

PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE RELATIVE À L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



initiée par



Présentée par Kepler Cheuvreux



Le présent projet de note d'information en réponse a été établi et déposé auprès de l'AMF le 2 octobre 2017 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

LE PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE
D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet HAF Audit et Conseil, membre de Crowe Horwath International, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de Thermocompact (<http://thermocompact.com>) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

- **Thermocompact**, ZI Les Iles, 74370 Metz-Tessy, France, et
- **Kepler Cheuvreux**, 112 avenue Kléber 75116 Paris, France.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Thermocompact seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1.	CONTEXTE DE L'OFFRE	3
1.2.	MOTIFS DE L'OFFRE	7
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	8
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE THERMOCOMPACT	12
4.	AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE	12
5.	ACCORDS	12
5.1	ACCORD RELATIFS A L'OFFRE	12
6.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	13
6.1.	Structure et répartition du capital de la Société	13
6.2.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	13
6.3.	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	13
6.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	13
6.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	14
6.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	14
6.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	14
6.8.	Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	14
6.9.	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	14
6.10.	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	14
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	15
8.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	15
9.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	15

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application de l'article L.433-1 du Code monétaire et financier et conformément au titre III du livre II et en particulier aux dispositions des articles 231-1, 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, THERMO TECHNOLOGIES, société par actions simplifiée au capital de 18 085 741 euros, dont le siège social est sis à Metz-Tessy, 181 route des Sarves, 74 330 Epagny Metz Tessy, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Annecy sous le numéro 789 732 575, représentée par son Président, la société Montjoie Conseil, elle-même représentée par Gilles Mollard, (« **THERMO TECHNOLOGIES** » ou l'« **Initiateur** ») s'est irrévocablement engagée auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la Société Thermocompact, société anonyme au capital de 5 142 852,39 euros, dont le siège social est situé ZI Les Iles, 74 370 Metz-Tessy, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Annecy sous le numéro 403 038 037, (« **Thermocompact** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext sous le code ISIN FR0004037182, d'acquérir la totalité de leurs actions Thermocompact au prix unitaire de 45,20 euros dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

THERMO TECHNOLOGIES détient, à la date du dépôt de l'Offre, 1 305 587 actions représentant 2 574 010 droits de vote Thermocompact, soit 84,5 % du capital et 91,5 % des droits de vote de la Société.

L'Offre vise l'ensemble des actions Thermocompact en circulation et non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre, comprenant la totalité des actions émises par la Société non détenues par l'Initiateur soit 239 268 actions ordinaires.

L'Offre revêt un caractère obligatoire en raison du franchissement en hausse, de manière indirecte, des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3 du capital et des droits de vote ainsi que du seuil de 90% des droits de vote de Thermocompact, résultant de l'acquisition par Edify de la totalité du capital de THERMO TECHNOLOGIES, laquelle détient 84,5% du capital et 91,5 % des droits de vote de la Société Thermocompact.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée et a été déposée en application des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

Dans le cas où, à la clôture de la présente offre publique, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre publique ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Thermocompact, THERMO TECHNOLOGIES se réserve la faculté de procéder, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre publique, conformément aux articles L. 433-4 III du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, à une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'offre publique moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre, soit 45,20 euros par action Thermocompact.

Kepler Cheuvreux, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre (dont le projet de note d'information) auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 2 octobre 2017.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Kepler Cheuvreux 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.

1.1. CONTEXTE DE L'OFFRE

La Société Edify S.A., société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 4.860.000 euros ayant son siège : 6 Boulevard d'Avranches, L-1160 Luxembourg, identifiée sous le numéro Luxembourg B 190 500 (« **Edify** »), a conclu le 21 juillet 2017 un protocole d'accord en vue de l'acquisition de la totalité du capital de THERMO TECHNOLOGIES, holding de contrôle (détenant, à ce jour, 84,5% du capital et 91,5 % des droits de vote de Thermocompact).

Edify est une holding industrielle cotée sur le marché Euro-MTF de la bourse de Luxembourg qui détient des participations majoritaires et minoritaires dans des ETI et PME industrielles. Elle entend

accompagner le groupe Thermocompact dans sa stratégie de développement, illustrée, en début d'année, par l'acquisition du spécialiste français du traitement thermique sous vide des outillages et des pièces industriels, TSDM.

Dans le cadre de ce protocole, la cession restait soumise à la réalisation de conditions suspensives dont notamment l'accord des autorités de la concurrence concernées.

Suite à l'obtention de cet accord et à l'accomplissement des conditions relatives à la cession, celle-ci a été définitivement réalisée le 22 septembre 2017.

De ce fait, la société Edify a déclaré à l'AMF et à la Société avoir franchi (via la société THERMO TECHNOLOGIES) notamment le seuil de 30% du capital et des droits de vote, générant ainsi l'obligation de déposer une offre publique visant les actions de Thermocompact.

Le prix de l'offre fixé à 45,20 euros correspond à celui retenu pour la valorisation de l'action Thermocompact dans le cadre de la cession susvisée, permettant ainsi aux actionnaires de Thermocompact de céder leurs actions à des conditions financières équivalentes à celles des détenteurs de titres de THERMO TECHNOLOGIES.

Suite au changement de contrôle de Thermocompact, l'intégralité des administrateurs en fonction a démissionné à l'exception de Monsieur Gilles Mollard, qui a alors été désigné par le conseil d'administration dans sa nouvelle composition (telle que décrite au paragraphe 1.3.8 du projet de Note d'information) en qualité de Président Directeur Général.

Il est précisé que, dans le cadre du protocole, les cédants et leurs affiliés, ainsi que Messieurs Gilles Mollard, Jean-Claude Cornier et Bernard Mollard, disposant d'une participation dans Thermocompact, se sont engagés à apporter l'intégralité de leurs titres, représentant 4,1% du capital de Thermocompact, à l'Offre.

Par ailleurs, Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier réinvestiront dans THERMO TECHNOLOGIES, directement ou indirectement, à hauteur d'une participation de l'ordre de 10 %, au plus tard dans les trois mois suivant la cession, à un prix déterminé sur la même base de valorisation.

(i) Répartition du capital et des droits de vote de Thermocompact

Le capital social de Thermocompact s'élève, à la date des présentes, à la connaissance de l'Initiateur, à 5 142 852,39 euros, divisé en 1 544 855 actions ordinaires.

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société.

Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote	% du capital	% des Droits de vote
Thermo Technologies	1 305 587	2 574 010	84,5 %	91,5 %
SOFIL & Familles Mollard et Cornier	63 917	63 917	4,1 %	2,3 %
Public et fonds	175 351	175 783	11,4 %	6,2%
Total	1 544 855	2 813 710	100 %	100%

(ii) Titres donnant accès au capital

A la date d'établissement de la présente note, la société Thermocompact n'a émis aucune valeur mobilière ni titre susceptible de donner accès au capital. Il n'existe aucun capital potentiel

(iii) Déclaration de franchissements de seuils et d'intention

Suite à l'acquisition par Edify de la totalité du capital de THERMO TECHNOLOGIES, laquelle détient 84,5% du capital et 91,5 % des droits de vote de la Société Thermocompact, dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext, Edify a déclaré le 28 septembre 2017 avoir franchi de manière indirecte les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3 du capital et des droits de vote ainsi que le seuil de 90% des droits de vote de Thermocompact. (avis AMF 217C2271)

Dans ce cadre, la déclaration d'intention suivante a été effectuée par Edify :

1/ La société Edify SA déclare avoir franchi en hausse, de manière indirecte (via la Société Thermo Technologies dont elle a acquis la totalité du capital), les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3 du capital et des droits de vote ainsi que le seuil de 90% des droits de vote de Thermocompact, étant précisé que l'acquisition des titres Thermo Technologies a été assurée par la mobilisation de la trésorerie et des lignes de crédit à la disposition d'Edify SA.

2/ La société Edify SA déclare qu'à ce jour, ni elle, ni la Société Thermo Technologies n'agissent de concert avec un autre actionnaire à l'égard de la Société Thermocompact.(voir ci-dessous le réinvestissement à venir de Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier)

3/ La société Edify SA déclare :

- qu'elle détient à ce jour la totalité du capital de Thermo Technologies (holding de contrôle de Thermocompact), étant précisé que Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier réinvestiront, directement ou indirectement, dans Thermo Technologies, dans les trois mois suivant la cession des actions Thermo Technologies à Edify (intervenue le 22 septembre 2017) à hauteur d'une participation de l'ordre de 10 % ;

- qu'il est envisagé que la société Thermo Technologies, qui détient déjà le contrôle de Thermocompact, augmente sa participation dans le capital de cette dernière. En effet, Thermo Technologies déposera auprès de l'AMF dès que possible une offre publique d'achat simplifiée en numéraire visant à acquérir les actions Thermocompact qu'elle ne détient pas encore. Les termes de cette offre seront détaillés dans le projet de note d'information. La société Thermo Technologies se réserve le droit de continuer ses achats d'actions Thermocompact à compter du début de la période d'offre conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

A l'issue de cette offre publique d'achat simplifiée :

- Thermo Technologies envisage de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires de Thermocompact, ne détiendraient, à l'issue de l'offre susvisée, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote afin de se voir transférer les actions de Thermocompact non apportées à l'offre ;
- Thermo Technologies se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où elle viendrait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95 % des droits de vote de Thermocompact et où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, si les conditions sont

remplies, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de Thermocompact qui ne seraient pas encore détenues directement ou indirectement par Thermo Technologies, conformément à l'article 236-3 du Règlement général de l'AMF ;

- Thermo Technologies se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris, la radiation des actions de Thermocompact d'Euronext Paris, sous réserve de l'autorisation préalable d'Euronext Paris et du respect de ses règles de marché, dans l'hypothèse où Thermo Technologies ne pourrait pas mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire comme indiqué ci-avant.

En fonction des résultats de l'offre publique, Edify SA se réserve la possibilité d'étudier une éventuelle fusion de Thermocompact, étant précisé qu'à ce jour aucune décision n'a été prise à cet égard.

4/ La société Edify SA, de manière directe et indirecte (via la Société Thermo Technologies), a l'intention de poursuivre la stratégie de la société Thermocompact et de l'accompagner dans son développement.

La société Edify SA, de manière directe et indirecte (via la Société Thermo Technologies), n'a pas l'intention de réaliser l'une des opérations listées à l'article 223-17 I, 6° du règlement général de l'AMF, sous réserve de ce qui est décrit au point 3 ci-dessus.

5/ La société Edify SA déclare qu'elle ne détient, directement ou indirectement via la société Thermo Technologies, aucun des instruments financiers et n'est partie à aucun des accords visés aux 4° et 4 bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce. Il est précisé que, dans le cadre du protocole relatif à l'acquisition des titres de Thermo Technologies par Edify, les cédants ou leurs affiliés, ainsi que Messieurs Gilles Mollard, Jean-Claude Cornier et Bernard Mollard, disposant d'une participation dans Thermocompact, se sont engagés à apporter l'intégralité de leurs titres à l'offre, représentant 4,1% du capital de Thermocompact.

6/ La société Edify SA déclare qu'elle n'a conclu, directement ou indirectement via la société Thermo Technologies, aucun accord de cession temporaire ayant pour objet les actions et/ou les droits de vote de la société Thermocompact. (Il est précisé que la Société Thermo Technologies envisage de consentir un prêt d'une action Thermocompact à chaque administrateur de Thermocompact afin de leur permettre de respecter l'obligation prévue par l'article 15 des statuts de Thermocompact).

7/ Dans le cadre du changement de contrôle de la société Thermocompact, l'ensemble des administrateurs en fonction ont remis leur démission à l'exception de Monsieur Gilles Mollard. Sur proposition d'Edify, le conseil d'administration de Thermocompact, réuni le 22 septembre 2017, a procédé à la cooptation de quatre administrateurs en remplacement des membres démissionnaires.

Lors de ce conseil, Monsieur Gilles Mollard a été nommé en qualité de Président Directeur Général.

(iv) Engagements d'apport à l'Offre

Dans le cadre du protocole d'accord conclu en vue de l'acquisition du capital de THERMO TECHNOLOGIES, les cédants et leurs affiliés détenant une participation dans Thermocompact ainsi que Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier se sont engagés de manière ferme et définitive à apporter à l'Offre les titres qu'ils détiennent dans Thermocompact.

Cet engagement d'apport à l'Offre porte ainsi sur la totalité de la participation détenue par Sofil ainsi que les familles Mollard et Cornier s'élevant à 63 917 actions et représentant 4,1% du capital.

Par ailleurs, il est précisé que dans le cadre de la réunion du conseil d'administration de la société Thermocompact, Monsieur Gilles Mollard a réaffirmé son intention d'apporter l'intégralité de ses titres

à l'Offre, étant précisé que les autres membres du conseil d'administration ne sont, à ce jour, pas encore actionnaires.

1.2. MOTIFS DE L'OFFRE

L'Offre revêt un caractère obligatoire conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF compte tenu du franchissement à la hausse du seuil de 30% du capital et des droits de vote de Thermocompact, de manière indirecte par Edify.

Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée et est ainsi déposée en application des articles 233-1 2° et 234-2 du Règlement général de l'AMF.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'Administration de Thermocompact se sont réunis en Conseil, le 29 septembre 2017, pour examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée, le cas échéant suivie d'un retrait obligatoire, initiée par THERMO TECHNOLOGIES et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre, et notamment le caractère équitable du prix de 45,20 euros par action, au regard d'une part, du rapport du cabinet HAF Audit et Conseil, membre de Crowe Horwath International, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF, et d'autre part, de l'évaluation des titres Thermocompact faite par Kepler Cheuvreux.

2.1 Administrateurs ayant participé à la réunion

Les administrateurs ayant participé physiquement à cette réunion sont les suivants :

- Monsieur Gilles Mollard, Administrateur et Président Directeur Général,
- Monsieur Jean-François Lours, Administrateur,
- Madame Valérie Marques, Administrateur,
- Monsieur Christian Dujardin, Administrateur.

Par ailleurs, il est précisé que Madame Ingrid Motch, Administrateur, a assisté au conseil par des moyens de télécommunication.

2.2 Décisions du Conseil du 29 septembre 2017

« Présentation de l'offre »

*Suite à l'acquisition par Edify de la totalité du capital de THERMO TECHNOLOGIES, laquelle détient 84,5% du capital et 91,5 % des droits de vote de la Société Thermocompact, dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext, Kepler Cheuvreux (établissement présentateur) va déposer, le 2 octobre 2017, pour le compte de THERMO TECHNOLOGIES auprès de l'AMF, conformément à l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF, un projet d'Offre publique d'achat simplifiée visant la totalité des actions Thermocompact (l'« **Offre** »). THERMO TECHNOLOGIES détient, à la date du dépôt de l'Offre, 1 305 587 actions représentant 2 574 010 droits de vote Thermocompact soit 84,5 % du capital et 91,5 % des droits de vote de la Société.*

Le Président présente au Conseil le projet de note d'information qui sera déposé le 2 octobre 2017, auprès de l'AMF et qui comporte notamment ses motifs et ses intentions ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Kepler Cheuvreux.

Le prix de l'Offre sera de 45,20 euros par action Thermocompact.

La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

Le Président indique également que dans le cas où, à la clôture de la présente offre publique, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre publique ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Thermocompact, THERMO TECHNOLOGIES se réserve la faculté de procéder, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre publique, conformément aux articles L. 433-4 III du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, à une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'offre publique moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre, soit 45,20 euros par action Thermocompact.

En application des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où THERMO TECHNOLOGIES viendrait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95% des

droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre, THERMO TECHNOLOGIES se réserve également la faculté de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, si les conditions sont remplies, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société qui ne seront pas encore détenues directement ou indirectement par THERMO TECHNOLOGIES.

Dans l'hypothèse où elle ne pourrait pas, à l'issue de l'Offre, mettre en œuvre un retrait obligatoire, THERMO TECHNOLOGIES se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation des actions Thermocompact d'Euronext Paris. Il est rappelé qu'Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si la liquidité des actions Thermocompact est fortement réduite à l'issue de l'Offre, de telle sorte que la radiation de la cote soit dans l'intérêt du marché et prise conformément aux règles de marché d'Euronext Paris.

Intérêts de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires de Thermocompact qui apportent leurs actions à l'Offre la liquidité immédiate de leur participation à un prix de 45,20 euros par action qui tient compte de la possibilité que se réserve l'Initiateur de demander le retrait obligatoire à l'issue de l'Offre. Cette opération permettra aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une possibilité de sortie du capital à un prix offrant une prime de 6,3% par rapport à la moyenne pondérée des cours de bourse sur les 3 derniers mois.

Les éléments d'appréciation du prix d'Offre sont indiqués en Section 3 du projet de note d'information et résumés dans le paragraphe ci-après.

Evaluation du prix par Kepler Cheuvreux et rapport de l'expert indépendant

Le Conseil d'administration prend connaissance de l'évaluation des titres Thermocompact faite par la société Kepler Cheuvreux.

La synthèse des éléments d'appréciation du prix est reproduite ci-dessous :

Sur la base des méthodes et des références d'évaluation présentés ci-avant, le Prix de l'Offre fait ressortir les primes suivantes :

Synthèse générale	Prix par action	Pirme / (décôte) induite (%)
Actualisation des flux de trésorerie		
Valeur centrale	35.61 €	26.9%
Méthode des comparables boursiers		
VE/EBITDA	37.17 €	21.6%
VE/EBIT	41.58 €	8.7%
Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)		
VE/EBITDA	38.74 €	16.7%
VE/EBIT	49.21 €	(8.2%)
Transaction récente sur le capital		
Transaction portant sur THERMO TECHNOLOGIES	45.20 €	0.0%
Analyse du cours de bourse (post détachement du dividende)	45.20 €	
Cours au 17/07/2017	46.97 €	(3.8%)
CMPV 1 mois	46.66 €	(3.1%)
CMPV 3 mois	42.51 €	6.3%
CMPV 6 mois	36.95 €	22.3%
CMPV 1 an	34.00 €	32.9%
Analyse du cours de bourse (pré détachement du dividende)	46.80 €	
Cours au 17/07/2017	46.97 €	(0.4%)
CMPV 1 mois	46.66 €	0.3%
CMPV 3 mois	42.51 €	10.1%
CMPV 6 mois	36.95 €	26.7%
CMPV 1 an	34.00 €	37.6%

Le Conseil d'administration prend également connaissance du rapport du cabinet HAF Audit et Conseil, membre de Crowe Horwath International, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, expert indépendant nommé par la société, qui conclut, au terme de son rapport, à l'équité du prix proposé. Ce rapport sera annexé au procès-verbal de la présente réunion (**Annexe 1**).

Avis du Conseil

Le Président indique au Conseil d'administration qu'il doit rendre un avis motivé sur le projet d'Offre initié par THERMO TECHNOLOGIES et, notamment, sur l'intérêt que cette Offre présente ainsi que ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'Administration de la société a pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur, tel qu'il envisage de le déposer 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 Kepler Cheuvreux, établissement présentateur de l'Offre ;
- le rapport établi par le Cabinet HAF Audit et Conseil, membre de Crowe Horwath International, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« Expert Indépendant »), conformément aux articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF ;
- le projet de note en réponse de la Société prévu par les articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF ; et
- les projets de documents « Autres Informations » sur les caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de THERMO TECHNOLOGIES et de Thermocompact prévus par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF.

Après examen de ces documents, des termes de l'Offre et des intentions de THERMO TECHNOLOGIES sur les douze prochains mois, les membres du Conseil d'administration ont procédé à un échange de vue sur l'ensemble de ces éléments et ont constaté que :

- *l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, en raison du franchissement en hausse, de manière indirecte, des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3 du capital et des droits de vote ainsi que du seuil de 90% des droits de vote de Thermocompact, résultant de l'acquisition par Edify de la totalité du capital de THERMO TECHNOLOGIES, laquelle détient 84,5% du capital et 91,5 % des droits de vote de la Société Thermocompact ;*
- *l'Initiateur s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société. Il envisage de l'accompagner dans le développement de ses activités existantes, de lui donner les moyens de se positionner sur de nouveaux marchés, et de poursuivre sa stratégie, et le succès de l'Offre ne devrait par conséquent pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société, notamment en matière d'emploi ;*
- *l'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritère 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 pourrait être mis en œuvre ;*
- *l'Offre sera suivie d'un Retrait Obligatoire si les conditions requises se trouvent remplies ;*
- *compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et de l'activité de la Société, un maintien de la cotation des actions de la Société aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris ne correspond plus au modèle économique et financier de la Société ;*
- *la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris et ainsi de réduire ses coûts de fonctionnement, relativement élevés au regard d'une capitalisation boursière et d'une liquidité sur le titre Thermocompact particulièrement faibles, de se libérer des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés cotées et ainsi de consacrer toutes ses ressources à son développement ;*
- *l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation.*

Après avoir effectué toutes ses constatations, le Conseil d'administration, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant, et de l'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre, estime à l'unanimité des membres présents que :

- *le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;*
- *les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la société.*

Ainsi, au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, à l'unanimité des membres présents, émet un avis favorable sur le projet d'Offre publique d'achat simplifiée, le cas échéant suivi d'un retrait obligatoire, initié par THERMO TECHNOLOGIES au prix de 45,20 euros par action, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

En conséquence, le Conseil d'Administration recommande, à l'unanimité de ses membres présents, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE THERMOCOMPACT

Lors de sa réunion du 29 septembre 2017, le Conseil d'Administration a constaté à l'unanimité que Monsieur Gilles Mollard avait réaffirmé son intention d'apporter l'intégralité de ses titres à l'Offre, étant précisé que les autres membres du conseil d'administration ne sont à ce jour pas actionnaires.

4. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

Néant.

Conformément à l'article L. 2323-45 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité d'entreprise en cas d'offre publique d'acquisition, régie par les dispositions des articles L. 2323-38 à L. 2323-44 du Code du travail, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt du projet d'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

5. ACCORDS

5.1 ACCORD RELATIFS A L'OFFRE

Néant

5.2 AUTRES ACCORDS

Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier réinvestiront dans THERMO TECHNOLOGIES directement ou indirectement à hauteur d'une participation de l'ordre de 10 %, au plus tard dans les trois mois suivant la cession, à un prix déterminé sur la même base de valorisation.

Dans ce cadre, il est précisé que Edify et Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean Claude Cornier (de façon directe ou indirecte) constitueront une société qui détiendra une participation dans THERMO TECHNOLOGIES et signeront un pacte d'actionnaires au niveau de cette société d'une durée de 25 ans, prévoyant notamment :

- un engagement d'inaliénabilité des actions de cette société pendant 10 ans (sauf exception) ;
- une liquidité de la participation de Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean Claude Cornier dans cette société à certaines conditions ;
- une obligation de sortie conjointe de cette société pour Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean Claude Cornier en cas d'offre de rachat totale portant sur les titres THERMO TECHNOLOGIES ou Thermocompact ;
- une clause antidilution et un droit de sortie conjointe ou partielle au profit de Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean Claude Cornier dans certaines hypothèses (et notamment en cas de perte de contrôle de THERMO TECHNOLOGIES par Edify ou d'entrée d'un tiers à hauteur de 20% de THERMO TECHNOLOGIES, étant précisé que ces dispositions s'appliqueront mutatis mutandis en cas de cession de titre Thermocompact par THERMO TECHNOLOGIES et/ou en cas d'émission de titre par Thermocompact au profit d'un tiers) ;
- des promesses de cessions et d'acquisition des titres de cette société dans certaines conditions (notamment en cas de fin de mandat social de Messieurs Gilles et Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier au niveau de THERMO TECHNOLOGIES ou de Thermocompact).

6. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

6.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent projet de note en réponse, le capital et les droits de vote de la Société et les titres donnant accès au capital de la Société sont, à la connaissance de la Société, répartis de la façon suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote	% du capital	% des Droits de vote
Thermo Technologies	1 305 587	2 574 010	84,5 %	91,5 %
SOFIL & Familles Mollard et Cornier	63 917	63 917	4,1 %	2,3 %
Public et fonds	175 351	175 783	11,4 %	6,2%
Total	1 544 855	2 813 710	100 %	100%

A la date d'établissement de la présente note, la société Thermocompact n'a émis aucune valeur mobilière ni titre susceptible de donner accès au capital. Il n'existe aucun capital potentiel

6.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

6.3. 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

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 6.1 ci-dessus.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 28 des statuts de la Société, aux termes duquel un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel 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 avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale sont fixées par les statuts (articles 14 et 19 des statuts).

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

6.8. Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration et de la direction générale sont décrits aux articles 18 et 19 des statuts.

Le conseil d'administration ne dispose à ce jour d'aucune autorisation ou délégation de compétence en matière d'augmentation de capital.

En matière de programme de rachat d'actions, le Conseil d'administration dispose d'une autorisation à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L.225-209 du Code de commerce, dans la limite de 10 % de son capital social avec une limite de 5 % pour la croissance externe, consentie par l'assemblée générale des actionnaires du 15 juin 2017, étant précisé que le prix maximum par action a été fixé à 40 euros. Cette autorisation a été consentie pour une durée de dix-huit mois qui expirera le 14 décembre 2018. A ce jour, la Société ne détient aucune action autodétenue.

6.9. 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

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

6.10. 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

Néant

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la Société a procédé le 3 août 2017 à la désignation du Cabinet HAF Audit et Conseil, membre de Crowe Horwath International, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet HAF Audit et Conseil, membre de Crowe Horwath International, a rendu un rapport le 29 septembre 2017, reproduit en Annexe du présent projet de note en réponse.

8. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Thermocompact seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Le 2 octobre 2017

Thermocompact

Représentée par M. Gilles Mollard,

Président Directeur Général

ANNEXE

Rapport de l'expert indépendant

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE THERMOCOMPACT INITIEE PAR
THERMO TECHNOLOGIES**

SOMMAIRE

1	Présentation de l'opération	21
1.1	Sociétés concernées par l'opération	21
1.1.1	Présentation de la société initiatrice	21
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre	21
1.1.2.1	Environnement économique	21
1.1.2.2	Historique du groupe Thermocompact	23
1.1.2.3	Activités du groupe Thermocompact	23
1.1.2.4	Performance financière historique	25
1.1.2.5	Equilibre bilanciel et trésorerie	26
1.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre.....	28
1.2.1	Contexte et motifs de l'Offre	28
1.2.2	Termes de l'Offre.....	29
2	Présentation de l'expert indépendant.....	30
2.1	Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International.....	30
2.1.1	Présentation générale	30
2.1.2	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	30
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.....	31
2.3	Déclaration d'indépendance	32
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	32
2.5	Rémunération	32
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise	32
2.6.1	Programme de travail	32
2.6.2	Calendrier de l'étude.....	34
2.6.3	Liste des personnes rencontrées	35
2.6.4	Informations utilisées	35
3	Eléments d'appréciation du prix proposé.....	37
3.1	Données structurant l'évaluation	37
3.1.1	Référentiel comptable	37
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions.....	37
3.1.3	Dette nette ajustée.....	37
3.1.4	Business plan et périmètre	38
3.2	Méthodes d'évaluation écartées	39
3.2.1	Méthode de l'Actif Net Comptable (ANC).....	39
3.2.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)	39
3.2.3	Méthode d'actualisation des dividendes futurs	39
3.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	40
3.3.1	Transaction récente intervenue sur le capital de la société	40
3.3.2	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)	42
3.3.3	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.....	48

3.4 Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif	53
3.4.1 Méthode du cours de bourse	53
3.4.2 Méthode des transactions comparables	57
4 Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur.....	61
4.1 Eléments d'appréciation du prix d'Offre.....	61
4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :	61
4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :	61
5 Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	67

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 a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Thermocompact le 3 août 2017 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PORTANT
SUR LES ACTIONS DE THERMOCOMPACT INITIEE PAR THERMO
TECHNOLOGIES**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre »), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire, portant sur les actions de la société Thermocompact (ci-après « Thermocompact »), 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 des articles 261-1-I 1° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, l'initiateur qui détient environ 84,5% du capital social et 91,5% des droits de vote ayant des représentants au Conseil d'Administration de la cible, et de l'article 261-1-II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Thermocompact dans le cadre de l'Offre s'établit à 45,20€ 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 la société Thermocompact 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 concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

La société Thermo Technologies est une société par actions simplifiée au capital de 18.085.741 euros dont le siège social se situe au 181 Route des Sarves, 74330 Epagny Metz-Tessy, immatriculée au Registre de commerce et des sociétés d'Annecy sous le numéro 789 732 575.

Thermo Technologies a été constituée le 30 novembre 2012 afin de regrouper les participations de certains actionnaires de référence de la société Thermocompact, à savoir les familles Mollard et Cornier (actionnaires à titre personnel et/ou via la société Sofil co-détenue par les dites familles) et les fonds d'investissement Naxicap Partners et EPF Partners.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société Thermocompact est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 5.142.852,39 euros dont le siège social est situé sur la Route de Sarves, ZI Les Iles, 74370 Metz-Tessy, immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Annecy, sous le numéro 403 038 037, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR004037182.

1.1.2.1 Environnement économique

a) Les fils et câbles

Les fils et câbles sont des produits émaillés fabriqués à base de matériaux tels que le cuivre, l'aluminium et le verre.

Les principaux débouchés du marché des fils et câbles sont : le secteur de l'énergie où les produits sont utilisés pour les réseaux de transfert ainsi que la distribution d'électricité ; le secteur du bâtiment où le câblage permet, entre autres, l'interconnexion entre bâtiments et la construction de réseaux ; et les secteurs de l'aéronautique et l'automobile pour la transmission des informations et l'alimentation des habitacles. Le secteur des télécommunications, et plus récemment depuis le déploiement de la technologie fibre optique, joue également un rôle important dans la demande de fils et câbles actuelle.

L'industrie des fils et câbles, dépendante de ces secteurs, a connu des fluctuations sur la demande de ses produits depuis la fin des années 1990, marquée un temps par le regain de la construction immobilière en Europe puis l'accélération des installations de télécommunication en fibre optique depuis le milieu des années 2000.

Egalement très dépendants du coût des matières premières et notamment du cuivre et de l'aluminium, les producteurs de fils et câbles ont pu bénéficier de la baisse des matières

premières depuis 2013. Afin de faire face à la concurrence internationale, les opérateurs français ont décidé de répercuter la baisse de leurs coûts d'approvisionnements aux clients finaux.

Les acteurs de l'industrie des fils et câbles peuvent être segmentés en deux catégories. D'une part, les généralistes produisant à la fois des solutions sur la fibre et sur les câbles cuivre classiques tels que le français Nexans ou l'américain General Cable, et d'autre part les acteurs spécialisés tels que Delphi Connection System France (fabrication de câbles pour le secteur automobile) ou Schlumberger Vector (câbles pour l'industrie pétrolière) s'adressant à des marchés particuliers.

En 2015, les principaux acteurs du marché français sont : le français Nexans (6,2md€ de chiffre d'affaires consolidé) ; l'italien et leader mondial Prysmian (7,4md€ de chiffre d'affaires consolidé) au travers de ses filiales Prysmian Câbles et Systèmes France et Draka Comteq France ; General Cable (3,8md€ de chiffre d'affaires consolidé) et sa filiale française Silec Cable ; et la société française Acome avec 428m€ de chiffre d'affaires au niveau monde dont 330m€ en France.

Après une année 2016 en recul pour le secteur (-2,2% en valeur), les spécialistes prévoient pour l'année 2017 une nouvelle baisse du volume global des ventes en valeur de -0,5%. Cependant, certains spécialistes axés sur la fibre optique et les connecteurs devraient voir leur activité croître en raison d'une forte demande¹.

b) Le revêtement de surface et traitement des métaux

Les opérations de traitement et de revêtement des métaux sont principalement utilisées dans l'industrie pour modifier les propriétés des pièces métalliques, les protéger ou encore les décorer. L'objectif est d'améliorer leur résistance à la corrosion (donc leur durée de vie), leur conductibilité électrique ou encore leurs caractéristiques de glissement.

Les débouchés du marché du revêtement de surface et traitement des métaux sont par nature multiples et variés ; ce procédé faisant partie intégrante du processus de production de toute pièce métallique. Cependant, des secteurs font office de moteur de la demande de ce marché. C'est le cas notamment des secteurs de l'aéronautique, de l'automobile et du BTP.

Comme le marché des fils et torons, les opérateurs du marché du revêtement et traitement de surface sont composés de différents profils. Les spécialistes des traitements de métaux et les spécialistes des traitements de surface peuvent ainsi être segmentés, de même que les filiales des grands groupes sidérurgiques internalisant leurs activités.

Avec un chiffre d'affaires de plus de 3md€, le secteur français du traitement et du revêtement des métaux se positionne à la troisième place européenne derrière l'Allemagne et l'Italie. Malgré une année 2015 mitigée, le secteur a confirmé sa reprise en 2016 (+2% de chiffre d'affaires) liée au rebond de l'activité BTP, tendance qui devrait se poursuivre sur 2017 (prévisions : +1,5% de chiffre d'affaires).

¹ Etude Xerfi, *La fabrication de fils, câbles isolés et connecteurs*, novembre 2016.

1.1.2.2 Historique du groupe Thermocompact

La société a été créée en 1913 sous le nom de LAMINOR. Elle était alors spécialisée dans la création de bracelets de montre. En 1973, elle prend le nom de Thermocompact suite à son implantation sur Metz-Tessy en Haute Savoie. Son marché historique ralentissant, elle se positionne sur le secteur de la galvanoplastie, plus communément appelé revêtement de surface, en développant une solide expertise dans le traitement de surface par dépôt de métaux précieux. Cette compétence consiste à donner au produit de nouvelles caractéristiques (durabilité, qualité, fiabilité, etc.) par procédé électrolytique ou chimique.

La même année, le groupe rachète la société Galvafil, spécialisée dans le traitement du fil métallique. Cette acquisition lui permet dès lors d'innover en étendant sa compétence initiale de galvanoplastie sur pièces industrielles à l'aide de leur nouveau procédé chimique et métallurgique qui permet d'étirer les pièces industrielles sans altérer le revêtement. En utilisant le revêtement sur ce nouveau type de support, le groupe entre sur le marché des fils et des torons (utilisés notamment pour fabriquer des câbles).

En alliant les compétences issues de l'activité historique de Thermocompact et celles de sa filiale Galvafil, et grâce à un réseau de distribution étendu, le groupe devient le leader mondial sur son marché.

C'est en 1998 que le groupe s'introduit en bourse à Paris sur le second marché.

Trois ans plus tard, en 2001, Thermocompact rachète FSP-one pour couvrir un éventail plus large d'utilisateurs de fils revêtus et plus largement pour couvrir la zone dollar, FSP-one possédant une filiale aux Etats-Unis.

En 2007, le groupe continue sa croissance en ouvrant une filiale au Vietnam pour servir, cette fois, le marché asiatique.

En 2011, Thermocompact se lance dans un programme d'envergure : le développement d'un fil diamant (Diamond Wires) pour la découpe du silicium et du saphir. Cette activité vise principalement les marchés du photovoltaïque et des composants électroniques, marchés en pleine expansion.

Poursuivant sa stratégie de développement, le groupe acquiert en janvier 2017 - T.S.D.M, spécialiste français du traitement thermique sous vide des outillages et pièces industriels. Cette acquisition intervient dans une optique de renforcement du pôle revêtement de surface en croissance constante.

1.1.2.3 Activités du groupe Thermocompact

La compétence historique de Thermocompact réside dans la technique de revêtement métallique par procédé chimique et électrolytique. Le groupe a diversifié cette technique, issue de la bijouterie, sur d'autres marchés.

Selon la même technologie de galvanoplastie, Thermocompact revêt, tréfille et toronne des fils à base de cuivre, laiton, argent ou autres alliages utilisés dans des marchés comme les machines d'usinage par micro-étincelage, la fabrication de câbles de haute technologie pour

l'aéronautique, les télécommunications, les câbles chauffants, la passementerie, les cordes de guitare, etc.

La gestion du groupe s'articule, aujourd'hui, autour de deux segments d'activité :

- Les « Fils et Torons »

L'activité fils et torons se répartit sur deux marchés historiques. Le premier marché concerné porte sur les fils EDM (Electrical Discharge Machining). Cette technologie, appelée « électroérosion » est un procédé d'usinage consistant à enlever de la matière dans une pièce en utilisant des décharges électriques. La couverture commerciale des fils EDM est mondiale avec 98% de ventes réalisées à l'export en 2016.

Le second marché concerne les fils spéciaux. Ces produits trouvent leur utilisation dans des industries telles que l'aéronautique, les télécommunications, le spatial et le marché historique de la passementerie. Environ 50% de la production des fils spéciaux de Thermocompact est destinée à l'export.

L'activité fils et torons a représenté pour l'année 2016, 81% du chiffre d'affaires réalisé par Thermocompact.

La société s'est lancée depuis 2011 dans le développement d'un fil diamant (Diamond Wires) pour la découpe du silicium et du saphir. Les retombées économiques de cette nouvelle technologie sont attendues à partir de 2017.

- Le « Revêtement de surface »

Cette seconde activité consiste à venir déposer une fine couche de métal (souvent précieux) par procédé électrolytique ou chimique sur des pièces mécaniques ouvragées par le client. Ce processus permet de modifier les propriétés du métal de base et ainsi d'améliorer le fonctionnement des pièces traitées. Les pièces à revêtir étant fournies par les clients, il s'agit d'une relation partenariale de type sous-traitance.

Compte tenu des délais et des coûts de transports pouvant s'avérer élevés, le chiffre d'affaires de l'activité de revêtement de surface est quasi-exclusivement réalisé en France.

Cette activité a représenté pour l'année 2016, 19% du chiffre d'affaires réalisé par Thermocompact.

1.1.2.4 Performance financière historique

En k€	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017 ¹
CA Fils et Torons	56 792	57 428	56 285	36 103
<i>Taux de croissance</i>	-3,8%	1,1%	-2,0%	27,7%
CA Revêtement Technologique	12 170	12 197	13 138	11 210
<i>Taux de croissance</i>	9,8%	0,2%	7,7%	68,8%
Chiffre d'affaires total	68 962	69 625	69 423	47 313
<i>Taux de croissance</i>	-1,7%	1,0%	-0,3%	35,5%
EBITDA	8 216	7 514	8 845	7 480
<i>en % de CA total</i>	11,9%	10,8%	12,7%	15,8%
ROC Fils et Torons	3 841	3 317	4 371	nc
<i>en % du CA Fils et Torons</i>	6,8%	5,8%	7,8%	
ROC Revêtement Technologique	1 519	962	1 091	nc
<i>en % du CA Revêtement Technologique</i>	12,5%	7,9%	8,3%	
Résultat Opérationnel Courant (EBIT)	5 360	4 279	5 459	5 530
<i>en % de CA total</i>	7,8%	6,1%	7,9%	11,7%

Source : Etats financiers annuels au 31/12 de l'année 2014, 2015 et 2016 et semestriel au 30 juin 2017

¹ exercice de 6 mois - le taux de croissance du chiffre d'affaires a été calculé par rapport au 1er semestre 2016

nc : non communiqué

Chiffre d'affaires

Sur 2016, le chiffre d'affaires du groupe est resté stable (-0,3%) malgré une nouvelle chute du cours du cuivre (-11%). Cette même année, la remontée des cours de l'or (+8%) et de l'argent (+9%) ont permis d'atténuer la baisse conséquente du cuivre.

Le chiffre d'affaires de l'activité fils et torons est resté stable sur la période 2014-2016. La baisse du cours du cuivre a été compensée par la progression de la société sur le marché aéronautique français, une bonne tenue du marché asiatique et un mix orienté vers les produits haut de gamme (fils et torons de haute technicité).

A noter que la commercialisation du fil de découpe diamant pour le saphir a débuté courant 2016 mais est restée cependant très faible en valeur sur cet exercice.

L'activité de revêtement technologique de Thermocompact connaît une croissance soutenue sur la période 2014-2016. Cette hausse s'explique par des gains de part de marché continus dans les activités connectique et spatiale, secteurs en plein essor.

Au cours du premier semestre 2017, le chiffre d'affaires de Thermocompact a augmenté de manière significative (+35,5%) par rapport au premier semestre précédent. Outre l'effet lié à l'acquisition de T.S.D.M, la société réalise, à périmètre constant, une progression importante de ses revenus alimentée par un effet hausse des cours des métaux et un effet devises positif.

Cette forte croissance s'explique également par une hausse des ventes en volume des fils et torons sur les marchés français, européens et américains ainsi que la conquête de nouveaux marchés aux besoins haut de gamme tels que l'aéronautique.

La croissance de l'activité « revêtement de surface » reste soutenue, Thermocompact ayant acquis de nouvelles parts de marchés dans le secteur de la connectique.

Résultat opérationnel courant

Le résultat opérationnel courant sur la période 2014-2016 est marqué par une baisse en 2015 (-1.080k€ versus 2014) qui s'explique notamment par le coût des recherches sur le fil de diamant impactant directement la rentabilité de l'activité Fils et Torons pour environ 1.300k€. Le revêtement technologique connaît quant à lui une baisse de son résultat opérationnel courant de 557k€.

Au 31 décembre 2016, le résultat opérationnel consolidé courant est en hausse et représente 7,9% du chiffre d'affaires, niveau comparable à l'année 2014.

Au 30 juin 2017, le résultat opérationnel courant, en ligne avec la forte hausse du chiffre d'affaires sur le premier semestre, s'établit à 5.530k€ (11,7% du chiffre d'affaires, soit un niveau supérieur à celui observé au 31 décembre 2016). Il convient de noter un phénomène de saisonnalité, le chiffre d'affaires du premier semestre étant historiquement plus élevé.

1.1.2.5 Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

Actif économique (en k€)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
Ecart d'acquisition	2 049	2 089	2 102	11 219
Immobilisations incorporelles	2 150	1 844	1 495	1 336
Immobilisations corporelles	16 915	16 772	17 711	19 642
Actifs immobilisés hors immobilisations financières	21 114	20 705	21 308	32 197
BFR	9 274	8 859	9 863	11 043
Actif d'exploitation	30 388	29 564	31 171	43 240
Impôts différés nets	-304	-411	-280	-443
Actifs financiers	67	77	134	160
Autres actifs (nets des passifs) non courants	-24	-37	-60	-51
Actif économique	30 127	29 193	30 965	42 906
Capitaux engagés (en k€)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
Capitaux propres consolidés	27 480	29 535	31 503	31 140
Provisions à caractère décaissable	843	824	908	958
Dette financière nette (+) Trésorerie nette (-)	1 804	-1 166	-1 446	10 808
Capitaux engagés	30 127	29 193	30 965	42 906

Source : Etats financiers annuels au 31/12 de l'année 2014, 2015 et 2016 et états financiers semestriels au 30 juin 2017

La situation bilancielle est restée stable entre 2014 et 2016, les capitaux engagés passant de 30.127k€ à 30.965k€.

L'actif économique s'élève, au 30/06/2017, à 42.906k€. Il est essentiellement composé d'un BFR pour 11.043k€ analysé ci-après, d'immobilisations corporelles pour 19.642k€ et d'écarts d'acquisition pour 11.219k€.

Le début d'année 2017 est marqué par l'acquisition de la société T.S.D.M. Thermocompact comptabilise suite à ce rachat un goodwill complet de 9.117k€, principal élément de la hausse des écarts d'acquisitions.

Par ailleurs, la société a poursuivi ses investissements dans la nouvelle ligne de produits Diamond Wires, se traduisant par une hausse des immobilisations corporelles sur la période.

Au 30 juin 2017, les capitaux engagés s'élèvent à 42.906k€ en hausse de +38,5% par rapport au 31 décembre 2016. La dette financière nette s'établit, à 10.808k€, en forte hausse par rapport au 31 décembre 2016, la société ayant eu recours à un emprunt bancaire pour le financement de son acquisition.

La situation financière de la société reste très saine.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Besoin en fonds de roulement en k€	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
Actifs circulants				
Stock	8 682	8 685	10 396	12 118
<i>En jours de C.A</i>	<i>46 jours</i>	<i>46 jours</i>	<i>55 jours</i>	<i>54 jours</i>
Clients et comptes rattachés	10 344	9 292	11 551	16 909
<i>En jours de C.A</i>	<i>55 jours</i>	<i>49 jours</i>	<i>61 jours</i>	<i>75 jours</i>
Autres actifs circulants	667	1 905	1 105	1 712
<i>En jours de C.A</i>	<i>4 jours</i>	<i>10 jours</i>	<i>6 jours</i>	<i>8 jours</i>
	19 693	19 882	23 052	30 739
Passifs circulants				
Fournisseurs et comptes rattachés	-5 687	-7 139	-9 604	-11 996
<i>En jours de C.A</i>	<i>-30 jours</i>	<i>-37 jours</i>	<i>-50 jours</i>	<i>-54 jours</i>
Autres passifs circulants	-4 732	-3 884	-3 585	-7 700
<i>En jours de C.A</i>	<i>-25 jours</i>	<i>-20 jours</i>	<i>-19 jours</i>	<i>-34 jours</i>
BFR	9 274	8 859	9 863	11 043
Chiffre d'affaires HT*	68 962	69 625	69 423	81 825
BFR en jours de chiffre d'affaires HT	49 jours	46 jours	52 jours	49 jours
BFR en % du chiffre d'affaires HT	13,4%	12,7%	14,2%	13,5%

*le chiffre d'affaires au 30 juin 2017 correspondant à la période de 12 mois allant du 01/07/2016 au 30/06/2017

Fin 2016, le Besoin en Fonds de Roulement (ci-après dénommé « BFR ») représentait 52 jours de chiffre d'affaires (soit 14,2%) contre 49 jours de chiffre d'affaires (soit 13,4%) au 31 décembre 2014. Au 30 juin 2017, le BFR s'établissait à 11.043k€, soit 49 jours du chiffre d'affaires (13,5%).

Au regard de l'analyse détaillée des différentes composantes du BFR, la hausse en valeur absolue des stocks et clients et comptes rattachés entre 2014 et le premier semestre 2017 s'explique principalement par l'effet hausse des cours des métaux ainsi que par l'intégration des stocks et créances clients de T.S.D.M, les dettes fournisseurs étant impactés des mêmes effets.

Au final, le BFR de la société reste maîtrisé et stable à environ 49 jours de chiffre d'affaires sur la période observée et constitue un niveau normatif retenu pour la valorisation de la société.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

La société Thermocompact a annoncé, le 21 juillet 2017, la conclusion d'un protocole d'accord, sous conditions suspensives et condition préalable, ayant pour objet l'acquisition par la société Edify de la totalité du capital de sa holding de contrôle Thermo Technologies, détenant 84,5% du capital et 91,5% des droits de vote de Thermocompact.

Dans le cadre du Protocole, la cession restait soumise à la réalisation des conditions suspensives dont notamment l'accord des autorités de la concurrence concernées.

Le 22 septembre 2017, les actionnaires de la société Thermo Technologies, soit Banque Populaire Développement, Capentrepreneurs, EPF, Sofil, Monsieur Amédée Nicolas, IFE III et Les Combettes (ci-après les « Actionnaires Cédants »), ont cédé la totalité des actions Thermo Technologies qu'ils détenaient au profit d'Edify sur la base d'un prix global de 50.645.080€.

De ce fait, la société Edify a déclaré à l'AMF et à la Société avoir franchi (via la société Thermo Technologies), de manière indirecte, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% 1/3, 50%, 2/3 du capital et des droits de vote ainsi que du seuil de 90% des droits de vote de Thermocompact, générant ainsi l'obligation de déposer une offre publique visant les actions de Thermocompact.

La répartition du capital et des droits de vote de la société Thermocompact à la date de cession du capital de Thermo Technologies et à la date du présent rapport est la suivante :

Actionnaires	Nb d'actions	% du capital	Nb droits de vote	% des droits de vote
Thermo Technologies	1 305 587	84,5%	2 574 010	91,5%
SOFIL & Familles Mollard et Cornier	63 917	4,1%	63 917	2,3%
Public & fonds	175 351	11,4%	175 783	6,2%
Total	1 544 855	100,0%	2 813 710	100,0%

Source : Projet de note d'information

Dans le cadre du Protocole conclu en vue de l'acquisition du capital de Thermo Technologies, la société SOFIL ainsi que les familles Mollard et Cornier, disposant d'une participation dans Thermocompact, se sont engagés de manière ferme et définitive, à apporter à apporter l'intégralité de leurs titres, représentant 4,1% du capital de Thermocompact, à l'Offre.

Par ailleurs, il est précisé que Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier réinvestiront dans Thermo Technologies directement ou indirectement à hauteur d'une participation maximum d'environ 10%, au plus tard dans les trois mois suivant la cession (22 septembre 2017), à un prix déterminé sur la même base de valorisation que celle retenue entre Edify et les Actionnaires Cédants.

Dans le cas où, à la clôture de la présente Offre publique, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre publique ne représentaient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de Thermocompact, Thermo Technologies se réserve la faculté de procéder, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette Offre publique, conformément aux articles L. 433-4 V du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, à une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre publique moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 45,20€ par action Thermocompact.

L'objectif général de Thermo Technologies est de poursuivre la stratégie industrielle, commerciale et financière du groupe et de l'accompagner dans son développement.

En fonction des résultats de l'Offre publique, Edify se réserve la possibilité d'étudier une éventuelle fusion de Thermocompact, étant précisé qu'à ce jour aucune décision n'a été prise à cet égard.

Thermo Technologies n'anticipe aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du présent document.

1.2.2 Termes de l'Offre

A la date du présent rapport, Thermo Technologies détient 1.305.587 actions Thermocompact, représentant environ 84,5% du capital social et 91,5% des 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 Thermocompact existantes non détenues par Thermo Technologies, ce qui représente à la date du présent rapport 239.268 actions Thermocompact moyennant le versement de 45,20€ par action (après détachement du dividende de 1,60€ mis au paiement le 1^{er} septembre 2017).

2 Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil, 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 8^{ème} rang avec 35.300 associés et collaborateurs dans plus de 130 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.

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. Au sein de Crowe Horwath France, HAF Audit & Conseil intervient essentiellement sur des missions d'audit, de transaction services (due diligences) et d'évaluation.

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, Yohan Bonnet et Dan Tossou, 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

Six 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 de Retrait portant sur les actions de la société CCA International initiée par la société Finapertel (Juin 2017, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société IsCool Entertainment initiée par ICE Participation, filiale du groupe Hachette Livre (Juin 2017, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions de la société Phenix Systems initiée par 3D Systems Europe Ltd (Novembre 2016, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Les Nouveaux Constructeurs initiée par Premier Investissement (Octobre 2016, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Piscines Groupe GA initiée par la société GA Finances (Juillet 2016, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée) ;
- 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).

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 de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Thermocompact 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 30.000€, 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 et du secteur ;
- 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 ;
- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec le management de Thermocompact et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan de Thermocompact ;
- 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 aux transactions récentes intervenues sur le capital (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 Thermocompact ;
- 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 Thermocompact ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables ;
- valorisation de ces comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Thermocompact par analogie en fonction des multiples de comparables obtenus.

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

- 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 retenue à titre indicatif)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Thermocompact ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables ;
- valorisation des transactions en termes de multiples sur la base des prix payés et des agrégats financiers des sociétés cibles ;

- évaluation de Thermocompact par analogie en fonction des multiples de transactions obtenus.

Méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué (méthode écartée)

- analyse de la valeur de l'actif net comptable au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017.

Méthode des dividendes (méthode écartée)

Méthode du cours cible (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Thermocompact ;
- Appréciation du prix d'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 Thermocompact

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de Thermocompact a désigné HAF Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant le 3 août 2017.

Notre mission s'est déroulée du 3 août au 29 septembre 2017. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 3 au 18 août 2017 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Préparation de l'évaluation. Echanges avec le management de Thermocompact.
- du 19 août au 24 septembre 2017 : Analyse du protocole de cession et autres accords connexes, 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 le management de Thermocompact et l'établissement présentateur.

- du 24 au 29 septembre 2017 : rédaction du rapport, présentation du rapport au Conseil d'Administration.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Thermocompact (Société objet de l'Offre)

- M. Gilles Mollard, Directeur Général
- Mme. Anne-Laure Bouyer, Directrice Financière

Kepler Chevreux (Etablissement présentateur)

- M. Laurent Durieux, Executive Director
- Mme. Anne Portelance, M&A Analyst

D'hoir Beaufre Associés (Avocats)

- Mme. Severine Beaufre, Avocat à la Cour

2.6.4 Informations utilisées

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

- l'étude sur le traitement et le revêtement des métaux (septembre 2016) ainsi que l'étude sur la fabrication de fils, câbles isolés et connecteurs (novembre 2016) réalisées par Xerfi ;
- les informations publiques sur la société Thermocompact, notamment sur son site internet ;
- les états financiers historiques et notamment les rapports financiers annuels au 31 décembre 2016, 31 décembre 2015 et 31 décembre 2014 et les rapports semestriels au 30 juin 2016 et 30 juin 2017 certifiés par les commissaires aux comptes ;
- les informations fournies par la société et notamment le business plan 2017-2021 de la société établi par le management de Thermocompact ;
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ*, *InFinancials*, *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 comparables boursiers ; et prix d'acquisition et données historiques des sociétés cibles pour la mise en œuvre des transactions comparables ;
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Thermocompact ;
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre ;
- le rapport d'évaluation de la société Kepler Chevreux intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur ;

- le protocole de cession conclu le 21 juillet 2017 entre Edify et les Actionnaires Cédants de Thermo Technologies ;
- le certificat de closing relatif aux opérations décrites au protocole de cession Thermo Technologies signé par les parties en date du 22 septembre 2017 ;
- les principaux termes et conditions des pactes d'associés conclus par les associés de Manco2 ;
- la convention de mandat social conclue entre Thermo Technologies et son Président Montjoie Conseil, représenté par Monsieur Gilles Mollard.

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 compartiment C d'Euronext Paris, la société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2016. Les comptes consolidés au 30 juin 2017 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes avec les normes en vigueur.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au 21 juillet 2017, date d'annonce de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 1.544.855 actions.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de Thermocompact correspond au nombre d'actions en circulation au 21 juillet 2017, la société n'ayant pas émis d'instruments ayant un caractère dilutif sur la valeur par action de Thermocompact et ne détenant pas d'actions d'autocontrôle.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève à 1.544.855 actions.

3.1.3 Dette nette ajustée

La dette nette consolidée de Thermocompact, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la situation de dette financière nette de Thermocompact au 30 juin 2017 ajustée d'éléments encaissables et décaissables.

La dette financière nette s'élève à 10.808k€ au 30 juin 2017 et comprend de l'endettement bancaire moyen terme pour 10.162k€, une dette au titre d'un put sur intérêts minoritaires pour 5.011k€, des emprunts OSEO et avances ADEME pour 1.758k€, des crédits baux pour 476k€, des intérêts courus pour 78k€ et de la trésorerie pour 6.678k€.

Nous avons intégré à la dette nette des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et qui ne sont pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Nous avons ainsi considéré les provisions pour risques et charges principalement composées d'indemnités de départ en retraite, provisions pour médailles du travail et provisions pour litiges

clients comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons, par ailleurs, retraité l'économie d'impôts latente sur ces provisions (au taux de 28%). Au 30 juin 2017, ces provisions nettes s'élevaient à 690k€.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette « ajustée » au 30 juin 2017 de 11.498k€ détaillée comme suit :

En k€	
Endettement bancaire moyen terme	10 162
Dette au titre d'un put sur intérêts minoritaires	5 011
Emprunts OSEO/Avances ADEME	1 758
Crédit baux	476
Intérêts courus	78
Trésorerie	-6 678
Dette financière (+)/ Trésorerie (-) nette	10 808
Provisions pour risques et charges	690
Dette (+)/ Trésorerie (-) nette ajustée	11 498

Source : Comptes consolidés au 30 juin 2017 - Thermocompact

3.1.4 Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management de Thermocompact sur une durée de 5 ans (exercices clos du 31 décembre 2017 au 31 décembre 2021).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur un ensemble d'hypothèses de niveau de ventes des produits élaborés par Thermocompact sur ses trois activités: fils et torons, revêtement de surface et traitement thermique et l'activité nouvellement commercialisée Diamond Wires ;
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel courant / chiffre d'affaires) en distinguant les trois activités ;
- 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.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode de l'Actif Net Comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Thermocompact. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable au 31 décembre 2016 s'élève à 31.503k€, soit une valeur de 20,4€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 129,4%² sur cette valeur.

L'actif net comptable au 30 juin 2017 s'élève à 30.930k€, soit une valeur de 20,2€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 123,8%³ sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Thermocompact dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 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.

² Prime calculée par rapport au prix d'Offre avant détachement du dividende soit 46,80€

³ Prime calculée par rapport au prix d'Offre après détachement du dividende soit 45,20€

Au cours des 3 derniers exercices, les dividendes ont représenté environ la moitié du résultat net publié au titre des exercices 2014, 2015 et 2016. Cette politique de distribution résulte du mécanisme de LBO⁴, Mis en place suite à l'acquisition en 2013 de Thermo Technologies par Naxicap et EPF, et pourrait évoluer dans le futur. Cette méthode reste par ailleurs redondante avec la méthode des DCF.

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

3.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes :

- transaction récente intervenue sur le capital de la société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,

3.3.1 Transaction récente intervenue sur le capital de la société

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la Société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de Thermocompact.

Le 21 juillet 2017, la société Edify a conclu un protocole d'accord pour l'acquisition de la totalité du capital de Thermo Technologies, holding de contrôle détenant 84,5% du capital et 91,5% des droits de vote de Thermocompact.

Selon ce protocole, les Actionnaires Cédants ont décidé d'organiser la cession de 100% du capital de la société à Edify, sur une base entièrement diluée.

La répartition des titres Thermo Technologies objets de la cession à la date du protocole d'accord et avant la cession des actions Thermo Technologies se présentait comme suit :

Associés	Nombre d'actions	Nombre de BSA 1	Nombre de BSA 2	Pourcentage du capital et des droits de vote
SOFIL	1 700 000			10,11%
Banque Populaire Développement	9 816 321			58,38%
FPCI EPF IV	4 682 528			27,85%
Amédée Nicolas	117 062			0,70%
FPCI CAPENTREPRENEURS	499 750			2,97%
IFE III		520 080		
Les Combettes			750 000	
Total	16 815 661	520 080	750 000	100%

⁴ Leverage Buy Out

La répartition des titres Thermo Technologies objets de la cession à la date de réalisation après la cession des 16.815.661 actions et avant la cession à Edify des 1.270.080 actions à émettre (suite à l'exercice des 520.080 BSA 1 et 750.000 BSA 2) se présentait comme suit :

Associés	Nombre d'actions	Pourcentage du capital et des droits de vote
EDIFY	16 815 661	92,98%
IFE III	520 080	2,88%
Les Combettes	750 000	4,15%
Total	18 085 741	100%

Cette cession portant sur l'intégralité des 18.085.741 titres Thermo Technologies (en ce compris les actions issus de l'exercice des BSA 1 et BSA 2 à émettre un « instant de raison » après la cession des 16.815.661 actions) a été effectuée sur la base d'un prix de cession retenu d'un commun accord entre les parties, soit un prix total estimé à 50.645.080€.

Le prix de cession retenu résulte d'un processus de mise en concurrence du groupe Thermo Technologies auprès de plusieurs acquéreurs potentiels.

Ce prix de cession de Thermo Technologies induit une valorisation par action Thermocompact par transparence⁵ de 46,80€ avant détachement du dividende⁶ et 45,20€ après détachement du dividende, soit le prix proposé dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Il convient de noter par ailleurs que le protocole de cession du 21 juillet 2017 portant sur la cession des titres Thermo Technologies inclut des engagements de réinvestissement de Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier par l'acquisition, directe ou indirecte, auprès d'Edify, d'une quote-part des actions cédées. Ce réinvestissement serait effectué, dans les trois mois suivant la cession des actions Thermo Technologies à Edify (intervenue le 22 septembre 2017), sur la base d'un prix unitaire par action Thermo Technologies équivalent à celui résultant du prix de cession de 50.645.080€, soit 2,80€ par action Thermo Technologies, et porterait sur une participation maximum d'environ 10% dans le capital de Thermo Technologies.

Le 22 septembre 2017, un certificat de closing relatif aux opérations décrites au protocole de cession Thermo Technologies a été signé par les parties. Par le biais de ce certificat, outre des amendements de forme au protocole d'accord ayant été effectué, les parties ont pris acte et constaté la réalisation des conditions suspensives et de la condition préalable prévues au protocole et ont constaté la réalisation définitive de la cession des actions (en ce compris les actions émises suite à l'exercice des BSA 1 et BSA 2).

Cette transaction constitue une référence significative car elle porte sur l'intégralité du capital de Thermo Technologies, holding de contrôle du groupe Thermocompact qui détient 84,5% du capital et 91,5% des droits de vote de Thermocompact.

Par ailleurs, cette transaction est concomitante au lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et intègre donc le même niveau d'information sur la société Thermocompact.

⁵ Prise en compte du pourcentage de détention de Thermo Technologies dans Thermocompact (84,51% du capital) et du niveau d'endettement financier net chez Thermo Technologies

⁶ Dividende de 1,60€ par action Thermocompact mis au paiement le 1er septembre 2017

La transaction décrite ci-dessus au niveau de Thermo Technologies a été réalisée à un prix induisant une valeur unitaire des titres Thermocompact de 45,20€ par action (après détachement du dividende), soit une valeur équivalente au prix d'Offre.

Le protocole de cession du 21 juillet 2017 inclut également les engagements d'apports de leurs actions à l'Offre de chacun des Actionnaires Cédants ou de leurs affiliés détenant une participation dans le capital social de Thermocompact, de Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier. Ces engagements d'apports portent sur 4,1% du capital de la société Thermocompact.

Par ailleurs, nous avons analysé :

- les statuts à jour de Thermo Technologies ;
- les principaux termes et conditions des pactes d'associés conclus par les associés de Manco2, société constituée par Edify et les holdings patrimoniales de Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier au travers de laquelle ces derniers vont procéder à leur réinvestissement dans le groupe ;
- la convention de mandat social conclue entre Thermo Technologies et son président Montjoie Conseil, représenté par Monsieur Gilles Mollard.

L'examen de ces éléments juridiques ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

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 la direction de la société Thermocompact.

3.3.2.2 Analyse du business plan de Thermocompact

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires résulte de données établies par le groupe Thermocompact sur ses deux activités principales (fils et torons et revêtements) ainsi que sur la nouvelle technologie élaborée (Diamond Wires).

Le 11 septembre 2017, la société a communiqué un chiffre d'affaires semestriel en hausse de +35,5% par rapport au premier semestre 2016. Celle-ci est principalement due à un élargissement du périmètre de consolidation à la suite d'une acquisition ainsi qu'à l'effet hausse des cours des métaux et un mix de produit.

Sur les exercices suivants et considérant une parité euro/dollar et un prix des matières premières stable sur la durée du business plan et calculé sur la base de données actuelles, le groupe prévoit de croître ses volumes de vente sur tous les segments.

Les branches d'activité fils et torons et revêtement devraient ainsi connaître un taux de croissance annuel moyen proche de 2% entre 2017 et 2021. L'entreprise espère continuer le développement de son activité sur les marchés en fort développement de l'aéronautique et des connectiques.

La société continuant à augmenter sa capacité de production pour sa ligne Diamond Wires, Thermocompact envisage à ce titre un fort développement des ventes avec une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 80% sur la durée du business plan.

Analyse de la marge d'EBITDA⁷

La marge d'EBITDA de Thermocompact comprend les coûts de production des biens vendus par Thermocompact, notamment les coûts d'achat des matières premières et les charges de personnel ainsi que d'autres charges externes.

Le taux de marge d'EBITDA prévu sur la durée du business plan présente une hausse continue en valeur absolue et en valeur relative, évoluant d'environ 15% à fin 2017 à environ 17% à horizon du business plan.

L'analyse du taux de marge par activité fait ressortir :

- pour les activités fils et torons et revêtement et traitement de surfaces, un taux de marge des activités historiques proche de 16% sur la durée du business plan (2017-2021) supérieur aux niveaux historiques observés fin 2016 et au premier semestre 2017 ;
- un taux de marge, de l'activité Diamond Wires, négatif sur les premières années du business plan impacté par la masse salariale déployée pour promouvoir le produit, puis en hausse de 2019 à 2021, pour atteindre environ 30% du chiffre d'affaires.

Impôt normatif

Un impôt normatif de 24,4% a été appliqué sur le résultat opérationnel courant sur la période du plan d'affaires. Ce taux correspond aux taux d'imposition normatifs des pays d'implantation du groupe (France, Etats-Unis, Vietnam) pondéré par leur contribution au résultat fiscal du groupe.

⁷ EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements se composent, pour les activités fils et torons, revêtement de surface et Diamond Wires, principalement de nouvelles lignes de production plus modernes et plus productives.

Les investissements prévus dans le plan d'affaires permettent le développement des produits existants et le renouvellement de l'outil productif de Thermocompact nécessaires à la fabrication des produits commercialisés.

Ils devraient représenter au global environ 5,6% du chiffre d'affaires en moyenne sur la durée du business plan.

Analyse de la rentabilité des capitaux employés

La rentabilité des capitaux employés atteint un taux proche de 19% à l'horizon du business plan (2021) pour les deux activités contre 13% en 2016.

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.

Au 30 juin 2017, le niveau du BFR représentait environ 49 jours de chiffre d'affaires de la société. Ce niveau a été retenu de façon stable sur la durée du business plan et est cohérent avec le niveau observé historiquement.

Conclusion

Au vu de la performance historique observée, les hypothèses du plan d'affaires semblent volontaristes en termes de croissance de l'activité et de niveau de rentabilité des capitaux engagés observés à l'horizon du business plan. En effet, ces hypothèses se basent sur une croissance du chiffre d'affaires continue, une amélioration du niveau de marge d'EBITDA et de la rotation des capitaux employés.

3.3.2.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans les business plans du groupe sur la période 2017-2021, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

EBIT⁸
- Impôt normatif
+ Amortissements

⁸ L'EBIT correspond au résultat opérationnel

- Investissements
 - Variation du BFR
- = Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 30 septembre 2017.

3.3.2.4 Détermination du taux d'actualisation

3.3.2.4.1 Approche court terme

Calcul du CMPC			
		Activités historiques	Diamond Wires
Taux sans risque	(1)	0,74%	0,74%
Prime de risque du marché	(2)	6,7%	6,7%
Bêta désendetté	(3)	1,19	1,19
D/E	(4)	15,5%	15,5%
Bêta rendetté	(5)	1,32	1,32
Prime de taille	(6)	3,7%	5,6%
Coût des fonds propres	(7)	13,3%	15,2%
Coût de la dette avant impôt	(8)	2,00%	2,00%
Taux d'impôt		24,4%	24,4%
Coût de la dette après impôt		1,51%	1,51%
D/(D+E)	(9)	13%	13%
E/(D+E)	(9)	87%	87%
Coût moyen pondéré du capital		11,7%	13,4%
(1) OAT 10 ans - taux spot au 22 septembre 2017 (2) Prime de risque marché actions France (CAC 40) : Valphi (août 2017) (3) Bêta 5 ans des sociétés comparables au 1 septembre 2017 (4) Gearing société (5) Formule de Hamada (6) Ibbotson - 2017 SBBI Yearbook (7) Formule du MEDAF (8) Coût de la dette du groupe (9) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$			

Il a été retenu un taux d'actualisation dissocié par activité. Les taux retenus sont de 11,7% et de 13,4% pour, respectivement, les activités historiques de la société et l'activité Diamond Wires, pour actualiser les flux de trésorerie futurs de chacun des business plans sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur le taux spot au 22 septembre 2017 du rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 0,74% ;
- une prime de risque de marché de 6,7% calculée par Valphi en août 2017 sur le CAC 40⁹ ;
- 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 1,19 retenu a été calculé d'après la médiane des bêtas 5 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un coefficient de détermination (R²) inférieur à 0,20 ont été exclus. L'échantillon final est composé des sociétés Nexans, Prysmian, LEONI, General Cable, Bodycote et Asahi Diamond Industrial ;

⁹ Indice boursier regroupant les 40 plus importantes capitalisations boursières françaises cotées à la bourse de Paris

- le gearing de 15,5% correspondant au gearing actuel de la société ;
- la prime de taille retenue a été établie de manière distincte entre les activités historiques du groupe et l'activité Diamond Wires. Son calcul est basé sur une étude internationale de la société Duff & Phelps qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque observée sur le marché action, elle-même calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations boursières. Les primes retenues sont de :
 - 3,7% pour les activités historiques de la société (fourchette basse de l'étude) ;
 - 5,6% pour l'activité Diamond Wires (fourchette haute de l'étude au regard du risque rencontré sur cette activité).
- le coût de la dette après impôt de 1,51% sur la base d'un coût de la dette de la société avant impôt de 2,00% correspondant au taux moyen des taux supportés par l'entreprise compte tenu de ses différentes formes d'endettement ;

3.3.2.4.2 Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme sur les activités historiques que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact de la politique de taux sans risque actuel bas sur le coût du capital :

Calcul du CMPC			
Activités historiques			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	0,74%	(1)	2,39%
Prime de risque du marché	6,7%	(2)	5,85%
Bêta désendetté	1,19	(3)	1,19
Prime de taille	3,7%	(4)	3,7%
Coût des fonds propres	13,3%	(5)	13,8%
Coût de la dette avant impôt	2,00%		2,00%
Taux d'impôt	24,4%		24,4%
Coût de la dette après impôt	1,51%		1,51%
D/(D+E)	13%	(6)	13%
E/(D+E)	87%	(6)	87%
Coût moyen pondéré du capital	11,7%		12,2%

(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans au 22 septembre 2017 (4) Ibbotson - 2017 SBBI Yearbook

(2) Prime de risque historique

(5) Formule du MEDAF

(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables au 1 septembre 2017

(6) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans du taux de l'OAT 10 ans (2,39%) au 22 septembre 2017 ;
- 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- Stauntton - moyenne géométrique	4,0%	1905-2005
Etude Dimson- Marsch- Stauntton - moyenne arithmétique	6,1%	1905-2005
Moyenne étude Dimson- Marsch- Stauntton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

- Le bêta retenu est de 1,19 et correspond à la moyenne 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).

3.3.2.4.3 Conclusion sur le taux d'actualisation retenu

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (12,2%) est légèrement supérieur à celui calculé sur une durée plus courte (11,7%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 11,7% résultant de l'approche « court terme » qui reste légèrement inférieur à celui extériorisé dans l'approche « long terme » (12,2%). Cette hypothèse maximise donc la valeur retenue par l'application de la méthode des DCF.

3.3.2.5 Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon explicite de chacun des business plans (2021) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro 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'EBITDA équivalent à celui retenu sur la dernière année du business plan (2021) ;
- Des amortissements égaux aux investissements ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini proche de zéro.

3.3.2.6 Résultats chiffrés

Synthèse de la valorisation par la méthode des DCF		
Activités	Activités historiques*	Diamond Wires
Somme des flux de trésorerie actualisés	22 851	-2 278
Valeurs terminales actualisées	50 519	3 550
Valeurs d'entreprise (en k€)	73 369	1 273
Total Valeur d'entreprise (en k€)	74 642	
Trésorerie nette (+) / Dette nette (-) ajustée	-11 498	
Valeur des fonds propres (en k€)	63 144	
Nombre d'actions (en milliers)	1 545	
Valeur de l'action Thermocompact (en €)	40,9	

* Fils et torons et Revêtement technologique

La valeur unitaire de l'action Thermocompact s'élève, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 40,9€.

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 :

Table de sensibilité					
CMCP	Activités historiques	Diamond Wires	Taux de croissance à l'infini		
			1,0%	1,5%	2,0%
	12,2%	13,9%	37,1	38,5	40,0
	11,7%	13,4%	39,3	40,9	42,6
	11,2%	12,9%	41,8	43,5	45,5

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 de 38,5€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 12,2% pour les activités historiques du groupe et 13,9% pour l'activité Diamond Wires) à 43,5€ (croissance de 1,5% et taux d'actualisation de 11,2% pour les activités historiques et 12,9% pour l'activité Diamond Wires). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 40,9€.

Le prix d'Offre de 45,20€ induit une prime de 10,6% sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.3 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Thermocompact 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 recherches effectuées, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans des secteurs d'activité dans lesquels opère Thermocompact, soit la fabrication de fils et torons et le revêtement technologique.

Notre analyse nous a conduits à retenir, dans un premier temps, des sociétés européennes opérant principalement dans la fabrication de fils et torons (Nexans, Prysmian et Leoni), activité qui représente 81% du chiffre d'affaires du groupe.

Par la suite, nous avons intégré dans cet échantillon une société américaine (Encore Wire) et japonaise (Tatsuta Electric Wire and Cable) pour tenir compte de la présence de Thermocompact sur les marchés américains (16% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis) et asiatiques (14% en Asie).

Le groupe réalisant 19% de son chiffre d'affaires dans le revêtement technologique, nous avons décidé d'insérer dans notre échantillon deux sociétés (Bekaert et Bodycote) opérant dans ce domaine.

Enfin, Thermocompact aspirant à se développer sur les fils spéciaux et notamment sur le fils de découpe Diamond Wires, nous avons intégré cette dimension en ajoutant à notre échantillon une société opérant dans la production d'outils permettant la découpe au diamant (Asahi Diamond).

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

Nous avons toutefois retenu huit sociétés comparables à Thermocompact :

- Nexans SA (France) : société spécialisée dans la fabrication de câbles (câbles d'énergie et fils conducteurs) à destination des marchés de transmission et de distribution d'énergie, de l'industrie et du bâtiment. La société, cotée sur le NYSE - Euronext Paris, emploie environ 26.000 collaborateurs pour un chiffre d'affaires de 4.431m€ au titre de l'exercice clôturant au 31 décembre 2016 ;

- Prysmian SpA (Italie) : société spécialisée dans la conception, la fabrication, la commercialisation et l'installation de câbles à destination des secteurs de l'énergie et des télécommunications. La société, dont les actions sont cotées sur le Milan Stock Exchange, compte environ 21.000 employés et réalise un chiffre d'affaires de 7.567m€ au titre de l'exercice clôturant au 31 décembre 2016 ;

- LEONI AG (Allemagne) : société spécialisée dans le développement, la fabrication et la commercialisation de systèmes de câblage destinés notamment au secteur automobile et de câbles et fils conducteurs destinés aux secteurs du transport ferroviaire, des télécommunications et du BTP. La société, cotée sur le Frankfurt Stock Exchange, réalise un chiffre d'affaires de 4.431m€ au titre de l'exercice clôturant au 31 décembre 2016 et compte près de 82.000 salariés à travers le monde ;

- Encore Wire Corp. (Etats-Unis) : société spécialisée dans le développement, la fabrication et la commercialisation de fils et câbles en cuivre à destination de l'industrie du BTP. La société, cotée sur le NASDAQ, emploie environ 1.200 collaborateurs pour un chiffre d'affaires de 895m€ au titre de l'exercice clôturant au 31 décembre 2016 ;

- Tatsuta Electric Wire and Cable Co. Ltd (Japon) : société spécialisée dans le développement, la fabrication et la commercialisation de fils et câbles électriques. La société, cotée sur le Tokyo Stock Exchange, emploie près de 800 collaborateurs pour un chiffre d'affaires de 414m€ au titre de l'exercice clôturant au 31 mars 2017 ;

- Bekaert SA (Belgique) : société spécialisée dans les revêtements avancés et les produits tréfilés et applications (câbles et fils) à destination des secteurs de l'automobile, de l'énergie et de la construction. La société, dont les actions sont cotées sur Euronext Brussels, réalise un chiffre d'affaires de 3.715m€ au titre de l'exercice clôturant au 31 décembre 2016 et compte environ 25.000 salariés ;

- Bodycote PLC (Royaume-Uni) : société spécialisée dans les techniques et les procédés d'ingénierie qui améliorent les propriétés des métaux et alliages. Elle intervient dans les secteurs de l'aérospatiale, de l'énergie et de l'automobile. La société, cotée au London Stock Exchange, emploie environ 26.000 collaborateurs pour un chiffre d'affaires de 705m€ au titre de l'exercice clôturant au 31 décembre 2016 ;

- Asahi Diamond Industrial Co (Japon) : société spécialisée dans la fabrication et la commercialisation d'instruments de précision diamantés (câbles électrolytiques,...) et dont l'activité s'apparente à la production de fils de découpe Diamond Wires en développement chez Thermocompact. La société, dont les actions sont cotées sur le Tokyo Stock Exchange, compte environ 1.000 employés et réalise un chiffre d'affaires de 355m€ au titre de l'exercice clôturant au 31 mars 2017.

Les sociétés composant notre échantillon sont de taille différente. Elles présentent les capitalisations boursières suivantes :

Société	Pays	Capitalisation boursière (en m€) ¹	Chiffre d'affaires (en m€)
Nexans SA	FRA	2 054	4 431
Prysmian S.p.A.	ITA	5 746	7 567
LEONI AG	ALL	1 711	4 431
Encore Wire Corp.	USA	711	895
Tatsuta Electric Wire and Cable Co., Ltd.	JPN	396	414
Bekaert SA	BEL	2 293	3 715
Bodycote plc	UK	2 012	705
Asahi Diamond Industrial Co., Ltd.	JPN	409	355
Moyenne échantillon		1 917	2 814
Thermocompact	FRA	72	69

Source : Infiniti

¹ moyenne 1 mois au 18/09/2017

3.3.3.2 Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Société	Taux de croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Nexans SA	3,9%	4,8%	4,0%	9,2%	9,3%	9,5%	6,1%	6,3%	6,5%
Prysmian S.p.A.	3,6%	3,1%	4,2%	9,5%	9,9%	10,2%	7,2%	7,8%	7,9%
LEONI AG	6,4%	3,3%	5,3%	7,8%	7,9%	8,3%	4,5%	4,7%	5,1%
Encore Wire Corp.	2,2%	6,0%	nc	7,8%	9,4%	nc	6,4%	7,7%	nc
Tatsuta Electric Wire and Cable Co., Ltd.	-1,1%	2,6%	2,4%	12,2%	12,7%	13,1%	9,1%	9,4%	9,7%
Bekaert SA	7,8%	1,8%	1,1%	13,1%	13,4%	14,1%	7,7%	8,3%	9,0%
Bodycote plc	8,0%	3,8%	3,4%	26,3%	26,8%	27,3%	17,5%	18,0%	18,8%
Asahi Diamond Industrial Co., Ltd.	-6,9%	2,9%	2,8%	14,5%	15,5%	16,1%	6,2%	7,2%	8,0%
Moyenne	3,0%	3,5%	3,3%	12,5%	13,1%	14,1%	8,1%	8,7%	9,3%
Médiane	3,8%	3,2%	3,4%	10,8%	11,3%	13,1%	6,8%	7,7%	8,0%

Source: Infinitools au 18/09/2017

nc : non communiqué

3.3.3.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenus les multiples :

- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements et des résultats non courants ;
- 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 pertinent que si les niveaux de marges observés chez les comparables sont proches de ceux de la société à évaluer, ce qui n'est pas le cas ;
- de PER (Price Earning Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

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

Société	VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Nexans SA	5,8x	5,4x	5,1x	8,6x	8,0x	7,4x
Prysmian S.p.A.	9,1x	8,4x	7,8x	11,9x	10,7x	10,1x
LEONI AG	5,8x	5,6x	5,0x	10,2x	9,4x	8,2x
Encore Wire Corp.	8,9x	7,0x	na	10,8x	8,5x	na
Tatsuta Electric Wire and Cable Co., Ltd.	7,9x	7,4x	7,0x	10,6x	10,0x	9,5x
Bekaert SA	6,7x	6,5x	6,1x	11,5x	10,4x	9,5x
Bodycote plc	9,9x	9,4x	8,9x	14,9x	14,0x	13,0x
Asahi Diamond Industrial Co., Ltd.	5,8x	5,3x	5,0x	13,7x	11,5x	10,0x
Médiane	7,3x	6,7x	6,1x	11,2x	10,2x	9,5x

Source: Infiniticals au 18/09/2017

na : non applicable

3.3.3.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians de VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 2017, 2018 et 2019 étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à la date du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

La capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle de Thermocompact et le titre Thermocompact étant illiquide, une décote de taille 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 Bajab, 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 Thermocompact obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation de l'action Thermocompact			
	VE/EBITDA	VE / EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en k€)	56 199	59 107	
Nombre d'actions (en milliers)	1 545	1 545	
Valeur de l'action Thermocompact (€/action)	36,4 €	38,3 €	37,3 €

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Thermocompact par la méthode des comparables boursiers comprise entre 36,4€ (multiple d'EBITDA) et 38,3€ (multiple d'EBIT) et une valeur centrale de 37,3€ qui correspond donc à la moyenne entre ces deux multiples.

Le prix d'Offre de 45,20€ fait ressortir une prime de 21,1% sur cette valeur.

3.4 Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif

Nous avons retenu les méthodes de valorisation suivantes à titre indicatif :

- méthode du cours de bourse,
- méthode des multiples observés sur des transactions comparables,

3.4.1 Méthode du cours de bourse

Les actions de Thermocompact sont cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004037182. La société a été introduite en bourse en 1998 sur le second marché de la bourse de Paris.

3.4.1.1 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 :

Actionnaire	Nb d'actions	% du capital	Nb droits de vote	% des droits de vote
Thermo Technologies	1 305 587	84,51%	2 520 816	91,32%
SOFIL & Famille Mollard/Cornier	63 917	4,14%	63 917	2,32%
Public & fonds	175 351	11,35%	175 783	6,37%
Total	1 544 855	100,00%	2 760 516	100,00%

Source : Rapport financier annuel 2016 - Thermocompact

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 11,35% du capital, soit 175.351 actions.

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

Analyse de la liquidité de l'action Thermocompact				
	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Moyenne 1 mois	17	365	0,0%	0,2%
Moyenne 3 mois	36	2 330	0,2%	1,3%
Moyenne 6 mois	80	10 019	0,6%	5,7%
Moyenne 9 mois	70	13 384	0,9%	7,6%
Moyenne 1 an	127	32 633	2,1%	18,6%

Source : Euronext, 21/07/2017

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

Le tableau ci-dessus témoigne de la faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés se situent entre 17 titres (moyenne 1 mois) et 127 titres (moyenne 1 an).

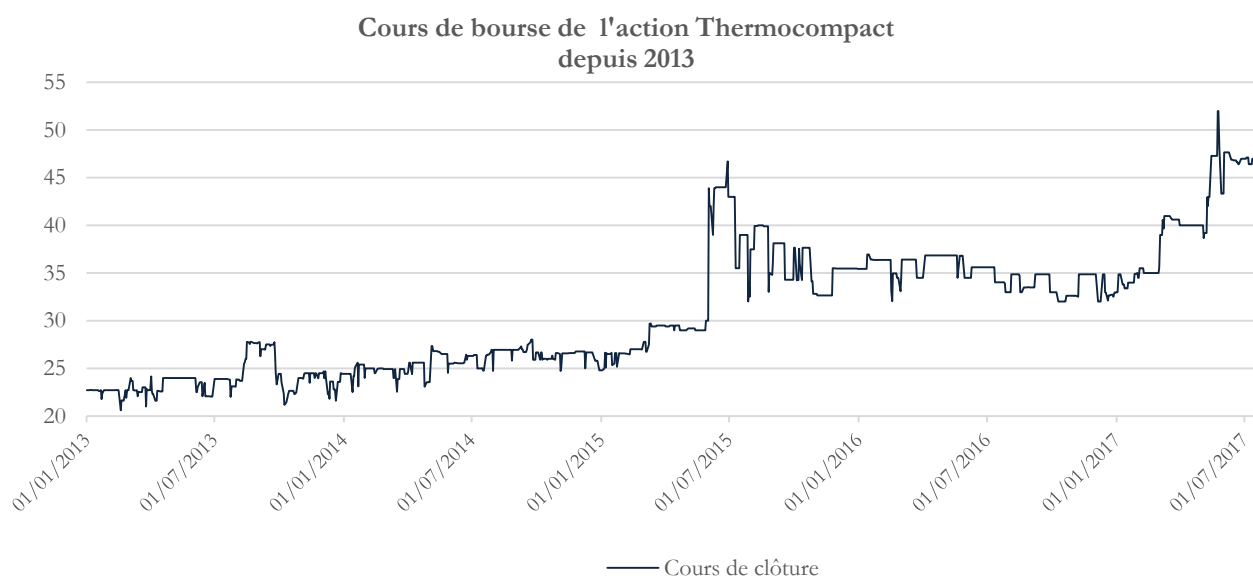
Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 32.633, soit 2,1% du nombre total de titres et 18,6% du flottant.

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente seulement 0,2% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Thermocompact, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une liquidité très limitée.

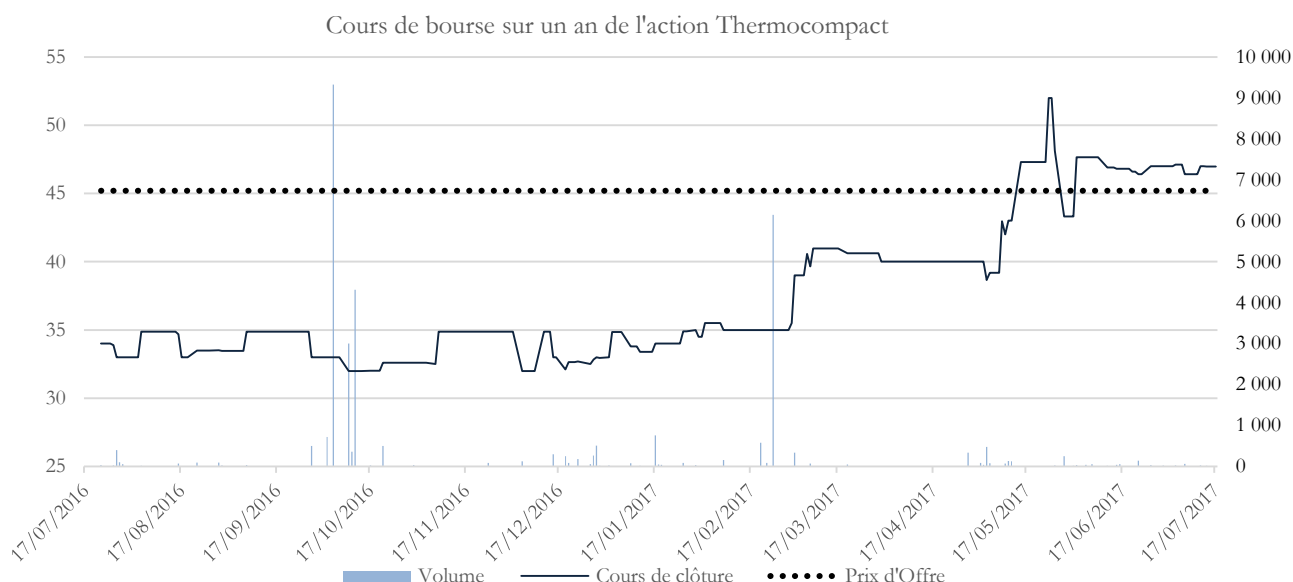
Nous retiendrons toutefois cette méthode à titre indicatif, le cours de bourse constituant une valeur de référence observable pour un actionnaire minoritaire.

3.4.1.2 Analyse du cours sur un an de l'action Thermocompact



Depuis l'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions de Thermocompact initiée par Thermo Technologies fin 2012 au prix de 22,70€, Thermocompact a vu dans un premier temps son cours croître progressivement pour atteindre les 30€ fin mai 2015.

Le cours a par la suite connu une forte hausse début juin 2015 pour atteindre 44€ avant de connaître un léger décrochage le 10 juillet 2015. Depuis cette date et jusqu'à mi-juillet 2016, le cours a oscillé autour des 35€.



Au cours de la dernière année, le cours de l'action Thermocompact a tout d'abord oscillé de 32€ à 35€ de mi-juillet 2016 jusqu'à début mars 2017, le cours ayant été impacté de manière non significative par les différentes publications et annonces de la société durant cette période : publication du chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2016 le 29 juillet 2016, publication des résultats du 1^{er} semestre 2016 le 9 septembre 2016, publication du chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre

2016 le 28 octobre 2016, annonce de l'acquisition de T.S.D.M (spécialiste du traitement thermique d'outillages de pièces industriels) le 25 janvier 2017, publication du chiffre d'affaires 2016 le 27 janvier 2017. Le 5 octobre 2016, 9.323 titres sont échangés, soit le volume quotidien maximum sur la période, au prix de 33€.

Début mars 2017, le cours de Thermocompact connaît une hausse importante pour atteindre environ 40€, niveau auquel il se stabilise jusqu'au 8 mai 2017.

A compter de cette date, le cours de Thermocompact a connu une tendance haussière suite à la publication le 9 mai 2017 des comptes consolidés 2016 mettant en exergue un EBITDA, un résultat opérationnel courant et un résultat net en hausse respectivement de 17,8%, 27,6% et 8,8% par rapport à 2015. Le cours a ainsi atteint 46,97€ le 17 juillet 2017, dernier jour de négociation préalable à l'annonce de l'Offre (21 juillet 2017).

3.4.1.3 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 17 juillet 2017, dernier jour de négociation préalable à l'annonce de l'Offre (21 juillet 2017).

	€/action	Prime (+)/Décote (-) offerte ¹	Prime (+)/Décote (-) offerte ²
Cours de clôture (le 17 juillet 2017)	47,0	-0,4%	-3,8%
CMPV* 1 mois	46,7	0,3%	-3,1%
CMPV* 3 mois	42,5	10,1%	6,3%
CMPV* 6 mois	36,9	26,7%	22,3%
CMPV* 9 mois	36,0	30,1%	25,6%
CMPV* 1 an	34,0	37,7%	33,0%

¹ prime calculée par rapport au prix d'Offre avant détachement du dividende soit 46,80€

² prime calculée par rapport au prix d'Offre après détachement du dividende soit 45,20€

* Cours moyen pondéré par les volumes

Source : Euronext, Capital IQ, 17/07/2017

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 34,0€ (moyenne 1 an) et 46,7€ (moyenne 1 mois).

Par ailleurs, le dernier cours de clôture au 17 juillet 2017 s'élève à 47,0€.

Le prix proposé de 46,80€ par action (avant détachement du dividende) offre une prime sur les moyennes de cours de bourse 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 1 an. Ces primes sont comprises entre 0,3% (cours moyen pondéré par les volumes 1 mois) et 37,7% (cours moyen pondéré par les volumes 1 an).

Il extériorise une décote de 0,4% sur le cours de clôture au 17 juillet 2017.

Le prix proposé de 45,20€ par action (après détachement du dividende) offre une prime sur les moyennes de cours de bourse 3 mois, 6 mois, 9 mois et 1 an. Ces primes sont comprises entre

6,3% (cours moyen pondéré par les volumes 3 mois) et 33,0% (cours moyen pondéré par les volumes 1 an).

Il extériorise une décote de 3,8% sur le cours de clôture au 17 juillet 2017 et une décote de 3,1% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes 1 mois.

Les cours de référence les plus pertinent sont, selon nous, les cours moyens pondérés 1 mois et 3 mois qui intègrent les dernières informations financières et la situation du marché à la date de l'Offre.

3.4.2 Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Thermocompact la moyenne des multiples de valorisation constatés lors de transactions les plus comparables.

3.4.2.1 Choix des transactions

Dans notre approche, nous avons retenu des transactions intervenues récemment (moins de 24 mois) dans le secteur dans lequel opère Thermocompact, les transactions intervenues à plus long terme ayant pour risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Nous avons analysé un large échantillon de transactions intervenues depuis janvier 2016 dans les secteurs de la production de fils et torons et le revêtement et traitement de surface. Sur les 14 transactions qui ont été analysées, 11 transactions n'ont pu être retenues en raison du manque d'informations disponibles concernant les conditions financières de ces transactions. L'échantillon élargi d'analyse est néanmoins présenté ci-après.

Notre choix s'est donc porté sur 2 transactions qui ont été annoncées en janvier 2017 dans le secteur de la production de fils et torons et 1 transaction dans le traitement de surface pour lesquelles les informations financières étaient disponibles.

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car elles présentent certaines caractéristiques comparables à la présente Offre. Elles concernent en effet des sociétés qui évoluent dans des secteurs proches de ceux de Thermocompact et interviennent dans un contexte macro-économique et financier proche des transactions retenues.

Cependant, une des transactions correspond à une transaction sur une société dont les titres sont cotés (Prysmian) et qui a été retenue dans notre échantillon de sociétés comparables dans la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables, pouvant induire une redondance.

Nous avons donc, au regard du nombre limité de transactions, décidé de retenir cette méthode à titre secondaire.

3.4.2.2 Analyse des transactions

Les 14 transactions analysées dans notre échantillon sont présentées ci-après :

Date d'annonce	Acquéreur	Pays de l'acquéreur	Cible	Pays de la cible	Retenue
juil.-17	Tele-Fonika Kable SA	Pologne	JDR Cable Systems	Royaume-Uni	NON
juin-17	Hilti AG	Liechtenstein	Oglaend Industrier AS	Norvège	NON
févr.-17	Humanetics Innovative Solutions	Etats-Unis	Fibercore Ltd	Royaume-Uni	NON
janv.-17	Motherson Sumi Systems Ltd	Inde	PKC Group Oyj	Finlande	OUI
janv.-17	nc	nc	Prysmian S.p.A	Italie	OUI
janv.-17	Thermocompact	France	T.S.D.M	France	OUI
déc.-16	Dieter Braun Management	Allemagne	Dieter Braun GmbH	Allemagne	NON
oct.-16	Wilms Group	Allemagne	Automotive Cable Business of NKT Cables	Suède	NON
sept.-16	NKT Cables Group A/S	Danemark	Global High-voltage Cable System Business of ABB	Suisse	NON
sept.-16	Accendo Capital	Suède	Hexatronic Group AB	Suède	NON
mai-16	Prysmian SpA	Italie	Copper Data Cable Operation of Corning Optical Communications	Allemagne	NON
mai-16	Autac Product Management	Royaume-Uni	Autac Products Ltd	Royaume-Uni	NON
avr.-16	Hengtong Optic-Electric Co Ltd	Chine	Cables de Comunicaciones Zaragoza SL	Espagne	NON
janv.-16	Hexatronic Group AB	Suède	OpticReach Ltd	Royaume-Uni	NON

Sources: Epsilon Research, Capital IQ, notes d'information, rapports annuels et communiqués de presse

nc : non communiqué

Notre analyse nous a conduits à retenir un échantillon composé des trois acquisitions suivantes annoncées de façon concomitante en janvier 2017 :

- L'OPA¹⁰ du groupe indien Motherson Sumi Systems sur la société finlandaise PKC Group Oyj, spécialiste du câblage pour poids lourds, lancée le 19 janvier 2017. Le prix d'offre de 23,55€ par action PKC Group Oyj valorise la société 568,2m€. L'offre de Motherson Sumi Systems, restée ouverte du 19 janvier 2017 au 21 mars 2017, a permis à la société d'acquérir 100% des titres de PKC Group Oyj. Il découle du prix de cette transaction une valeur d'entreprise induite de 631m€ ;
- L'acquisition en janvier 2017 de 1,85% du capital de la société italienne Prysmian S.p.A, spécialisée dans la conception, fabrication, commercialisation et installation de câblage et systèmes de câblages, auprès du fonds Tamburi Investment Partners. L'acquéreur de ce bloc d'actions n'a pas été divulgué. Il découle du prix de cette transaction une valeur d'entreprise induite de 6.084m€ ;
- L'acquisition en janvier 2017 de 70% des parts de la société T.S.D.M, spécialisée dans le traitement thermique de métaux, par Thermocompact. Il découle du prix de cette transaction une valeur d'entreprise induite de 9,4m€.

¹⁰ Offre Publique d'Achat

L'échantillon final retenu se compose, en conséquence de ces trois transactions dont les multiples sont extériorisés ci-après.

3.4.2.3 Multiples obtenus

Nous avons retenu dans le cadre de cette méthode les multiples :

- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements et des résultats non courants ;
- 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 pertinent que si les niveaux de marges observés chez les sociétés cibles comparables sont proches de ceux de la société à évaluer, ce qui n'est pas le cas ;
- de PER (Price Earning Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Date d'annonce	Acquéreur	Pays de l'acquéreur	Cible	Description de l'activité de la cible	VE calculée (m€) ¹	VE/EBITDA	VE/EBIT
janv.-17	Motherson Sumi Systems Ltd	Inde	PKC Group Oyj	Fournisseur d'équipement électroniques pour automobiles (fils connectiques principalement)	631	9,5x	20,3x
janv.-17	nc	nc	Prysmian S.p.A	Fournisseur de câbles de haute technologie et systèmes d'énergie et de télécommunication	6 084	9,3x	12,5x
janv.-17	Thermocompact	France	T.S.D.M	Spécialiste dans le revêtement de surface par nitruration traitement thermique sous vide	9,4	7,7x	8,0x
Moyenne						8,8x	13,6x

Sources: Epsilon, Capital IQ, rapports annuels et communiqués de presse

¹ Sources VE : Epsilon, Capital IQ et calcul Crowe Horwath

nc : non communiqué

3.4.2.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples de VE / EBITDA et VE /EBIT que nous avons appliqués aux agrégats respectifs de Thermocompact pour l'année 2016, les transactions retenues ayant été réalisées début 2017 et les multiples étant calculés sur la base du dernier agrégat publié.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en défalquant de la valeur d'entreprise extériorisée la trésorerie nette ajustée des provisions nettes d'impact fiscale identifiée dans les comptes de Thermocompact à la clôture de l'exercice au 31/12/2016¹¹, étant donné que les agrégats de Thermocompact n'intègrent pas pour l'année 2016 l'activité T.S.D.M.

¹¹ La trésorerie nette au 31/12/2016 de Thermocompact n'intègre pas la dette liée à l'acquisition de T.S.D.M

La trésorerie nette ajustée retenue dans le cadre de nos calculs s'élève à 792k€.

3.4.2.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Thermocompact obtenue par la méthode des transactions comparables :

Valeur du titre Thermocompact			
En k€	EBITDA	EBIT	Moyenne
	31/12/2016	31/12/2016	
Agrégats 2016 (k€)	8 845	5 459	
Multiples moyen	8,8x	13,6x	
Valeur de l'action Thermocompact (€/action)	51,2 €	48,5 €	49,8 €

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de Thermocompact par la méthode des transactions comparables comprise entre 48,5€ (multiple d'EBIT) et 51,2€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 49,8€ qui correspond à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 46,80€ (avant détachement du dividende) fait ressortir une décote de 6,1% sur cette valeur.

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

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

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué,
- Méthode des dividendes futurs,
- Méthode de l'actif net comptable,
- Méthode des cours cibles des analystes,

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet de ces méthodes, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence à la transaction récente intervenue sur le capital de la société,
- Méthode des flux de trésorerie actualisés,
- Méthode des comparables boursiers,
- Méthode du cours de bourse,
- Méthode des transactions comparables (retenue à titre indicatif).

L'établissement présentateur a mis en œuvre une approche multicritères comprenant la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la société, une méthode intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés), des méthodes analogiques (méthode des comparables boursiers, et transaction comparable retenue à titre indicatif) ainsi que la référence au cours de bourse.

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 Transaction récente sur le capital de Thermocompact

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu la transaction récente portant sur l'acquisition de l'intégralité du capital de Thermo Technologies, à un prix qui induit une valeur unitaire de Thermocompact égale au prix d'Offre.

Nous avons également retenu cette transaction comme référence d'appréciation du prix de l'action Thermocompact.

Nous n'avons pas de différence d'appréciation sur la valeur de l'action Thermocompact ressortant de cette méthode.

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 2017 au 31 décembre 2021 ;
- calculé une valeur terminale sur la base d'un flux normatif actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux à la date du 30 juin 2017 et au taux de :
 - 12,7% pour les activités historiques de Thermocompact. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (0,8%), une prime de risque (7,66%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta ré-endetté de 1,32, un gearing de 16,4%, un coût de la dette avant impôt de 2,0% et une prime de taille de 3,7%, et
 - 14,4% pour l'activité Diamond Wires. Ce taux correspond au taux calculé ci-avant majoré d'une prime de taille de 5,6% ;
- déduit de la valeur ainsi obtenue la dette nette calculée au 30 juin 2017 et ajustée (11.443k€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur d'entreprise pour les activités historiques du groupe de 66.218k€.

Pour l'activité Diamond Wires, la valeur d'entreprise s'élève à 237k€. Après agrégation, des deux activités la valeur d'entreprise de Thermocompact s'élève à 66.456k€.

En déduisant la dette nette et en la divisant par le nombre d'actions composant le capital de Thermocompact, l'établissement présentateur abouti à une valeur de l'action Thermocompact de 35,6€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 33,6€ (taux d'actualisation de 13,7% pour les activités historiques et 15,4% pour l'activité Diamond Wires et croissance à l'infini de 1%) et 37,8€ (taux d'actualisation de 11,7% pour les activités historiques et 13,4% pour l'activité Diamond Wires et taux de croissance à l'infini de 2%).

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 2021 ;
- le taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- évaluation de la société par activité en retenant deux taux distincts d'actualisation.

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

- le calcul du taux d'actualisation ;
- la période retenue pour l'actualisation des flux ;
- le calcul de la dette nette ajustée.

4.1.2.2.1 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						
	Activités historiques			Diamond Wires		
	Expert indépendant		Etablissement présentateur	Expert indépendant		Etablissement présentateur
Taux sans risque	0,74%	(1)	0,80%	0,74%	(1)	0,80%
Prime de risque du marché	6,7%	(2)	7,7%	6,7%	(2)	7,7%
Bêta désendetté	1,19	(3)	1,17	1,19	(3)	1,17
D/E	15,5%	(4)	16,4%	15,5%	(4)	16,4%
Bêta réendetté	1,32	(5)	1,32	1,32	(5)	1,32
Prime de taille	3,7%	(6)	3,7%	5,6%	(6)	5,6%
Coût des fonds propres	13,3%	(7)	14,6%	15,2%	(7)	16,5%
Coût de la dette avant impôt	2,00%		2,00%	2,00%		2,00%
Taux d'impôt	24,4%		24,4%	24,4%		24,4%
Coût de la dette après impôt	1,51%		1,51%	1,51%		1,51%
D/(D+E)	13%	(8)	14%	13%	(8)	14%
E/(D+E)	87%	(8)	86%	87%	(8)	86%
Coût moyen pondéré du capital	11,7%		12,7%	13,4%		14,4%

(1) Taux OAT 10 ans - moyenne sur 3 ans
 (2) Moyenne entre la prime Damodaran et la prime Bloomberg
 (3) Bêta 2 ans des comparables
 (4) Gearing cible de la société
 (5) Formule de Hamada
 (6) Duff & Phelps "2017 Valuation Handbook"
 (7) Formule du MEDAF
 (8) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.2.4 du présent rapport

Les écarts observés sur les différentes composantes du coût moyen pondéré du capital proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau et notamment de la prime de risque de marché.

Les taux d'actualisation retenus par l'établissement présentateur pour les activités historiques et l'activité Diamond Wires (respectivement 12,7% et 14,4%) sont cependant assez proches de ceux que nous avons calculés (respectivement 11,7% et 13,4%).

4.1.2.2.2 Période retenue pour l'actualisation des flux et détermination de la dette nette ajustée

L'établissement présentateur a retenu une dette nette « ajustée » de 11.443k€ intégrant la dette financière nette au 30 juin 2017 et des provisions pour indemnités de départ retraite nettes d'impact fiscal en actualisant les flux de trésorerie à la date du 30 juin 2017.

Nous avons retenu, pour notre part, une dette nette « ajustée » de 11.498k€ correspondant à la dette nette ajustée au 30 juin 2017, en actualisant les flux de trésorerie à la date du 30 septembre 2017.

Le faible écart observé est dû à la méthodologie de calcul de la fiscalité latente sur les provisions à caractère décaissable qui s'avère différente mais qui aboutit à des résultats proches.

4.1.2.2.3 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 35,6€ et reste proche de notre valeur (40,9€).

4.1.2.3 Méthode des comparables boursiers

4.1.2.3.1 Choix de l'échantillon

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de sept sociétés (Bekaert, General Cable, Nexans, Bodycote, Leoni, Prysmian et Asahi Diamond) qui sont positionnées sur un marché proche de celui de Thermocompact.

Nous considérons les sociétés Bekaert, Nexans, Bodycote, Leoni, Prysmian et Asahi Diamond qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables.

Nous avons, pour notre part, retenu huit sociétés : les six sociétés citées ci-dessus et retenues par l'établissement présentateur ainsi que les sociétés Encore Wire Corp et Tatsuta Electric Wire and Cable, opérant respectivement sur les marchés américains et asiatiques ; marchés où la société est présente.

4.1.2.3.2 Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens 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).

Ces ratios moyens ont été appliqués par l'établissement présentateur aux éléments financiers prévisionnels de Thermocompact des années 2017, 2018 et 2019.

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

Pour notre part, nous avons appliqué la médiane des multiples d'EBITDA et d'EBIT aux agrégats financiers prévisionnels de Thermocompact des années 2017, 2018 et 2019.

L'établissement présentateur a retenu un niveau de décote de taille de 29% alors que nous avons, pour notre part, retenu un niveau de décote de 25%.

4.1.2.3.3 Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Thermocompact obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers est comprise entre 37,2€ (multiple d'EBITDA) et 41,6€ (multiple d'EBIT).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Thermocompact par la méthode des comparables boursiers comprise entre 36,4€ (multiple d'EBITDA) et 38,3€ (multiple d'EBIT) et une valeur centrale de 37,3€ comprise dans la fourchette de l'établissement présentateur.

L'écart observé quant à la valeur par action moyen provient essentiellement des différences sur l'échantillon retenu, de choix de multiples différents et d'un niveau de décote de taille inférieur.

4.1.2.4 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectuées par l'établissement présentateur reprend le cours de clôture au 17 juillet 2017 et les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an.

Nous avons, pour notre part, repris les cours moyens pondérés 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois, 1 an et le cours de clôture au 17 juillet 2017.

Notre analyse du cours de bourse fait apparaître des légers écarts (de 0,17€, 0,31€ et 0,09€) avec l'établissement présentateur sur, respectivement, les cours moyen 3 mois, 6 mois et 1 an liés aux écarts de volume existants entre les bases de données financières utilisées. Cet écart s'explique par le fait que l'établissement présentateur utilise la source Factset alors que nous utilisons la base de données NYSE Euronext pour déterminer les cours moyens pondérés.

A l'exception des durées retenues pour le calcul des différentes moyennes de cours de bourse retenues par l'établissement présentateur et par nous-même qui diffèrent légèrement ainsi que des écarts provenant des bases de données utilisées, l'approche faisant référence au cours de bourse ne met pas en exergue de divergences d'appréciation.

4.1.2.5 Méthode des transactions comparables

L'établissement présentateur a retenu le critère des transactions comparables à titre indicatif.

Nous avons, pour notre part également retenu la méthode des transactions comparables à titre indicatif. Notre approche est décrite dans la partie 3.4.2 de notre rapport.

La valeur de l'action Thermocompact obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables est comprise entre 38,7€ (multiple d'EBITDA) et 49,2€ (multiple d'EBIT).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Thermocompact par la méthode des transactions comparables comprise entre 48,5€ (multiple d'EBIT) et 51,2€ (multiple d'EBITDA) et une valeur centrale de 49,8€ comprise dans la fourchette de l'établissement présentateur.

Les différences observées quant à la valeur par action proviennent essentiellement d'un échantillon de transactions comparables différent sachant que nous avons retenu pour notre part que des transactions effectuées à partir de 2016, d'agrégats 2016 retenus différents (l'établissement présentateur ayant retenu un EBITDA et un EBIT pro forma incluant l'activité de T.S.D.M) ainsi que de la dette nette/trésorerie nette retenue pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

L'approche retenue par l'établissement présentateur nous semble cohérente.

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 et décotes 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 (+)/Décotes (-) offertes par rapport au prix de l'Offre de 45,20€/46,80€
Méthodes retenues à titre principal :			
Transaction récente sur le capital - cession de bloc	45,2 €	45,2 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	35,6 €	40,9 €	10,6%
Méthode des comparables boursiers	na	37,3 €	21,1%
Multiple VE/EBITDA	37,2 €	na	na
Multiple VE/EBIT	41,6 €	na	na
Méthodes retenues à titre indicatif :			
Méthode du cours de bourse :			
Cours spot (au 17 juillet 2017)	47,0 €	47,0 €	-3,8% / -0,4% ¹
CMPV* 1 mois	46,7 €	46,7 €	-3,1% / 0,3% ¹
CMPV* 3 mois	42,3 €	42,5 €	6,3% / 10,1% ¹
CMPV* 6 mois	36,6 €	36,9 €	22,3% / 26,7% ¹
CMPV* 9 mois	na	36,0 €	25,6% / 30,1% ¹
CMPV* 1 an	33,9 €	34,0 €	33,0% / 37,7% ¹
Méthode des transactions comparables	na	49,8 €	-6,1% ¹
Multiple VE/EBITDA	38,7 €	na	na
Multiple VE/EBIT	49,2 €	na	na

¹ prime calculée par rapport au prix d'Offre avant détachement du dividende soit 46,80€

*Cours moyen pondéré par les volumes

Il est rappelé que le 21 juillet 2017, la société Edify a conclu un protocole d'accord avec les Actionnaires Cédants (Banque Populaire Développement, Capentrepreneurs, EPF, Sofil, Monsieur Amédée Nicolas, IFE III et Les Combettes) pour l'acquisition de la totalité du capital de Thermo Technologies, holding de contrôle détenant 84,5% du capital et 91,5% des droits de vote de Thermocompact.

Le prix de cession retenu, qui résulte d'un processus de mise en concurrence du groupe Thermo Technologies auprès de plusieurs acquéreurs potentiels, induit une valorisation par action Thermocompact par transparence de 46,80€ avant détachement du dividende et 45,20€ après détachement du dividende, soit le prix proposé dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le protocole du 21 juillet 2017, relatif à la cession dont le certificat de closing a été signé entre les parties le 22 septembre 2017, inclut également :

- l'engagement de réinvestissement de Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier via l'acquisition, directe ou indirecte, auprès d'Edify, d'une quote-part des

actions cédées. Ce réinvestissement serait effectué, dans les trois mois suivant la cession des actions Thermo Technologies à Edify (intervenue le 22 septembre 2017), sur la base d'un prix unitaire par action Thermo Technologies équivalent à celui résultant du prix de cession de 50.645.080€, soit 2,80€ par action Thermo Technologies ;

- les engagements d'apports de leurs actions à l'Offre de chacun des Actionnaires Cédants ou de leurs affiliés détenant une participation dans le capital social de Thermocompact, de Messieurs Gilles Mollard, Bernard Mollard et Jean-Claude Cornier, ces engagements d'apports portant sur 4,14% du capital de la société Thermocompact.

L'Offre est obligatoire pour l'initiateur et est libellé au même prix que la valeur induite par le prix de cession de l'intégralité du capital de Thermo Technologies dont le closing a été signé par les parties le 22 septembre 2017. A l'issue de l'Offre, l'initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retraiter obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 45,20€ par action, égale au prix de l'Offre.

Notre analyse de la valeur de l'action Thermocompact fait ressortir des valeurs de :

- 45,2€ pour la méthode des transactions de référence sur le capital de Thermocompact ;
- 40,9€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 37,3€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- 34,0€ (cours moyen 1 an) à 47,0€ (cours de clôture du 17 juillet 2017) pour la méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre indicatif) ;
- 49,8€ pour la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre indicatif).

Le prix d'offre de 45,20€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- équivaut à la valeur unitaire de Thermocompact induite par transparence par le prix de cession des actions Thermo Technologies cédées par les Actionnaires Cédants à Edify ;
- présente au moins une prime de 10,6% sur la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente au moins une prime de 21,1% sur la méthode des comparables boursiers ;
- présente des primes allant de 0,3% (cours moyen pondéré par les volumes 1 mois) à 37,7% (cours moyen pondéré par les volumes 1 an) et extériorise une décote de 0,4% (cours de clôture au 17 juillet 2017), par rapport au prix d'Offre avant détachement du dividende (soit 46,80€) sur la méthode du cours de bourse ;
- présente des primes allant de 6,3% (cours moyen pondéré par les volumes 3 mois) à 33,0% (cours moyen pondéré par les volumes 1 an) et extériorise des décotes de 3,8% (cours de clôture au 17 juillet 2017) et 3,1% (cours moyen pondéré par les volumes 1 mois), par rapport au prix d'Offre après détachement du dividende (soit 45,20€) sur la méthode du cours de bourse ;

- présente une décote de 6,1% par rapport au prix d'Offre avant détachement du dividende (soit 46,80€) sur la méthode des transactions comparables.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la société une fenêtre de liquidité et une possibilité de monétiser leur participation à un prix présentant une prime sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation mises en œuvre à titre principal, l'action Thermocompact étant peu liquide au regard des volumes échangés.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 45,20€ par action, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Thermocompact.

Fait à Paris, le 29 septembre 2017

L'expert indépendant

HAF Audit & Conseil

Membre de Crowe Horwath International

Olivier Grivillers