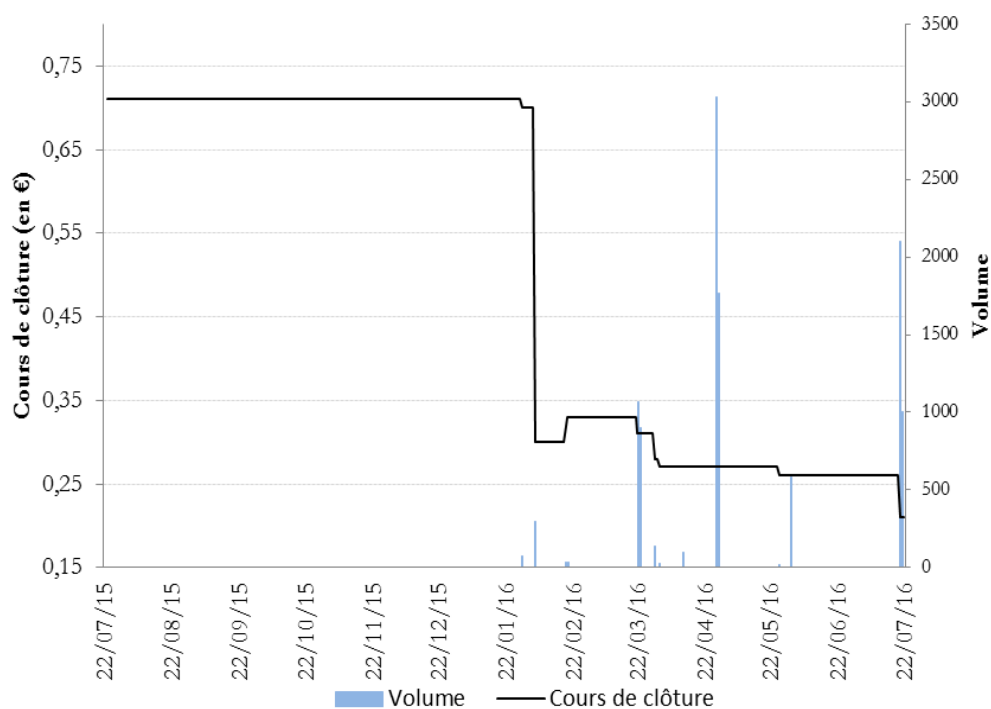
L'évolution du cours de bourse de Piscines Groupe GA depuis son introduction en bourse en juillet 2006 est présentée ci-dessous.

Cours de bourse de l'action Piscines Groupe GA depuis son introduction en Bourse



Au cours de la dernière année, le cours de bourse de Piscines Groupe, dont le titre a connu peu d'échanges, a évolué comme suit :

Cours de bourse sur un an de l'action Piscines Groupe



N'ayant pas connu d'échanges entre le 14 octobre 2014 et le 28 janvier 2016, le cours de bourse de Piscines Groupe n'a pas évolué sur cette période et s'est maintenu à 0,71€.

Le 4 février 2016, journée au cours de laquelle s'est échangé 295 titres, le cours a chuté pour atteindre 0,29€.

Le cours a connu par la suite un léger rebond pour s'élever à 0,33€ le 19 février 2016.

Depuis cette période, le cours de l'action Piscines Groupe a diminué progressivement pour atteindre 0,26€, le 26 mai 2016, cours auquel l'action s'est maintenu jusqu'au 19 juillet 2016. Le 20 et 21 juillet 2016 des échanges ont eu lieu au prix de 0,21€. Le cours de clôture du 22 juillet s'élève donc à ce prix.

Le niveau de cours de bourse aujourd'hui observé et sa baisse récente ne semblent pas corrélés, au regard de nos recherches, aux perspectives financières de la société et aux annonces récentes comme la cession des fonds de commerce U5 PPP et U6 PPP.

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 22/07/2016.

	€/action	Prime Offerte
Cours spot au 22/07/2016	0,21	595%
CMPV* 1 mois	0,21	595%
CMPV* 2 mois	0,22	570%
CMPV* 3 mois	0,25	490%
CMPV* 6 mois	0,26	453%
CMPV* 1 an	0,26	453%

Source : Euronext, 22/07/2016

** Cours moyen pondéré par les volumes*

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 0,21€ (moyenne 1 mois) et 0,26€ (moyenne 6 mois et 1 an).

Le prix proposé de 1,46€ par action offre des primes significatives sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 453% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 6 mois et 1 an) et 595% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 1 mois).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 1 mois et 2 mois qui couvrent les périodes les plus récentes.

Pour les raisons évoqués préalablement et à l'illiquidité de la valeur, nous retenons à titre secondaire la référence aux différentes moyennes de cours de bourse pour apprécier le prix d'Offre.

3.5 Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

3.5.1 Analyse du Pacte d'Actionnaires

Nous avons analysé le Pacte d'Actionnaires en date du 25 juillet 2016 conclu entre les Concertistes.

En date du 25 juillet 2016, M. Gérard Andréi, Mme Patricia Andréi, Mme Pascale Andréi, Mme Sandra Andréi, M. Florent Necco, M. Geoffrey Necco, M. Henri Achdjean, la société civile immobilière LES CAPRIERS, M. Jean-Claude Curcovich, M. Jean-Michel Faurel, M. Albert Fernandes, Mme Patricia Fernandes et GA Finances (les Concertistes) ont conclu un Pacte d'Actionnaires afin de matérialiser ainsi une action de concert, au sens de l'article L233-10 I du Code de commerce.

Le pacte d'actionnaires entre ainsi en vigueur à sa date de signature et viendra à expiration à l'issue d'un délai de dix ans à compter de cette date, celui-ci étant renouvelable par tacite reconduction pour des durées successives de deux ans, sauf dénonciation de l'un des Concertistes.

Les principales dispositions du Pacte d'Actionnaires sont les suivantes :

- Les Concertistes auront une position commune vis-à-vis de Piscines Groupe GA tel que décrit en I.5.1 de la note d'information,
- Les Concertistes détenant plus de 95% du capital de Piscines Groupe GA, il est prévu dans le Pacte d'Actionnaires le dépôt d'une offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire d'où le dépôt de l'Offre, GA Finances et son dirigeant Monsieur Gérard Andréi ayant le pouvoir par délégation prévue dans le Pacte d'Actionnaires d'agir en leur nom auprès de l'AMF,
- Un engagement d'inaliénabilité est prévu dans le Pacte d'Actionnaires. Les Concertistes s'engagent à conserver l'intégralité des titres de la Société qu'ils détiennent à la date de signature du Pacte d'Actionnaires et ce pendant 3 ans. En revanche, la cession entre les Concertistes, à leurs affiliés ou à la Société reste libre,
- Les Concertistes consentent au bénéfice de GA Finances (l'initiateur de l'Offre) un droit de préemption sur tout transfert de Titres de la Société.

L'examen du Pacte d'Actionnaires ne fait pas apparaître de clause qui pourrait remettre en cause l'équité du prix d'Offre.

Nous avons par ailleurs obtenu de la part de Piscine Groupe GA une lettre d'affirmation confirmant qu'aucune proposition de rachat ou d'acquisition de titres Piscines Groupe GA n'est en cours entre les Concertistes et qu'aucun élément de prix de rachat ou d'acquisition de titres Piscines Groupe GA n'est connu à ce jour et qui pourrait remettre en cause l'équité du prix d'Offre.

3.5.2 Analyse des actes de cession des fonds de commerce des sociétés U5 PPP et U6 PPP

Piscines Groupe GA a conclu le 29 janvier 2016 respectivement avec Lea Composites Sud Ouest et Lea Composites Atlantique la cession des fonds de commerce et des crédits-baux immobiliers des sociétés U5 PPP et U6 PPP, pour un prix global et forfaitaire d'environ 3,2m€.

Cette cession de fonds de commerce comprends les immobilisations incorporelles (notamment l'enseigne, le nom commercial, la clientèle attachée aux marques POP et ASTILA ainsi que le droit à l'exploitation des marques et modèles afférents aux moules cédés) les immobilisations corporelles, les droits aux crédits-baux immobiliers ainsi que les stocks de deux fonds de commerce.

Dans le cadre de la mise en valeur liquidative des actifs des sociétés U5 PPP et U6 PPP tel que mentionné dans le rapport annuel 2015 de Piscines Groupe GA, les valeurs de cession retenues pour chacune des catégories d'actif ont conduit le groupe Piscines Groupe GA à effectuer les dépréciations afférentes dans les comptes clos au 31 décembre 2015.

La valeur des capitaux propres au 31 décembre 2015 repris comme élément de référence dans nos travaux intègre donc ces cessions.

A l'exception du détail du prix payé pour les fonds de commerce et des ajustements de prix non significatifs relatifs au « closing » de l'opération, les clauses principales dont il est fait mention dans les actes de cession des fonds de commerce sont les suivantes :

- Piscines Groupe GA et ses filiales (dont U5 PPP et U6 PPP) ainsi que leurs représentants légaux s'interdisent pendant une durée de 15 ans et sur un territoire délimité de concurrencer l'acquéreur et d'exploiter, de fabriquer et de commercialiser les produits issus des modèles, marques et brevets concédés, cet engagement étant réciproque ;
- Piscines Groupe GA et ses filiales (dont U5 PPP et U6 PPP) ainsi que leurs représentants légaux s'interdisent pendant une durée de 2 ans d'engager ou faire engager même indirectement, ni chercher à engager ou faire engager un salarié d'U5 PPP et d'U6 PPP présent au « closing » de l'opération.

Ainsi, l'examen des actes de cession des fonds de commerce des entités U5 PPP et U6 PPP ne fait ainsi pas apparaître de clause qui pourrait remettre en cause l'équité du prix d'Offre.

4 Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

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

4.1 Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions

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

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué
- Référence aux objectifs de cours des analystes financiers
- Méthode des dividendes futurs
- Méthode des transactions comparables

L'établissement présentateur n'a pas retenu cette dernière méthode en raison du manque d'informations sur les conditions financières des transactions identifiées. Ces mêmes raisons nous ont conduits à écarter cette méthode.

Notre approche est décrite dans la partie 3.3 de notre rapport.

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence à l'actif net comptable
- Méthode des flux de trésorerie actualisés
- Méthode des comparables boursiers
- Méthode du cours de bourse (présentée à titre indicatif uniquement)

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant deux méthodes intrinsèques (flux de trésorerie actualisés et actif net comptable) et une méthode analogique (comparables boursiers) et, à titre indicatif, s'est référé au cours de bourse de Piscine Groupe GA (tout en indiquant que celui-ci ne peut refléter la valeur fondamentale au regard de l'illiquidité).

Ces méthodes sont identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.1.2.1 Référence à l'actif net comptable

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu l'actif net comptable au 31 décembre 2015 divisée par le nombre d'actions composant le capital de Piscines Groupe GA.

Nous avons également retenu la référence à l'actif net comptable comme référence d'appréciation du prix de l'action Piscine Groupe GA.

Nous obtenons la même valeur de l'action Piscine Groupe GA que l'établissement présentateur par cette méthode (1,46€ par action).

4.1.2.2 Méthode des flux de trésorerie actualisés

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

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les exercices allant du 31 décembre 2016 au 31 décembre 2018 ;
- prolongé les prévisions d'exploitation pour les exercices allant du 31 décembre 2019 au 31 décembre 2026 ;
- calculé une valeur terminale sur la base du flux de l'année 2026 actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 10,9%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (0,4%), une prime de risque (8,4%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de (0,81) et une prime de risque spécifique calculée sur la base des travaux de Duff & Phelps (« Valuation Handbook »)¹³ de (3,7%);
- rajouté à la valeur ainsi obtenue la trésorerie nette ajustée au 31 mars 2016 (800k€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action Piscine Groupe GA de 1,06€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 0,97€ (taux d'actualisation de 11,4%) et 1,15€ (taux d'actualisation de 10,4%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2018.

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- la période d'extrapolation retenue pour l'actualisation des flux,
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul du taux d'actualisation, ce dernier restant toutefois proche du taux que nous avons-nous-même retenu,
- le calcul de la trésorerie nette ajustée.

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

L'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires de Piscines Groupe GA sur huit exercices supplémentaires (horizon au 31 décembre 2026). Il a été retenu sur la période d'extrapolation (2019-2026) :

- une croissance du chiffre d'affaires en diminution progressive pour atteindre 1,5% à l'horizon de la période d'extrapolation ;
- Un taux de marge d'EBIT en progression de 2019 à 2022 pour atteindre 4,04%¹⁴, ce taux se maintenant sur le reste de la période extrapolée et ce jusqu'en 2026.

L'établissement présentateur a retenu comme année normative l'exercice 2026 (horizon au 31 décembre 2026) et un niveau de marge opérationnel de 4,04%.

¹³ Anciennement Ibbotson

¹⁴ Niveau de marge opérationnel observé en 2014 et 2015 sur un échantillon de sociétés comparables qui se composent des sociétés suivantes : Piscines Desjoyaux, DEL Piscines, Piscines Center, Piscines Magiline, Mareva Piscines et Filtrations, Poolstar, Piscines Inter Diffusion, France Piscines Composites, Piscines Ibiza, Piscines Mediester, Diffazur Piscines, Mondiale Piscine, PP2M, Génération Piscines et Fluidra

Nous avons, pour notre part, extrapolé le plan d'affaires jusqu'en 2020 et extrapolé le taux de croissance du chiffre d'affaires pour atteindre 3,2% en 2020 et augmenté le taux de marge d'EBIT qui s'établit à 3,2% en 2020. Pour le calcul du flux normatif, nous avons retenu une marge d'EBIT d'environ 4,2% assez proche de celui retenu par l'établissement présentateur. Par ailleurs, nous avons retenu une valeur terminale basée sur le flux terminal avec un taux de croissance à l'infini de 1,5%.

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux actualisés.

4.1.2.2.2 Détermination du taux d'actualisation

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

Calcul du CMPC			
	Etablissement présentateur		Expert indépendant
Taux sans risque	0,4%	(1)	0,3%
Prime de risque du marché	8,4%	(2)	7,9%
Bêta désendetté	0,81	(3)	0,75
Prime de risque spécifique	3,7%	(4)	4,3%
Coût des fonds propres	10,9%	(5)	10,5%
D/(D+E)	0%	(6)	0%
E/(D+E)	100%	(6)	100%
Coût moyen pondéré du capital	10,9%		10,5%
<i>(1) Taux OAT 10 ans - juin 2016 (Agence France Trésor)</i>			
<i>(2) Prime de risque du marché action - fin juin 2016 (Natixis)</i>			
<i>(3) Bêta désendetté des comparables boursiers</i>			
<i>(4) Duff & Phelps "Valuation Handbook 2015"</i>			
<i>(5) Formule du MEDAF</i>			
<i>(6) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$</i>			
<i>Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.2.4 du présent rapport</i>			

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau notamment concernant le calcul du coefficient bêta et de la prime de taille, l'échantillon de comparables boursiers utilisé permettant la détermination de ces paramètres étant différent entre l'établissement présentateur et nous-même.

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (10,9%) est légèrement supérieur à celui que nous avons retenu (10,5%). Il se situe par ailleurs entre notre taux court terme (10,5%) et notre taux « long terme » (11,8%) et apparaît cohérent.

4.1.2.2.3 Détermination de la trésorerie nette ajustée

L'établissement présentateur a retenu une trésorerie nette « ajustée » de 800k€ estimée au 31 mars 2016 en suivant une méthodologie identique à la nôtre.

Nous avons retenu, pour notre part, une trésorerie nette « ajustée » de 703k€ estimée au 31 mars 2016 sur la base du calcul détaillé dans la partie 3 du présent rapport.

L'écart observé provient principalement du montant actualisé des pertes fiscales reportables en raison de la différence de durée d'extrapolation du plan d'affaires et des hypothèses retenues au cours de la période d'extrapolation.

4.1.2.2.4 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 1,06€ et se situe en deçà de notre valeur. Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment de la divergence du traitement que nous avons retenu concernant l'extrapolation du plan d'affaires.

4.1.2.3 Méthode des comparables boursiers

4.1.2.3.1 Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a retenu deux échantillons de comparables en présentant d'une part, une évaluation sur la base des multiples historiques de Piscines Desjoyaux⁶ considérant cette société comme la plus comparable à Piscines Groupe GA et d'autre part, une évaluation sur la base des multiples 2016 à 2018 de onze sociétés (Fluidra, Beneteau, Catana Group, Fontaine Pajot, Brunswick Corp., Malibu Boats, Marine Products, MCBC Holdings, Trigano, Thor Industries et Winnebago Industries) qui sont positionnées sur un marché proche de celui de Piscines Groupe GA (fabrication d'équipements de loisirs).

Nous avons, pour notre part, retenu huit sociétés en considérant les sociétés Piscines Desjoyaux, Fluidra, Trigano, Beneteau, Fontaine Pajot, Catana Group comme comparables et en retenant deux autres sociétés (Pool Corporation et Nautilus) qui nous paraissaient plus comparables à Piscine Groupe GA.

4.1.2.3.2 Choix des multiples et méthodologie

Les multiples retenus par l'établissement présentateur sont :

- la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA (VE/EBITDA),
- la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT (VE/EBIT),

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche, que les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont pertinents.

Les multiples relatifs au premier échantillon⁷ retenu par l'établissement présentateur, composé uniquement de la société Piscines Desjoyaux, ont été appliqués aux agrégats financiers prévisionnels de Piscines Groupe SA des années 2016, 2017 et 2018 pour le multiple d'EBITDA, et 2017 et 2018 pour le multiple d'EBIT, l'EBIT de Piscines Groupe GA étant négatif en 2016.

Les multiples moyens relatifs au second échantillon retenu par l'établissement présentateur, et composé de sociétés jugées comparables, ont été appliqués aux agrégats financiers prévisionnels de Piscines Groupe SA des années 2016, 2017 et 2018 pour le multiple d'EBITDA, et 2017 et 2018 pour le multiple d'EBIT.

Nous n'avons pour notre part retenu qu'un seul échantillon de sociétés comparables à Piscines Groupe GA.

Afin d'éliminer les valeurs extrêmes, nous avons pour notre part appliqué la médiane des multiples résultant de notre échantillon de sociétés comparables aux agrégats financiers prévisionnels de Piscine Groupe GA des années 2016, 2017 et 2018 pour le multiple d'EBITDA, et 2017 et 2018 pour le multiple d'EBIT afin d'exclure de notre analyse les agrégats négatifs présentés par Piscines Groupe GA (EBIT en 2016).

L'établissement présentateur a retenu un niveau de décote de taille de 30% alors que nous avons pour notre part retenu une décote de 25%.

L'établissement présentateur a utilisé la trésorerie nette ajustée estimée au 31/03/2016 (800k€) pour valoriser Piscine Groupe GA par la méthode des comparables. Nous avons, pour notre part, retenu la trésorerie nette ajustée de 703k€ telle que présentée dans la partie 3 de notre rapport.

4.1.2.3.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Piscine Groupe GA obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers s'établit à :

- 1,13€ par l'application du multiple d'EBITDA de Piscines Desjoyaux ;
- 0,70€ par l'application du multiple d'EBIT de Piscines Desjoyaux ;
- 1,08€ par l'application du multiple d'EBITDA d'un échantillon de sociétés comparables ;
- 0,45€ par l'application du multiple d'EBIT d'un échantillon de sociétés comparables.

⁶ Piscines Desjoyaux ne faisant plus l'objet d'un suivi par les analystes financiers

⁷ Calculés sur la base d'une valeur d'entreprise à fin 2015 et des agrégats 2015 de Piscines Desjoyaux

Nous obtenons, pour notre part, une valeur centrale de l'action Piscine Groupe GA par la méthode des comparables boursiers de 0,78€ correspondant à la valeur moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBITDA (1,08€) et des multiples d'EBIT (0,48€).

Le léger écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents.

4.1.2.4 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a présenté à titre indicatif la référence au cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectué par l'établissement présentateur reprend le derniers cours coté ainsi que le cours moyen pondéré par les volumes sur différentes périodes (1 mois, 2 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois, 12 mois et 18 mois) arrêté au 22 juillet 2016.

Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur 1 mois et 2 mois.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués. Nous considérons par ailleurs que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre secondaire comme expliqué en partie 3.4, compte tenu de l'illiquidité du titre, de la cotation au fixing et de l'absence d'échanges réguliers.

5 Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

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

en €/action	Etablissement présentateur Valeur centrale	Expert Indépendant Valeur centrale	Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 1,46€
Méthodes principales :			
Méthode de l'actif net comptable	1,46 €	1,46 €	0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	1,06 €	1,24 €	18%
Méthode des comparables boursiers	na	0,78 €	87%
VE/EBITDA - Echantillon comparables	1,08 €	1,08 €	35%
VE/EBIT - Echantillon comparables	0,45 €	0,48 €	207%
VE/EBITDA - Piscines Desjoyaux	1,13 €	na	na
VE/EBIT - Piscines Desjoyaux	0,70 €	na	na
Méthode secondaire :			
Cours spot (au 22 juillet 2016)	0,21 €	0,21 €	595%
CMPV* 1 mois	0,21 €	0,21 €	595%
CMPV* 2 mois	0,22 €	0,22 €	570%
CMPV* 3 mois	0,25 €	0,25 €	490%
CMPV* 6 mois	0,26 €	0,26 €	453%
CMPV* 9 mois	0,26 €	na	na
CMPV* 12 mois	0,26 €	0,26 €	453%
CMPV* 18 mois	0,26 €	na	na

na : non applicable

*CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Il est rappelé qu'un pacte d'actionnaires réunissant GA Finances ainsi que les autres Concertistes a été conclu le 25 juillet 2016. A la date du présent rapport, les Concertistes détiennent ensemble 3.014.284 actions et 6.028.568 droits de vote de la Société, représentant 97,12% du capital et 98,53% des droits de vote de la Société.

Les actionnaires minoritaires de Piscines Groupe GA disposant de moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur agissant de concert avec les autres Concertistes souhaite acquérir ce solde de capital en initiant l'Offre et le Retrait Obligatoire.

L'Offre porte ainsi sur la totalité des actions Piscine Groupe GA en circulation non détenues par les Concertistes, soit 89.256 actions représentant 2,88% du capital et 1,47% des droits de vote.

Notre analyse de la valeur d'action Piscines Groupe GA fait ressortir des valeurs de :

- 1,46€ pour la méthode de l'actif net comptable ;
- 1,24€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 0,78€ pour la méthode des comparables boursiers.

Le prix offert de 1,46€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- n'offre ni prime ni décote sur la valeur ressortant de la méthode de l'actif net comptable ;
- présente une prime de 18% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime de 87% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des comparables boursiers.

La référence au cours de bourse a été retenue à titre secondaire pour apprécier le prix d'Offre au regard de l'analyse effectuée dans le présent rapport et de l'absence de liquidité de la valeur. Notre analyse fait ressortir des valeurs de 0,21€ (moyenne 1 mois) et de 0,22€ (moyenne 2 mois) pour la méthode du cours de bourse. Le prix offert de 1,46€ par action dans le cadre de la présente Offre présente des primes de 595% (moyenne 1 mois) et de 570% (moyenne 2 mois) sur la méthode du cours de bourse.

Cette offre permet aux actionnaires de Piscines Groupe GA qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre. Toutefois, l'Offre étant immédiatement suivie de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, ceux qui n'apporteront pas leurs titres à l'Offre devront transférer leurs actions Piscines Groupe GA à l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au prix d'Offre, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du retrait obligatoire sera, pour sa part, nette de tout frais.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la société une possibilité de monétiser leur participation à un prix largement supérieur au cours de bourse et ce, dans un contexte où les échanges sur le cours sont très limités.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire proposant un prix de 1,46€ par action Piscine Groupe GA est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Piscine Groupe GA.

Fait à Paris, le 26 juillet 2016

L'expert indépendant

HAF Audit & Conseil
Membre de Crowe Horwath International

Olivier Grivillers

VI. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE PISCINES GROUPE GA

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de PISCINES GROUPE GA s'est réuni le 28 juillet 2016 afin d'examiner l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF. Tous les membres étaient présents ou représentés.

Lors de cette réunion, les membres du Conseil d'administration ont pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information conjointe établi par l'Initiateur et la Société, tel qu'il est envisagé d'être déposé auprès de l'AMF contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparés par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE, établissement présentateur de l'Offre ;
- le rapport établi par l'Expert Indépendant, conformément aux articles 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF ;

Au vu des termes de l'Offre présentés dans le projet de note d'information conjointe et après en avoir débattu, le Conseil d'administration constate que :

- compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat, du faible volume d'échange sur les actions de la Société sur le marché Alternext Paris et d'une activité en baisse continue depuis de nombreux exercices, un maintien de la cotation des actions de la Société aux négociations sur le marché Alternext Paris n'est plus justifié ;
- GA FINANCES souhaite pouvoir procéder au Retrait Obligatoire des actions PISCINES GROUPE GA afin notamment que la Société puisse réduire ses coûts de fonctionnement en se libérant des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés cotées ;
- GA FINANCES entend poursuivre la stratégie, la politique industrielle, commerciale et financière conduite par le management de la Société ces dernières années, notamment en matière de réduction des coûts de structure, et envisage l'arrêt de l'activité de la Société Moulage Provençal au regard des pertes historiques de cette dernière ;
- la réussite de l'Offre ne devrait pas avoir en soi d'incidence supplémentaire sur la politique déjà engagée par la Société en termes d'adaptation de l'emploi à l'évolution de l'activité de la Société ;
- les conclusions de l'Expert Indépendant sont les suivantes : *« Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire proposant un prix de 1,46€ par action Piscine Groupe GA est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Piscine Groupe GA. »* ;
- l'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritères en vue de l'évaluation des actions de la Société et ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a donc conclu au caractère équitable du prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire qui sera mis en œuvre ;
- l'Offre sera suivie d'un Retrait Obligatoire ;
- la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire permettrait à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote et, dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés ; une telle opération permettrait également de simplifier à l'avenir le fonctionnement de la Société ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui pourront apporter l'intégralité de leurs titres PISCINES GROUPE GA à l'Offre.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre tels que décrits dans le projet de note d'information conjointe, (ii) des motifs et intentions de GA FINANCES, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE et dans le rapport de l'Expert Indépendant et (iv) des observations de l'Expert Indépendant, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

- prend acte du fait que le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre proposant un prix de 1,46 euro par action de la Société, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire ;
- confirme que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés et qu'il constitue une opportunité de cession satisfaisante pour ses actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate ou à terme ;
- approuve le projet d'Offre devant être initiée par GA FINANCES, agissant de concert avec les Concertistes, et de Retrait Obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés, ainsi que les termes du projet de note d'information conjointe ;
- émet, en conséquence, un avis favorable à l'Offre et recommande, à l'unanimité de ses membres, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions PISCINES GROUPE GA à l'Offre, étant précisé que leurs actions seront en toute hypothèse transférées à GA FINANCES dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation identique, soit 1,46 euro par action PISCINES GROUPE GA, nette de tous frais ;
- prend acte que les administrateurs de la Société, en leur qualité de Concertistes, n'apporteront pas leurs titres à l'Offre ;
- délègue à Monsieur Gérard ANDREI, Président Directeur Général et à Madame Pascale ANDREI, Directrice Générale Déléguée, pouvant agir ensemble ou séparément, tous pouvoirs à l'effet de :
 - procéder à toutes modifications sur le projet de note d'information conjointe et les informations complémentaires de la Société qui pourraient être requises dans le cadre de leur examen par l'AMF ;
 - finaliser le document intitulé « *Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de PISCINES GROUPE GA* » ;
 - signer toutes attestations, au nom et pour le compte de la Société, requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - plus généralement, faire tout ce qui sera utile et nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire, notamment rédiger et émettre tout communiqué relatif à l'Offre suivie du Retrait Obligatoire et conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et tous documents afférents à la réalisation de celle-ci.

VII. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

VIII. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

VIII.1 Pour l'Initiateur

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

GA FINANCES

Représentée par Monsieur Gérard ANDREI
en qualité de Gérant

VIII.2 Pour la Société

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

PISCINES GROUPE GA

Représentée par Monsieur Gérard ANDREI
en qualité de Président Directeur Général

VIII.3 Pour l'établissement présentateur de l'Offre

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

SWISSLIFE BANQUE PRIVÉE