

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

**NOTE D'INFORMATION  
ETABLIE PAR LA SOCIETE**



**EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA  
SOCIETE  
MICROWAVE VISION  
INITIEE PAR  
LA SOCIETE RAINBOW HOLDING**



En application de l'article L.621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son Règlement général, l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») a apposé le visa n° 21-054 en date du 2 mars 2021 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Microwave Vision et engage la responsabilité de ses signataires.

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

**AVIS IMPORTANT**

En application des articles 231-19 et 261-1 du Règlement général de l'AMF, le rapport de Farthouat Finance représenté par Mme Marie-Ange Farthouat, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de la société Microwave Vision (<https://investor.mvg-world.com/fr>) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de :

**Microwave Vision**  
Parc d'activité de l'Océane,  
13 rue du Zéphyr,  
91140 - Villejust  
France

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Microwave Vision seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

## TABLE DES MATIERES

Clause	Page
1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE .....	4
2. CONTEXTE ET MOTIF DE L'OFFRE .....	6
2.1 Motifs de l'Offre .....	6
2.2 Contexte de l'Offre .....	7
2.3 Stipulations du Contrat d'Acquisition et engagements de l'Initiateur.....	8
2.4 Actions MVG détenues par l'Initiateur avant Acquisition des Blocs et à la date de la présente Note en Réponse .....	9
2.5 Déclarations de franchissements de seuils – Offre publique Obligatoire .....	10
2.6 Composition du Conseil d'administration post Acquisition des Blocs.....	11
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	11
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE .....	19
5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES .....	20
6.1 Investissement des Managers au sein de l'Initiateur.....	20
6.2 Situation des bénéficiaires d'actions gratuites et mécanisme de liquidité .....	24
7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE .....	26
7.1 Structure et répartition du capital.....	26
7.2 Actions gratuites .....	26
7.3 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce .....	26
7.4 Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote de MVG.....	26
7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .....	26
7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier .....	27
7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote .....	27
7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société .....	27
7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'actions .....	27
7.10 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société.....	29
7.11 Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du Conseil d'administration de la Société et ses principaux salariés, en cas de	

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

	démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique .....	29
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT .....	30
9.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE .....	30
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE .....	30

**Annexe**

1.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT - FARTHOUAT FINANCE .....	31
----	---	----

## 1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2°, 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), la société Rainbow Holding<sup>1</sup>, société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 41-43, rue Saint-Dominique à Paris (75007), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 885 144 824 (« **Rainbow Holding** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Microwave Vision, société anonyme dont le siège social est situé au Parc d'activité de l'Océane, 13 rue du Zéphyr, 91140 Villejust, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés d'Evry sous le numéro 340 342 153 (« **MVG** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext à Paris (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0004058949, mnémorique « **ALMIC** », d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions MVG dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dans les conditions décrites ci-après, au prix de 26 euros par action MVG (le « **Prix d'Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 28 janvier 2021, par voie de cessions et d'apports, de 3.571.540 actions MVG représentant autant de droits de vote, soit une participation de 55,06% du capital et 54,79% des droits de vote théoriques de la Société<sup>2</sup>, auprès de son actionnaire de référence, Eximium (holding d'investissement détenue à 100% par la famille Baulé<sup>3</sup>), de Bpifrance, de Seventure Partners et de plusieurs actionnaires minoritaires<sup>4</sup>, principalement dirigeants et salariés (ensemble les « **Vendeurs** »), à un prix en numéraire, pour les opérations de cessions, de 26 euros par action MVG, et à une parité calculée sur la base d'un prix égal au Prix d'Offre, soit 26 euros par action MVG, pour les opérations d'apports (l'« **Acquisition des Blocs** »).

L'Acquisition des Blocs a été effectuée en exécution du contrat d'acquisition signé le 10 septembre 2020 concernant le transfert par les Vendeurs à l'Initiateur de plusieurs blocs représentant un total de 55,56% du capital social de la Société, amendé le 27 janvier 2021 (le « **Contrat d'Acquisition** »), tel que décrit aux Sections 2.2 et 2.3 ci-dessous.

Il est précisé que le reliquat des actions devant être acquises au titre du Contrat d'Acquisition n'ayant pas pu être livrées à l'Initiateur à la date de l'Acquisition des Blocs, soit 32.224 actions MVG, ont, pour

---

<sup>1</sup> Rainbow Holding est détenue directement à 83,9% par HLD Europe SCA, une société en commandite par actions de droit luxembourgeois dont aucun actionnaire ne détient plus de 40% du capital ([www.groupehld.com](http://www.groupehld.com)). Le solde du capital de Rainbow Holding est détenu par plusieurs dirigeants et cadres supérieurs de Microwave Vision, à savoir Philippe Garreau (5,9% du capital), Arnaud Gandois (4,0%), Per Iversen (1,6%), Gianni Barone (0,6%), Lars Foged (0,8%), Eric Beaumont (1,5%), Luc Duchesne (1,2%) et Olivier Gurs (0,5%).

<sup>2</sup> Sur la base d'un capital composé de 6.486.320 actions représentant au 28 janvier 2021, 6.518.847 droits de théoriques, en application du 2<sup>ème</sup> alinéa de l'article 223-11 du RGAMF)

<sup>3</sup> Eximium (société par actions simplifiée) est détenue à 100% par la famille Baulé (étant précisé que François et Laurent Baulé détiennent indirectement, chacun, 45,6% du capital et que (i) François Baulé est Président du Directoire et (ii) Michel Baulé Président du Conseil de Surveillance).

<sup>4</sup> A savoir, pour les actionnaires cédants: Philippe Garreau, Agnès Mestreau-Garreau, Maelys Garreau, Corentin Garreau, Arnaud et Karine Gandois, Eric Beaumont, Manuel Pares, Per Iversen, Gianni Barone, Lars Foged, Luc et Christelle Duchesne, John et Georgina Noonan, Andrea Giacomini, John Estrada, Per Noren, Bill Mac Fadden, Emmanuel Bacalhau, Jean-Marc Baracco, Calvin Chan, Edwin Cheng, Ludovic Durand, Francesco Saccardi, Sébastien Gaymay, Hervé Lattard, Arnaud Pereira, Fabrice Subirada, Marc Le Goff, Thierry Blin, Geneviève Gaboriaud, Jean-Luc Hervieu, Jean-Charles Bolomey, Francine Bolomey et Luis Jofre-Roca. Philippe Garreau, Arnaud Gandois, Per Iversen, Gianni Barone, Lars Foged, Eric Beaumont, Luc Duchesne et Olivier Gurs ont par ailleurs réalisé des apports en nature d'actions MVG au profit de Rainbow Holding pour un total de 368.902 actions MVG.

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

des raisons techniques, pour 25.764 d'entre elles<sup>5</sup>, été acquises au Prix d'Offre entre le dépôt de l'Offre et l'ouverture de l'Offre.

En effet, l'Initiateur s'est réservé au moment du dépôt de l'Offre le droit d'acquérir des actions de la Société jusqu'à l'ouverture de l'Offre dans la limite de 30% des titres existants visés par l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du RGAMF.

Dans ce cadre, depuis le dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur a acquis :

- au Prix d'Offre, 25.764 actions MVG devant être acquises au titre du Contrat d'Acquisition car n'ayant pu lui être livrées à la date de l'Acquisition des Blocs, représentant 0,40% du capital ;
- au Prix d'Offre par Natixis, agissant en qualité de membre de marché acheteur (par l'intermédiaire de son partenaire Oddo BHF SCA), 798.917 actions MVG représentant 12,32% du capital.

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes MVG non détenues par l'Initiateur, soit, à la date de la présente Note en Réponse, un nombre total maximum de 1.945.791 actions de la Société représentant 1.958.925 droits de vote, soit 30,00 % du capital et 30,14 % des droits de vote<sup>6</sup>, déterminé comme suit :

Actions existantes	6.486.320
<i>moins</i> actions détenues par l'Initiateur	4.396.221
<i>moins</i> actions auto-détenues par MVG assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce <sup>7</sup>	19.308
<i>moins</i> actions gratuites en période de conservation ayant fait l'objet d'un Contrat de Liquidité avec l'Initiateur et assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce (cf. Section 6.2 ci-dessous)	125.000
<b>Total des actions visées par l'Offre</b>	<b>1.945.791</b>

Les actions gratuites attribuées lors de la séance du Conseil d'administration de la Société en date du 12 juillet 2019, qui représentent un nombre égal à 125.000 actions MVG, seront, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), des actions déjà émises qui seront encore en période de conservation à la date de clôture de l'Offre.

<sup>5</sup> Parmi les 32.224 actions MVG restant à céder par les Vendeurs après le 28 janvier 2021 (détenues par Philippe Garreau, Agnès Mestreau-Garreau, Arnaud et Karine Gandois, Eric Beaumont, Luc et Christelle Duchesne, Béatrice Bencivenga, Jacques le Sang, Sylvie Domingues et Ludovic Durand), 6.460 actions (détenues par Philippe Garreau, Agnès Mestreau-Garreau, Eric Beaumont et Sylvie Domingues) n'ont pu être cédées à l'Initiateur, au Prix d'Offre, entre la date de dépôt de l'Offre et son ouverture. Ces 6.460 actions n'ayant toujours pas été livrées à ce jour, elles seront apportées au Prix d'Offre dans le cadre de l'Offre à compter de son ouverture.

<sup>6</sup> Sur la base d'un nombre total de 6.486.320 actions et de 6.499.454 droits de vote théoriques de la Société (chiffres arrêtés au 15 février 2021, tels que publiés par la Société sur son site Internet conformément à l'article 223-16 du RGAMF).

<sup>7</sup> En ce compris 4.308 actions considérées comme détenues par la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu entre Gilbert Dupont et la Société, lequel est suspendu depuis le début de la période de pré-offre. MVG dispose en effet du droit de se voir restituer en nature ces 4.308 actions détenues pour son compte par Gilbert Dupont en cas de résiliation du contrat de liquidité.

## **La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

Ces 125.000 actions gratuites ont fait l'objet d'un Contrat de Liquidité (tel que défini en Section 6.2 ci-dessous) conclu entre les titulaires de ces actions gratuites et Rainbow Holding (pour la description du Contrat de Liquidité, Cf. Section 6.2(b) ci-dessous) : comme indiqué dans le tableau ci-dessus, ces actions sont assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-3 II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du RGAMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire compte tenu du franchissement du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société par l'Initiateur à la suite de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, le 28 janvier 2021.

Conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF, l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée et sera ouverte pour une durée d'au moins dix jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par Natixis qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

L'Initiateur a précisé que dans le cas où le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, il a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, en application des articles 237-1 et suivants du RGAMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre (soit 26 euros par action MVG), nette de tous frais, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînerait la radiation des actions de la Société d'Euronext Growth.

## **2. CONTEXTE ET MOTIF DE L'OFFRE**

### **2.1 Motifs de l'Offre**

#### *(a) Ouverture d'un processus compétitif de vente de blocs d'actions*

Dès la mi-juillet 2019, la Société, ses dirigeants et les Vendeurs, ont envisagé un projet de recomposition du capital de la Société visant à faire entrer au capital de cette dernière un nouveau partenaire capable de donner au groupe MVG les moyens de réaliser ses ambitions et ses objectifs de développement.

Ce projet a été présenté au Conseil d'administration de la Société durant l'été 2019, lequel s'est prononcé positivement.

Dans ce contexte, les dirigeants de la Société ont décidé de mandater Lazard et Sevenstones afin d'approcher des acquéreurs potentiels susceptibles de s'intéresser à la réalisation de ce projet et d'apporter leur soutien.

Durant le premier trimestre 2020, Lazard et Sevenstones ont lancé un processus compétitif de vente qui s'est achevé fin juillet 2020, consistant comme il est usuellement procédé, en une prise de contact la plus large possible dans le cadre de « market tests ».

Douze potentiels investisseurs ont dans ce cadre manifesté un intérêt et ont signé un accord de confidentialité leur donnant accès à une présentation de la Société établie à partir d'informations publiques.

A l'issue de cette première phase, quatre offres indicatives ont été remises. Seule HLD Europe SCA (« **HLD Europe** »), candidat cumulativement le mieux-disant financièrement et présentant un risque

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

d'exécution limité, a poursuivi jusqu'en fin de seconde phase du processus (donnant lieu à ouverture d'une data room, et a présenté une offre ferme (Cf. ci-après).

### *(b) Offre ferme de HLD Europe SCA*

A l'issue des différentes phases du processus compétitif, HLD Europe a soumis une offre ferme faisant ressortir un prix par action MVG égal à 26 euros, acceptée par les Vendeurs (l'« **Offre Ferme de HLD Europe** »).

Les Vendeurs ont considéré que l'Offre Ferme de HLD Europe était attractive d'un point de vue financier, que les risques d'exécution de la transaction étaient limités et qu'elle répondait à la volonté des dirigeants et managers clé d'adosser la Société à un partenaire financier expérimenté, prêt à les accompagner dans le long terme pour la réalisation de leurs ambitions et à les soutenir dans la recherche de performance et d'un leadership renforcé.

Le Conseil d'administration de MVG réuni le 25 juillet 2020 a accueilli favorablement le principe de ce rapprochement, sans préjudice de l'examen de la documentation d'offre publique lorsque celle-ci serait rendue disponible et de l'avis motivé qu'il devrait rendre sur l'offre publique après obtention du rapport d'un expert indépendant en cas de réalisation de l'acquisition des blocs de contrôle.

### *(c) Data Room*

Il est précisé en outre que l'Offre Ferme de HLD Europe a été adressée aux Vendeurs après mise à sa disposition par la Société d'un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room », conforme aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08.

La Société considère que cette data room ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique à la date des présentes.

## 2.2 Contexte de l'Offre

### *(a) Entrée en négociations exclusives*

Le 30 juillet 2020, par la publication d'un communiqué de presse conjoint, MVG et HLD Europe SCA ont annoncé une entrée en négociations exclusives et la signature d'une promesse irrévocable d'achat en vue de l'acquisition d'une participation majoritaire par une société contrôlée par HLD Europe, dénommée Rainbow Holding, au prix de 26 euros par action MVG, cette acquisition devant être suivie d'une offre publique d'achat de nature obligatoire conformément à la réglementation applicable.

La conclusion des accords définitifs relatifs au transfert des blocs était alors subordonnée à l'achèvement des procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel, applicables au sein du groupe MVG.

### *(b) Signature du Contrat d'Acquisition*

Le 10 septembre 2020, MVG et HLD Europe ont annoncé par voie de communiqué de presse conjoint que les instances représentatives du personnel devant être consultées au sein du groupe MVG avaient rendu à l'unanimité un avis favorable, le 1<sup>er</sup> septembre 2020, sur le projet de prise de contrôle de MVG par HLD Europe.

A cette même occasion, MVG et HLD Europe ont annoncé la signature, le 10 septembre 2020, du Contrat d'Acquisition concernant le transfert par les Vendeurs à Rainbow Holding de plusieurs blocs représentant un total de 55,56% du capital social de la Société, amendé le 27 janvier 2021.

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

A cette date, la réalisation du transfert des blocs restait soumise à l'obtention préalable d'autorisations réglementaires en France et à l'étranger.

### (c) *Levée des conditions suspensives*

La dernière des autorisations visées à la Section 2.2(b) ci-dessus a été obtenue le 25 janvier 2021 et l'Acquisition des Blocs est intervenue le 28 janvier 2021, ce transfert de contrôle ayant préalablement donné lieu :

- le 22 octobre 2020, à une autorisation du Conseil des ministres italien, conformément à l'article 2 de la loi-décret n°21 du 15 mars 2012 relatif aux investissements étrangers en Italie (*Golden Power*) ;
- le 23 novembre 2020, à une autorisation du Ministère de l'Economie, conformément à l'article L. 151-3 du Code monétaire et financier relatif aux investissements étrangers réalisés en France ;
- le 15 décembre 2020, à l'expiration du délai de soixante (60) jours suivant la soumission d'une notification au *Directorate of Defense Trade Controls* relative au changement d'actionnariat d'une entité soumise à la réglementation ITAR (*International Traffic in Arms Regulations*) aux Etats-Unis ;
- le 7 janvier 2021, à l'envoi d'une lettre d'engagement relatif à la société OATI à l'agence américaine *Defense Counterintelligence and Security Agency* conformément à la réglementation FOCI (*Foreign Ownership, Control and Influence*) aux Etats-Unis ; et
- le 25 janvier 2021, à l'autorisation par le CFIUS (*Committee on Foreign Investment in the United States*) au titre de la réglementation relative aux investissements étrangers aux Etats-Unis.

Il est précisé que l'Offre elle-même n'est soumise à aucune autre autorisation réglementaire, administrative ou en droit de la concurrence.

### 2.3 **Stipulations du Contrat d'Acquisition et engagements de l'Initiateur**

Le Contrat d'Acquisition est assorti d'une clause de complément de prix dans l'hypothèse où, dans les douze mois suivant la réalisation de l'Acquisition des Blocs, l'Initiateur (ou tout affilié, le cas échéant agissant de concert avec lui), réaliserait une offre publique d'achat à un prix par action MVG supérieur à celui de l'Acquisition des Blocs (soit 26 euros par action MVG).

En ce cas, l'Initiateur devrait verser aux Vendeurs un complément de prix (le « **Complément de Prix** ») payé en numéraire égal à la différence entre le prix par action payé par l'Initiateur dans le cadre de l'offre publique d'achat et le prix par action qu'il a payé lors de l'Acquisition des Blocs, multipliée par le nombre d'actions acquises par l'Initiateur lors de l'Acquisition des Blocs.

Le paiement du Complément de Prix est subordonné à la réalisation de l'Offre et selon le Contrat d'Acquisition devrait être versé par l'Initiateur aux Vendeurs, le cas échéant, au plus tard le 3<sup>ème</sup> jour ouvré suivant le dernier règlement-livraison de l'Offre.

Le Contrat d'Acquisition ne prévoit aucun autre mécanisme de complément de prix que celui décrit ci-dessus.

L'Initiateur a précisé dans le cadre du dépôt de l'Offre que le Prix d'Offre étant égal au prix par action qu'il a payé lors de l'Acquisition des Blocs, l'Offre ne donne lieu, au jour de son dépôt, à aucun complément de prix au bénéfice des Vendeurs.

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

En outre, l'Initiateur s'engage à ne pas déposer une offre publique d'achat autre que la présente Offre à un prix unitaire supérieur au Prix d'Offre dans les douze mois suivant la date de réalisation de l'Acquisition des Blocs, de sorte qu'aucun complément de prix ne sera dû dans ce cadre aux Vendeurs.

Pareillement, l'Initiateur s'engage à ne pas réaliser d'achats d'actions MVG à un prix unitaire supérieur au Prix d'Offre au cours de cette même période.

Conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, les managers ont la faculté, en accord avec l'Initiateur, d'apporter en nature leurs actions MVG à l'Initiateur sur la base d'une valeur d'apport correspondante au prix d'acquisition de 26 euros par action MVG, alternativement à une cession de ces actions en numéraire.

Huit managers<sup>8</sup> ont opté pour cette faculté et ont ainsi apporté 368.902 actions MVG (représentant 5,69 % du capital et 5,66% droits de vote de MVG au 28 janvier 2021) à l'Initiateur (Cf. Section 6.1 ci-dessous pour le détail).

Enfin, aux termes du Contrat d'Acquisition, les Vendeurs ayant la qualité de managers sont tenus à un engagement de non-concurrence pour une durée de deux ans, et les Vendeurs à un engagement de non-sollicitation pour une durée de trois ans.

### 2.4 Actions MVG détenues par l'Initiateur avant Acquisition des Blocs et à la date de la présente Note en Réponse

Il est tout d'abord précisé que préalablement à la réalisation de l'Acquisition des Blocs par l'Initiateur, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	Pourcentage de droits de vote théoriques*
Eximium	1.346.480	20,76%	1.346.480	16,17%
Bpifrance	865.385	13,34%	1.730.770	20,78%
Seventure	407.285	6,28%	788.551	9,47%
Management, employés et divers vendeurs	944.990	14,57%	1.451.681	17,43%
Flottant	2.922.180	45,05%	3.011.641	36,16%
<b>Sur un total de :</b>	<b>6.486.320</b>	<b>100%</b>	<b>8.329 123</b>	<b>100%</b>

*\*Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.*

<sup>8</sup> A savoir : Philippe Garreau, Arnaud Gandois, Per Iversen, Gianni Barone, Lars Foged, Eric Beaumont, Luc Duchesne et Olivier Gurs.

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

A la date de la présente Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	Pourcentage des droits de vote théoriques*
Rainbow Holding (detention directe)	4.396.221	67,78%	4.396.221	67,64%
Rainbow Holding (assimilation des actions auto-détenues par MVG** en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce)	19.308	0,30%	(19.308) <sup>9</sup>	(0,30%) <sup>9</sup>
Rainbow Holding (assimilation des actions gratuites MVG ayant fait l'objet d'un Contrat de Liquidité en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce (cf. Section 6.2 ci-après))	125.000	1,93%	125 000	1,92%
<b>Sous total Rainbow Holding (dé-tention directe et assimilée)</b>	<b>4.540.529</b>	<b>70,00%</b>	<b>4.521.221</b>	<b>69,56%</b>
Public	1.945.791	30,00%	1.958.925	30,14%
<b>Sur un total de<sup>10</sup>:</b>	<b>6.486.320</b>	<b>100%</b>	<b>6.499.454</b>	<b>100%</b>

\* Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote (nombre total de droits de vote théoriques).

\*\* En ce compris 4.308 actions considérées comme détenues par la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu entre Gilbert Dupont et la Société, lequel est suspendu depuis le début de la période de pré-offre. MVG dispose en effet du droit de se voir restituer en nature ces 4.308 actions détenues pour son compte par Gilbert Dupont en cas de résiliation du contrat de liquidité.

En dehors de l'Acquisition des Blocs, l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition d'actions MVG au cours des douze derniers mois précédant le dépôt de son projet de note d'information en date du 29 janvier 2021.

Comme mentionné ci-dessus, l'Initiateur a acquis 824.681 actions MVG entre le 29 janvier 2021 et le 1<sup>er</sup> mars 2021 au Prix d'Offre, comme il s'en est réservé le droit en application de l'article 231-38 IV du RGAMF (selon ses indications dans le projet de note d'information déposé le 29 janvier 2021 auprès de l'AMF).

Il n'existe pas de titres de capital ou d'instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de MVG.

### 2.5 Déclarations de franchissements de seuils – Offre publique Obligatoire

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du RGAMF, Rainbow Holding a déclaré auprès de l'AMF et de la Société détenir au 1<sup>er</sup> février 2021, 3 696 540 actions et autant de droits de vote, soit 56,99% du capital et 56,87% des droits de vote théoriques, et avoir franchi en hausse le 28 janvier 2021, les seuils de 50% du capital et

<sup>9</sup> Les 19.308 actions auto-détenues par MVG sont privées de droits de vote. Ces droits de vote sont néanmoins pris en compte pour calculer le nombre total de droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11 du RGAMF.

<sup>10</sup> Sur la base d'un nombre total de 6.486.320 actions et de 6.499.454 droits de vote théoriques de la Société (chiffres arrêtés au 15 février 2021, tels que publiés par la Société sur son site Internet conformément à l'article 223-16 du RGAMF).

## **La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

des droits de vote théoriques de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF sur son site internet (avis AMF n° 221C0264 en date du 2 février 2021).

Par un courrier en date du 4 février 2021, Rainbow Holding a également déclaré à la Société le franchissement du seuil des deux tiers du capital et des droits de vote théoriques de MVG, conformément à l'article 8.2 des statuts de la Société.

Comme déjà indiqué dans la Section 1 de la présente Note en Réponse, l'Offre revêt un caractère obligatoire compte tenu du franchissement du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société par l'Initiateur à la suite de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, le 28 janvier 2021.

### **2.6 Composition du Conseil d'administration post Acquisition des Blocs**

A la suite de l'Acquisition des Blocs, conformément, aux décisions adoptées par le Conseil d'administration de MVG qui s'est tenu le 28 janvier 2021, la composition du Conseil d'administration de MVG a été modifiée afin de refléter le nouvel actionnariat de la Société.

Depuis la réalisation de l'Acquisition des Blocs, le Conseil d'administration de MVG est ainsi composé de sept (7) administrateurs comme suit :

- Monsieur Philippe Garreau (confirmé en qualité de Président du conseil d'administration) ;
- Monsieur Cédric Chateau\*\* ;
- Monsieur William Drumain\*\* ;
- Madame Constance Laneque\*\* ;
- HLD Conseils, représentée par Monsieur Salim Helou\*\* ;
- Madame Marie-Cécile Matar\* ;
- Monsieur Philippe Lanternier\*.

\* *Administrateurs indépendants*

\*\* *Représentants de l'Initiateur depuis la réalisation de l'Acquisition des Blocs*

Il est précisé que M. Louis Molis, censeur désigné par Bpifrance, a remis sa démission prenant effet le 28 janvier 2021.

La direction de MVG reste assurée par Monsieur Philippe Garreau, directeur général, ainsi que par Messieurs Arnaud Gandois et Luc Duchesne, directeurs généraux délégués.

Aux termes du Pacte d'Associés (tel que défini à la Section 6 ci-dessous), HLD Europe a le droit de demander à ce que la Société mette en place un directoire et un conseil de surveillance en lieu et place du Conseil d'administration actuel.

En cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, l'Initiateur prévoit de transformer la Société en société par actions simplifiée et par conséquent de modifier sa gouvernance afin qu'elle corresponde à celle d'une filiale non cotée.

### **3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 28 janvier 2021 afin notamment d'examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée qu'envisage de déposer Rainbow Holding sur les actions de la Société et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

Etaient présents par voie de conférence téléphonique en vue de délibérer sur ce point de l'ordre du jour :

- M. Philippe Garreau, administrateur, Président du Conseil d'administration,
- Mme Constance Laneque, administratrice,
- Mme Marie-Cécile Matar, administratrice indépendante,
- HLD Conseils, ayant pour représentant permanent M. Salim Helou, administrateur,
- M. Cédric Chateau, administrateur,
- M. William Drumain, administrateur,
- M. Philippe Lanternier, administrateur indépendant.

Ont également été invités à se joindre par conférence téléphonique :

- Mme Marie-Ange Farthouat, associée gérante, représentant la société Farthouat Finance, expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de la Société,
- M. Olivier Gurs, directeur financier de la Société.

Mme Marie-Ange Farthouat est intervenue en qualité d'expert indépendant. En application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF, elle a été mandatée, conformément à la lettre de mission reportée en annexe de son rapport, pour rendre un rapport sur le caractère équitable du prix de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions MVG, y compris dans la perspective d'un possible retrait obligatoire, et également pour analyser les accords connexes conclus entre certains dirigeants de MVG et Rainbow Holding, à savoir les accords de réinvestissement et les contrats de liquidité portant sur les actions gratuites MVG en période de conservation pendant la période d'offre publique, au regard du respect de l'équité de traitement avec les actionnaires minoritaires.

Les délibérations du Conseil d'administration relatives à son avis motivé concernant l'offre publique suivie éventuellement d'un retrait obligatoire sont reproduites ci-après :

Le Président invite le Conseil d'administration à délibérer sur le point suivant de l'ordre du jour :

*Examen du projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre Publique** ») visant les actions de la Société suivie éventuellement d'un retrait obligatoire devant être déposé par Rainbow Holding (l'« **Initiateur** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), et émission conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, d'un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre Publique et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Le Président indique tout d'abord que les documents suivants ont été mis à la disposition des administrateurs :

- l'avis favorable du comité social et économique de MVG Industries, filiale française de la Société, rendu à l'unanimité le 1<sup>er</sup> septembre 2020 ;
- le rapport de la société Farthouat Finance représentée par son associée gérante, Marie-Ange Farthouat, agissant en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF désigné pour se prononcer sur les conditions

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

financières de l'Offre Publique, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire, en date du 28 janvier 2021 ;

- le Projet de Note d'Information de l'Initiateur qui sera déposé auprès de l'AMF dans les jours suivant la date de la présente réunion, contenant notamment les motifs de l'Offre Publique, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre Publique et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre Publique établis par Natixis agissant en sa qualité d'établissement présentateur et garant de l'Offre Publique ;
- le Projet de Note en Réponse de la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF de manière concomitante au Projet de Note d'Information de l'Initiateur et qui reste à être complété de l'avis motivé du Conseil d'administration rendu au cours de la présente réunion.

Il indique que l'ensemble des autorisations réglementaires en France et à l'étranger ayant été obtenu, l'Initiateur a procédé le 28 janvier 2021 à l'acquisition de plusieurs blocs d'actions MVG représentant 55,06% du capital social et 54,95% des droits de vote de la Société (l'« **Acquisition des Blocs** »), étant précisé que le reliquat des actions devant être acquises au titre du Contrat d'Acquisition, qui n'ont pas pu être livrées à l'Initiateur à la date de l'Acquisition des Blocs, seront acquises au Prix d'Offre Publique dans le cadre de l'offre.

Le Président rappelle que conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, et en particulier de l'Article 261-1 III, le Conseil d'administration de la Société a lors de sa réunion du 18 septembre 2020 constitué un comité ad hoc composé de trois administrateurs, Mme Marie-Cécile Matar, M. Philippe Lanternier, administrateurs indépendants, et M. Philippe Garreau, administrateur et Président Directeur Général de la Société (le « **Comité Ad Hoc** »), ayant pour mission de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant chargé de remettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre Publique suivie éventuellement d'un retrait obligatoire, de suivre les travaux de l'expert indépendant, et de préparer un projet d'avis motivé sur l'intérêt de l'Offre Publique et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les diligences accomplies par le Comité Ad Hoc dans le cadre de sa mission sont tout d'abord résumées par le Président comme suit :

### *Sélection de l'Expert Indépendant*

- A la suite de la signature du Contrat d'Acquisition, cette acquisition devant être suivie d'une offre publique d'achat de nature obligatoire conformément à la réglementation applicable et afin de se conformer à l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration a décidé le 18 septembre 2020 de constituer le Comité Ad Hoc composé d'une majorité d'administrateurs indépendants.
- Conformément aux dispositions précitées, le Comité Ad Hoc a proposé au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant chargé de remettre un rapport se prononçant sur l'équité des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée suivie éventuellement d'un retrait obligatoire. Il est revenu en outre au Comité Ad Hoc d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant désigné et de préparer à l'intention du Conseil d'administration un projet d'avis motivé sur l'Offre Publique et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.
- Le Comité Ad Hoc a par conséquent mis en place dès sa constitution un processus d'appel d'offres auprès de quatre sociétés d'experts indépendants. Après s'être assuré que les sociétés

## **La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

appelées à candidater pour la mission remplissaient strictement les critères d'indépendance requis par l'instruction de l'AMF sur l'Expertise Indépendante, le Comité Ad Hoc a effectué une étude comparative des propositions d'intervention reçues.

- A l'issue de cette étude, la proposition faite par la société Farthouat Finance représentée par Mme Marie-Ange Farthouat a paru la plus satisfaisante au regard de son expérience dans des missions similaires, de la composition et des qualifications de l'équipe affectée aux travaux d'expertise, de sa réputation professionnelle, des moyens dédiés à cette mission, de la description de son plan de travail prévisionnel et, enfin, de sa rémunération.
- Au cours d'une réunion en date du 13 octobre 2020, les membres du Comité Ad hoc ont décidé de recommander au Conseil d'administration de retenir Farthouat Finance en qualité d'expert indépendant.
- Le 16 octobre 2020, le Conseil d'administration a décidé à l'unanimité de suivre la recommandation du Comité Ad Hoc et de désigner la société Farthouat Finance représentée par Mme Marie-Ange Farthouat, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I et II du Règlement général de l'AMF (l' « **Expert Indépendant** »), afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre Publique éventuellement suivie d'un retrait obligatoire que Rainbow Holding a indiqué vouloir mettre en œuvre à l'issue de l'Offre Publique (le « **Retrait Obligatoire** »).

### ***Organisation et suivi des travaux de l'Expert Indépendant***

- Après établissement de la lettre de mission de l'Expert Indépendant signée le 17 octobre 2020 par Philippe Garreau en sa qualité de représentant légal de MVG, le Comité Ad Hoc a organisé la tenue d'une téléconférence hebdomadaire avec Mme Marie-Ange Farthouat en vue de s'assurer que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et s'entretenir avec lui, étapes par étapes, du résultat de ses diligences. L'Expert Indépendant a établi dans ce cadre une liste des documents à lui remettre et de ses questions, mise à jour au fur et à mesure de l'avancement de ses travaux.
- Au cours de cette période qui s'est déroulée du 18 octobre 2020 au 25 janvier 2021 (Cf. Annexe du rapport de la société Farthouat Finance), plusieurs étapes sont à souligner :
  - du 30 octobre 2020 au 16 novembre 2020, échanges entre l'Expert Indépendant et la direction de MVG sur le plan d'affaires établi par le management de MVG ;
  - 23 novembre 2020, réception d'un avant-projet de rapport d'évaluation de la banque présentatrice, et échanges avec cette dernière de sorte à permettre à l'Expert Indépendant de mener ses travaux d'appréciation critique ;
  - 14 décembre 2021, réception des éléments chiffrés du plan d'affaires tels que validés par le management de MVG puis revus par le Comité Ad Hoc ;
  - fin décembre 2020, derniers échanges avec la banque présentatrice aux fins de finalisation par l'Expert Indépendant de sa revue critique et mise à jour de ses travaux d'évaluation à fin décembre 2020 ;

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

- semaine du 11 janvier 2021, échanges avec le Comité Ad Hoc sur le projet de rapport de l'Expert Indépendant et dernières vérifications aux fins de s'assurer que toute la documentation utile aux diligences de l'Expert Indépendant a été transmise sous sa version définitive ;
- semaine du 25 janvier, finalisation du rapport de l'Expert Indépendant.

### ***Présentation par l'Expert Indépendant de ses travaux au Conseil d'administration***

Le Président invite Mme Marie-Ange Farthouat à commenter son rapport et à exposer aux administrateurs une synthèse de ses travaux.

Mme Marie-Ange Farthouat présente son rapport ainsi que la conclusion de celui-ci, laquelle est ainsi formulée :

*« L'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) est une offre obligatoire au titre du franchissement de seuil de 50% du capital et des droits de vote de MVG par l'Initiateur (Euronext Growth). Le prix de 26€ a été arrêté à l'issue de négociations entre les vendeurs et l'acheteur, ce dernier ayant été choisi à l'issue d'un process de recherche compétitif permettant de retenir la meilleure offre.*

*Le prix de 26€ par action MVG offre aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs titres aux mêmes conditions financières que les actionnaires cédants, comme le prévoit la réglementation.*

*Aucune clause dans les accords connexes n'étant susceptible d'être analysée comme un avantage connexe accordé à certains actionnaires, le prix de 26€ est une référence incontournable pour la présente OPAS.*

*Le cours de bourse de MVG est un critère significatif pour apprécier le caractère équitable du prix de 26€ par action MVG pour la présente OPAS ainsi que pour le retrait obligatoire qui pourrait suivre si les conditions sont réunies, dans la mesure où il bénéficie d'une certaine liquidité et constitue la base des transactions entre actionnaires.*

*Le prix de 26€ par action MVG :*

- *est supérieur à tout cours coté depuis l'introduction en bourse en 2005, alors même que les marchés financiers ont connu plusieurs crises sur la période, celle de 2008 qui a eu un effet très dépressif sur les valorisations boursières et beaucoup plus récemment, celle liée à l'apparition de la pandémie de Covid 19,*
- *offre des primes significatives sur les moyennes de cours de bourse de 3 mois à 6 mois et plus limitées sur le cours spot et la moyenne 1 mois précédant l'annonce de la transaction, ces primes devant être appréciées au regard du parcours boursier très positif de MVG sur les 12 derniers mois. Elles intègrent également le fait que l'acquéreur est un acteur financier qui ne détient pas d'autres actifs dans le secteur de MVG et ne pourra donc bénéficier de synergies.*

*Le prix de 26€ par action MVG se situe dans la fourchette de valorisation selon l'actualisation des cash flows d'exploitation disponibles.*

*Enfin, à titre indicatif, les multiples ressortant du prix de 26€ par action sont cohérents avec ceux de sociétés présentant certaines similarités avec MVG.*

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

*Les travaux d'évaluation, qui conduisent à des montants très proches du prix proposé intègrent selon nous les principales caractéristiques du groupe qui bénéficie de perspectives de croissance significative sur ses marchés, mais qui restent des marchés de niche, générant des marges importantes, mais sous contrainte de la partie « mécanique » de l'activité.*

*Pour mettre en œuvre le retrait obligatoire, l'Initiateur doit atteindre au moins le seuil de 90% du capital et des droits de vote de MVG dans le cadre de l'OPAS, et donc obtenir l'adhésion d'une très importante partie des actionnaires minoritaires sur le prix de 26€ par action proposé avec une liquidité totale de leur participation.*

*A l'issue de nos travaux et compte tenu de l'ensemble des éléments ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de 26€ par action MVG est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de l'OPAS ainsi que pour le Retrait Obligatoire qui suivra si les conditions de détention sont atteintes. »*

**Projet d'avis motivé préparé par le Comité Ad Hoc**

Le Président rappelle que le Comité Ad Hoc s'est réuni le 28 janvier 2021 pour finaliser sa recommandation au Conseil d'administration, s'agissant de l'avis motivé à rendre sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre Publique pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Celle-ci repose en particulier sur (i) le suivi des travaux de l'Expert Indépendant sur une base hebdomadaire et les discussions approfondies ayant eu lieu dans ce cadre (i) le rapport de l'Expert Indépendant et (ii) le Projet de Note d'Information communiqué par l'Initiateur, comprenant les intentions et objectifs déclarés par celui-ci et l'évaluation de la banque présentatrice.

Dans le cadre de l'émission de sa recommandation, les membres du Comité Ad Hoc précisent au Conseil d'administration que :

- le comité n'a pas relevé dans le cadre de sa mission d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux et des diligences de l'Expert Indépendant. Celui-ci a pu à cet égard procéder à une discussion détaillée du plan d'affaires remis par le management, avec le management lui-même mais aussi avec les administrateurs indépendants du Comité Ad Hoc, et disposer de toute la documentation et des précisions qu'il estimait utile ;
- l'Expert Indépendant a pu effectuer un travail critique des éléments d'appréciation de l'Offre Publique présentés par la banque présentatrice, dont les résultats sont présentés dans son rapport. Le Comité a pu débattre avec l'Expert Indépendant des méthodes d'évaluation sélectionnées ;
- l'Expert Indépendant, dans le cadre de sa mission, a répondu dans son rapport aux questions d'actionnaires minoritaires qui lui ont été posées préalablement à l'émission dudit rapport ;
- le comité a pris note que le Contrat d'Acquisition contient une clause de complément de prix au profit des cédants dans l'hypothèse où, dans les douze mois suivant la réalisation de la cession des Blocs Vendeurs, l'Initiateur ou tout affilié réaliserait une offre publique d'achat à un prix par action MVG supérieur à celui de la cession des Blocs Vendeurs (soit 26 euros par action MVG). A cet égard, le comité a pris acte des déclarations de l'Initiateur dans le cadre du dépôt de l'Offre Publique, à savoir que le prix d'offre étant égal au prix payé lors de l'acquisition des blocs, l'Offre Publique ne donne lieu à aucun versement de complément de prix au bénéfice des vendeurs et que l'Initiateur s'engage (i) à ne pas déposer d'offre publique à un prix supérieur à celui offert dans le cadre de la présente Offre Publique pendant ce délai

## **La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

de douze mois, et (ii) à ne pas réaliser d'achat d'actions MVG à un prix supérieur à celui de l'Offre Publique pendant la même période de douze mois ;

- le comité a examiné les termes et conditions de l'Offre Publique éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire et a considéré au vu de ce qui précisé précédemment et sur la base (i) des informations et intentions de l'Initiateur exprimées dans son Projet de Note d'Information, et (ii) des conclusions du rapport rendu par l'Expert Indépendant, en ce compris celles résultant de l'examen détaillé des accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre Publique (Contrat d'Acquisition, accords de réinvestissement conclus entre Rainbow Holding et les mandataires sociaux de MVG ainsi que certains cadres clé du Groupe, contrats de liquidité entre Rainbow Holding et les détenteurs d'actions gratuites MVG en période de conservation), que ladite offre proposée au prix unitaire de 26 euros est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires.

En conséquence, il recommande au Conseil d'administration d'émettre un avis favorable.

### ***Avis motivé du Conseil d'administration***

Au vu des documents qui lui ont été remis, étant dûment informé des diligences accomplies par le Comité Ad Hoc et de sa recommandation, ainsi que des conclusions de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration rend maintenant un avis motivé favorable conforme à la recommandation du Comité Ad Hoc.

### **Intérêt et conséquences de l'Offre Publique pour la Société**

A cet égard, le Conseil d'administration note les intentions pour les douze mois à venir figurant dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur :

- l'Initiateur a l'intention de soutenir l'équipe dirigeante en place et le développement de la Société. Il n'a pas l'intention de modifier les orientations stratégiques mises en œuvre par MVG afin de poursuivre son développement. Il n'entend pas modifier la stratégie, ni la politique industrielle, commerciale et financière de MVG ;
- l'Offre Publique s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de MVG et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par MVG en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines ;
- la Direction de MVG restera assurée par Monsieur Philippe Garreau, directeur général, ainsi que par Messieurs Arnaud Gandois et Luc Duchesne, directeurs généraux délégués, sachant qu'aux termes du Pacte d'Associés de Rainbow Holding, HLD Europe a le droit de demander à ce que la Société mette en place un directoire et un conseil de surveillance en lieu et place du Conseil d'administration actuel ;
- à la date du dépôt du projet d'Offre Publique, l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société, étant précisé qu'il se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités de son groupe, ou d'éventuels transferts d'actifs. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société. Aucune décision n'a été prise à ce jour et aucune étude de faisabilité n'a été engagée ;

## **La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

- toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par les organes de direction et d'administration de la Société conformément à la loi et aux statuts et en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.

Le Conseil d'administration prend également acte du fait que :

- l'Offre Publique revêt un caractère obligatoire, conformément à la réglementation applicable, compte tenu du franchissement du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société par l'Initiateur à la suite de la réalisation de la cession des Blocs Vendeurs, et est libellée au même prix, soit 26 euros par action MVG ;
- l'Offre Publique répond à la volonté des dirigeants et des managers clé d'adosser la Société à un partenaire financier expérimenté, prêt à les accompagner dans le long terme pour la réalisation de leurs ambitions et à les soutenir dans la recherche de performance et d'un leadership renforcé, à savoir HLD Europe.

### Intérêt et conséquences de l'Offre Publique pour les salariés

Le Conseil d'administration note également les intentions de l'Initiateur en matière d'emploi pour douze mois :

- l'Offre Publique s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de MVG et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par MVG en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines ;
- l'Offre Publique ne devrait donc pas avoir d'impact sur l'emploi au sein de MVG.

Il souligne que :

- compte tenu d'une réduction de la liquidité de l'action MVG que la mise en œuvre de l'Offre Publique risque d'entraîner, l'Initiateur a proposé aux bénéficiaires des actions gratuites MVG de conclure avec lui des accords de liquidité leur permettant, sous réserve de l'obtention de la décision de conformité de l'AMF s'agissant de l'Offre Publique, de céder leurs titres à l'issue de la période de conservation à laquelle ils sont tenus, à un prix ou valorisation qui ne pourra en toutes hypothèses excéder le prix de l'Offre Publique ;
- le Comité Social et Economique de MVG Industries a émis à l'unanimité un avis favorable sur la cession du contrôle de la Société à HLD Europe.

### Intérêt de l'Offre Publique pour les actionnaires

Le Conseil d'administration note que l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, en application des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre Publique, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre Publique (autres que les actions auto-détenues par MVG et les actions gratuites faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité), moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre Publique (soit 26 euros par action MVG), nette de tous frais.

Il note que l'Expert Indépendant a rendu son rapport sur l'équité du prix d'offre proposé en connaissance de cette intention.

## **La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

Il note que l'Offre Publique offrira aux actionnaires minoritaires une liquidité aux mêmes conditions financières que les actionnaires cédants des Blocs, et à un prix considéré comme équitable par l'Expert Indépendant y compris dans la perspective d'un possible Retrait Obligatoire.

Au vu des éléments qui ont été portés à son attention et notamment (i) les objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur dont il a dûment pris acte (ii) les éléments de valorisation préparés par la banque présentatrice et garante, Natixis, (iii) le rapport de l'Expert Indépendant, (iv) l'avis favorable unanime des instances représentatives du personnel du Groupe ayant été consultées dans le cadre du projet de cession du contrôle de MVG à HLD Europe et (v) la description des travaux et diligences du Comité Ad Hoc et la recommandation de ce dernier, le Conseil d'administration décide, à l'unanimité, en ce compris par conséquent les administrateurs indépendants :

- s'en remettant à la recommandation du Comité Ad Hoc, d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre Publique éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, estimant l'offre proposée au prix unitaire de 26 euros conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires ;
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique ;
- d'approuver le Projet de Note en Réponse de la Société ;
- d'autoriser, en tant que de besoin les représentants légaux de la Société à l'effet de :
  - finaliser le Projet de Note en Réponse relatif à l'Offre Publique éventuellement suivie d'un Retrait Obligatoire, ainsi que tout document ou communiqué qui serait nécessaire, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
  - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre Publique ;
  - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre Publique ; et
  - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre Publique, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre Publique, notamment tout communiqué de presse.

#### **4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE**

A la date de la présente Note en Réponse, M. Philippe Garreau détient 25.000 actions gratuites MVG en période de conservation faisant l'objet du Contrat de Liquidité décrit dans la Section 6.2(b) de la Note en Réponse. Ces actions ne sont pas par conséquent visées par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Mme Marie-Cécile Matar, Mme Constance Laneque, MM. Philippe Lanternier, William Drumain, Cédric Chateau, et HLD Conseils ne détiennent pas d'actions MVG.

## 5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société détient 19.308<sup>11</sup> actions propres représentant 0,30 % de son capital. Il est rappelé que ces actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

## 6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Il n'existe à la connaissance de la Société aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue autre que le Contrat d'Acquisition décrit en Section 2.2 ci-dessus et l'ensemble des accords décrits ci-après.

En particulier, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

### 6.1 Investissement des Managers au sein de l'Initiateur

Des mécanismes d'investissement ont été mis en place avec trois mandataires sociaux<sup>12</sup> et cinq cadres supérieurs de MVG<sup>13</sup> (les « **Managers** ») le 28 janvier 2021, dans les conditions décrites ci-après.

Il est précisé que l'Initiateur envisage d'étendre ce dispositif d'intéressement du management de la Société en ouvrant le capital de Rainbow Holding à d'autres cadres supérieurs de la Société à l'issue de l'Offre, par voie de souscription au capital de Rainbow Holding ou de transferts d'actions Rainbow Holding détenues par HLD Europe, selon la même méthode de valorisation que celle retenue lors de l'Acquisition des Blocs et en figeant la valeur des actions MVG au Prix d'Offre. Aucune décision n'a toutefois été prise à ce jour.

#### (a) *Apport en nature des Managers à Rainbow Holding*

En vertu d'un contrat d'apport d'actions conclu en date du 28 janvier 2021 entre les Managers et Rainbow Holding, les Managers ont apporté un total de 368.902 actions MVG à Rainbow Holding. En rémunération de ces apports, les Managers ont reçu de l'Initiateur (i) des actions ordinaires, (ii) des actions de préférence rachetables à l'initiative de Rainbow Holding offrant un retour variable en fonction des performances financières de l'investissement réalisé, et (iii) des obligations convertibles, de sorte que les Managers détiennent à ce jour environ 16% du capital de l'Initiateur.

La répartition du capital et des droits de vote de Rainbow Holding à l'issue de ces opérations d'apport s'établit comme suit :

---

<sup>11</sup> Dont 4 308 actions propres acquises par la Société Gilbert Dupont pour le compte de la Société, dans le cadre de la mise en œuvre du contrat de liquidité conclu avec celle-ci, lequel est suspendu depuis le début de la période de pré-offre. MVG dispose du droit de se voir restituer en nature ces 4.308 actions détenues pour son compte par Gilbert Dupont en cas de résiliation du contrat de liquidité.

<sup>12</sup> A savoir Philippe Garreau, Arnaud Gandois et Luc Duchesne.

<sup>13</sup> A savoir Per Iversen, Gianni Barone, Lars Foged, Eric Beaumont et Olivier Gurs.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Actionnaires	Actions ordinaires	% actions ordinaires	Actions de préférence	% actions de préférence	Total actions et droits de vote	% du capital / droits de vote
HLD Europe	37.780.751	84,3	60.610	24,9	37.841.361	83,9
Philippe Garreau	2.586.948	5,8	60.762	25,0	2.647.710	5,9
Arnaud Gandois	1.748.994	3,9	34.034	14,0	1.783.028	4,0
Per Iversen	709.462	1,6	12.168	5,0	721.630	1,6
Gianni Barone	270.894	0,6	12.168	5,0	283.088	0,6
Lars Foged	358.410	0,8	7.306	3,0	365.690	0,8
Eric Beaumont	666.094	1,5	21.892	9,0	687.986	1,5
Luc Duchesne	522.054	1,2	12.168	5,0	534.222	1,2
Olivier Gurs	194.038	0,4	21.892	9,0	215.930	0,5
<b>Total</b>	<b>44.837.645</b>	<b>100</b>	<b>243.000</b>	<b>100</b>	<b>45.080.645</b>	<b>100</b>

Les obligations convertibles en actions ordinaires Rainbow Holding, dont la maturité est de dix ans, portent intérêt à compter de leur date d'émission, soit le 28 janvier 2021, et jusqu'à la date de leur conversion ou de leur remboursement au taux annuel de 9 % par an. Ces obligations peuvent être converties à la demande de leurs porteurs en cas de sortie par voie de cession<sup>14</sup> ou d'introduction en bourse de toute société appartenant au groupe de l'Initiateur (une « Sortie ») selon une parité maximale d'une (1) action ordinaire Rainbow Holding pour une (1) obligation.

Elles sont réparties comme suit :

	Obligations convertibles	% obligations convertibles	Total actions ordinaires et de préférence sur une base entièrement diluée*	% du capital / droits de vote sur une base entièrement diluée
HLD Europe	12.593.550	84,3	50.434.911	84,0
Philippe Garreau	862.290	5,8	3.510.000	5,8
Arnaud Gandois	582.972	3,9	2.366.000	3,9
Per Iversen	236.470	1,6	958.100	1,6
Gianni Barone	90.298	0,6	373.386	0,6
Lars Foged	119.444	0,8	485.134	0,8
Eric Beaumont	222.014	1,5	910.000	1,5
Luc Duchesne	174.018	1,2	708.240	1,2
Olivier Gurs	64.662	0,4	280.592	0,5
<b>Total</b>	<b>14.945.718</b>	<b>100</b>	<b>60.026.363</b>	<b>100</b>

\* Correspondant au total des actions ordinaires et des actions de préférence déjà émises à ce jour par Rainbow Holding et de la conversion de l'ensemble des obligations convertibles selon le ratio maximal d'une (1) action ordinaire Rainbow Holding pour une (1) obligation.

(b) Actions gratuites de Rainbow Holding

L'Initiateur a mis en place un plan d'attribution d'actions gratuites au profit des Managers offrant un retour variable en fonction des performances financières de l'investissement réalisé. Ces actions gratuites sont des actions de préférence rachetables à l'initiative de Rainbow Holding et sont soumises (i) à une période d'acquisition et de conservation d'un an chacune pour le plan principal au profit des résidents fiscaux français et (ii) à une période d'acquisition expirant à la plus tardive des deux dates entre le premier anniversaire de la date d'attribution et la date intervenant dix jours après (a) la date de

<sup>14</sup> A savoir toute cession du contrôle de l'Initiateur par HLD Europe ou toute cession d'actif important au sein du groupe de l'Initiateur (une « Sortie par Cession »).

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

réalisation d'une Sortie ou (b) la date à laquelle le bénéficiaire est tenu de transférer les titres de l'Initiateur qu'il détient conformément à l'obligation de sortie conjointe pour le sous-plan au profit des résidents fiscaux étrangers (étant précisé que dans l'hypothèse où les actions gratuites auraient été acquises avant le second anniversaire de la date d'attribution, une période de conservation allant jusqu'au second anniversaire de la date d'attribution est alors prévue).

Une attribution d'un total de 1.100.340 actions gratuites Rainbow Holding a été réalisée le 28 janvier 2021, comme suit, au profit des Managers :

<b>Managers</b>	<b>Nombre d'actions gratuites Rainbow Holding attribuées au 28 janvier 2021</b>
Philippe Garreau	366.572
Arnaud Gandois	205.324
Per Iversen	73.408
Gianni Barone	73.408
Lars Foged	44.076
Eric Beaumont	132.072
Luc Duchesne	73.408
Olivier Gurs	132.072
<b>Total</b>	<b>1.100.340</b>

*(c) Pacte d'associés de Rainbow Holding*

Un pacte d'associés relatif à l'Initiateur a été conclu le 28 janvier 2021 entre HLD Europe et les Managers (le « **Pacte d'Associés** »).

Conformément aux termes du Pacte d'Associés, Monsieur Philippe Garreau, qui assure actuellement la direction générale et la présidence du Conseil d'administration de MVG, a été désigné représentant légal (le « **Président** ») de l'Initiateur. Il peut être révoqué *ad nutum* par le comité de surveillance de l'Initiateur, au sein duquel HLD Europe est majoritaire avec quatre membres. Ce comité pourra également accueillir jusqu'à deux membres indépendants, proposés conjointement par HLD Europe et le Président, sur un total maximal de six membres du comité de surveillance. Certaines décisions considérées comme importantes concernant l'Initiateur et toute entité contrôlée par ce dernier ne pourront être prises par le Président et les dirigeants du groupe qu'après approbation du comité de surveillance de l'Initiateur<sup>15</sup>.

Il est précisé que tant que les titres de MVG seront admis aux négociations sur Euronext Growth, l'autorisation préalable du comité de surveillance de l'Initiateur ne sera pas requise pour les décisions importantes concernant MVG et/ou l'une des entités qu'elle contrôle, dans le cas où le Conseil d'administration de MVG est amené à se prononcer sur ces décisions.

<sup>15</sup>

A savoir notamment : (i) toute modification des statuts d'une société du groupe, (ii) toute acquisition ou cession d'activités et de participations dans une société, (iii) toute introduction en bourse d'une société du groupe, (iv) l'adoption et la modification du business plan du groupe, (v) l'adoption et la modification du budget annuel, arrêté des comptes annuels ou consolidés, et documents de gestion prévisionnelle, (vi) tout transfert d'un actif immobilisé dont la valeur comptable ou de marché excède un million d'euros, (vii) tout nouvel endettement ou modification d'un endettement existant de plus d'un million d'euros, (viii) toute décision susceptible d'entraîner un bris de covenants, un cas de défaut ou de remboursement anticipé de dettes existantes, (ix) tout refinancement, (x) toute décision pouvant entraîner l'exigibilité anticipée de toute dette, (xi) toute décision relative à une garantie accordée sur les actifs d'une société du groupe (hors cours normal des affaires), (xii) l'initiation de tout litige ou la conclusion de tout accord transactionnel portant sur plus d'un million d'euros, (xiii) l'embauche, le licenciement ou la modification de la rémunération de mandataires sociaux ou d'employés dont la rémunération brute annuelle excède cent vingt mille euros, (xiv) tout engagement hors bilan significatif et l'octroi de toute garantie d'un montant dépassant individuellement cinq cent mille d'euros ou au total deux millions d'euros, et l'octroi de toutes suretés sur les titres d'une des sociétés du groupe, (xv) la nomination et la révocation du président, de tout directeur général et/ou de tout directeur général délégué, (xvi) toute promesse ou engagement d'accomplir l'un des actes en question.

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Le Pacte d'Associés prévoit que les titres de l'Initiateur souscrits par les Managers sont par principe inaliénables pendant une durée de dix ans sous réserve de certaines exceptions<sup>16</sup>. HLD Europe pourra décider la mise en place d'un processus de Sortie, en concertation avec le Président, sans toutefois que l'approbation de ce dernier ne soit nécessaire<sup>17</sup>.

En cas de cessions de titres de l'Initiateur par HLD Europe, les Managers bénéficient d'un droit de sortie conjointe proportionnel et total (*proportional and total tag along right*) leur permettant de transférer, selon le cas, (i) un nombre proportionnel de titres de même catégorie de l'Initiateur qu'ils détiennent (si la cession de titres n'entraîne pas un cas de Sortie par Cession) ou (ii) la totalité des titres de l'Initiateur qu'ils détiennent, conjointement avec HLD Europe (si la cession de titres entraîne un cas de Sortie par Cession). Réciproquement, une obligation de sortie conjointe (*drag along right*) est prévue en faveur de HLD Europe si une offre portant sur l'intégralité du capital de l'Initiateur était formulée par un tiers. Les titres des Managers sont également soumis à un droit de préemption au profit des autres Managers (premier rang) puis de HLD Europe (second rang) au-delà de la dixième année de leur investissement, en cas de cession de leurs titres de l'Initiateur à des tiers.

Le Pacte d'Associés prévoit également une clause d'anti-dilution donnant notamment le droit aux Managers de souscrire des actions au prorata avec HLD Europe en cas d'émissions de nouvelles actions de l'Initiateur, sous réserve de certaines exceptions.

### (d) Promesses croisées d'achat et de vente portant sur les actions Rainbow Holding

Des promesses croisées d'achat et de vente portant sur les actions Rainbow Holding ont été conclues le 28 janvier 2021 entre HLD Europe et les Managers (les « **Promesses** »).

Les Promesses prévoient qu'en cas de départ ou d'incapacité / invalidité permanente d'un Manager, ou encore de violation significative de certaines stipulations des statuts de Rainbow Holding, du Pacte d'Associés ou des engagements de non-concurrence et d'exclusivité par un Manager, HLD Europe dispose d'une option d'achat en vertu de laquelle il peut acquérir la totalité de ses titres Rainbow Holding. En cas de décès ou d'incapacité / invalidité permanente d'un Manager, ses héritiers ou lui-même selon le cas, ont une option de vente des titres Rainbow Holding dudit Manager exerçable auprès de HLD Europe. Ces options d'achat et de vente sont également exerçables, pour le cas de Philippe Garreau uniquement, et à hauteur seulement de 30% des titres Rainbow Holding, en cas de départ à la retraite de ce dernier après l'âge de 65 ans. Le prix d'exercice de ces options d'achat et de vente est (i) égal au prix de souscription des titres de l'Initiateur concernés, en cas d'exercice de l'option dans un délai d'un an à compter de la conclusion des Promesses, et (ii) après ce délai d'un an, déterminé suivant l'application d'une formule fondée sur le multiple d'EBITDA induit par le Prix d'Offre.

Il est précisé que le prix qui résulterait de l'exercice de ces options d'achat et de vente à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître, par transparence, un prix par action MVG supérieur au Prix d'Offre.

---

<sup>16</sup> A savoir tout transfert de titres (i) autorisé par le comité de surveillance de l'Initiateur ou par HLD Europe, ou résultant (ii) d'un cas de sortie conjointe (*drag along right*) ou d'un droit de cession conjointe (*tag along right*), (iii) d'une introduction en bourse de toute société du groupe, ou (iv) d'un transfert libre (à savoir notamment résultant de l'exercice des options d'achat et de vente, d'un cas de Sortie par Cession, au profit d'une holding personnelle, d'un ascendant, descendant ou conjoint du Manager, ou encore réalisé aux fins, ou résultant, de l'octroi d'une garantie portant sur les titres du Manager en faveur d'un établissement de crédit).

<sup>17</sup> Hors le cas d'une cession d'actif important, en cas de Sortie par Cession.

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

*(e) Contrats de travail des Managers*

Les contrats de travail des Managers sont maintenus, sauf pour Philippe Garreau qui n'est plus lié par un contrat de travail avec la Société depuis la date de l'Acquisition des Blocs (étant précisé que son contrat de travail était jusqu'alors suspendu).

Les accords mentionnés à la présente Section 6.2 ne font ressortir aucun avantage susceptible de constituer un éventuel complément de prix et ne contiennent aucune clause de prix garanti au bénéfice des Managers.

**6.2 Situation des bénéficiaires d'actions gratuites et mécanisme de liquidité**

*(a) Situation des bénéficiaires d'actions gratuites*

La Société a mis en place un plan d'attribution d'actions gratuites dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau ci-après, en vertu de la décision du Conseil d'administration de la Société en date du 12 juillet 2019 (le « **Plan d'AGA** »).

Les actions gratuites attribuées au titre du Plan d'AGA, dont la période d'acquisition était de douze mois, ont été définitivement acquises par leurs bénéficiaires le 12 juillet 2020.

Ces actions gratuites sont toutefois soumises à une période de conservation d'une durée de douze mois à compter de leur acquisition définitive, soit jusqu'au 12 juillet 2021, et ne pourront par conséquent pas être apportées à l'Offre par leurs titulaires<sup>18</sup>. La totalité des bénéficiaires de ces actions gratuites indisponibles ont souscrit au mécanisme de liquidité décrit à la Section 6.2(b) ci-dessous.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques du Plan d'AGA en cours mis en place par la Société à la date de la présente Note en Réponse :

<b>Plan d'AGA</b>	
Date de l'assemblée générale	21 juin 2019
Date du conseil d'administration ayant décidé l'attribution	12 juillet 2019
Nombre total d'actions attribuables gratuitement	140.000
Nombre de bénéficiaires	44
Nombre total d'actions gratuites attribuées	125.000
Fin de de la période d'acquisition des actions gratuites	12 juillet 2020
Fin de la période de conservation des actions gratuites	12 juillet 2021
Nombre d'actions gratuites définitivement acquises	125.000
Nombre d'actions gratuites annulées ou caduques	0
Nombre maximum d'actions attribuables restantes (actions auto-détenues par la Société)	15.000

<sup>18</sup> MM. Philippe Garreau, Arnaud Gandois et Luc Duchesne étant en outre tenus de conserver chacun 100 actions attribuées gratuitement jusqu'à la fin de leur mandat social.

*(b) Mécanismes de liquidité*

Compte tenu de la réduction de la liquidité de l'action MVG que la mise en œuvre de l'Offre risque d'entraîner, et conformément à l'engagement pris en ce sens dans le Contrat d'Acquisition, l'Initiateur a proposé aux bénéficiaires d'actions gratuites, compte tenu du fait qu'elles sont en période de conservation jusqu'à la clôture de l'Offre et donc insusceptibles d'être apportées par leurs bénéficiaires à l'Offre, de conclure avec lui des accords de liquidité leur permettant de céder leurs actions gratuites MVG à l'issue de la période de conservation à laquelle ils sont tenus.

La totalité des actions gratuites MVG en période de conservation (soit un total de 125.000 actions gratuites à ce jour) ont fait l'objet de contrats de liquidité conclus entre le 12 janvier 2021 et le 21 janvier 2021 entre les bénéficiaires et l'Initiateur, consistant en des promesses croisées d'achat et de vente (les « **Contrats de Liquidité** »). Les bénéficiaires auront la faculté, en accord avec l'Initiateur, d'apporter en nature leurs actions MVG à l'Initiateur, alternativement à une cession de ces actions en numéraire<sup>19</sup>, selon une valeur d'apport ne pouvant en tout état de cause excéder le Prix d'Offre.

Aux termes de ce mécanisme de liquidité, et sous réserve de l'obtention de la décision de conformité de l'AMF dans le cadre de la présente Offre<sup>20</sup> :

- i. l'Initiateur disposera d'une option d'achat en vertu de laquelle il pourra acquérir en numéraire ou par voie d'apport en nature, la totalité (et uniquement la totalité<sup>21</sup>) des actions gratuites auprès de leurs bénéficiaires entre le 13 juillet 2021 et le 13 septembre 2021 (inclus), à un prix (ou à une valeur d'apport, le cas échéant) par action gratuite égal au Prix d'Offre (soit 26 euros par action MVG) ;
- ii. les bénéficiaires d'actions gratuites disposeront d'une option leur permettant de céder en numéraire ou par voie d'apport en nature, la totalité (et uniquement la totalité, sous la même réserve que celle mentionnée au (i) ci-dessus) de leurs actions gratuites dans les soixante jours calendaires suivant la date d'expiration de la période d'exercice de l'option d'achat susvisée, à un prix (ou à une valeur d'apport, le cas échéant) par action gratuite déterminé par l'application d'une formule fondée sur un multiple d'EBITDA diminué de la dette financière, lequel ne pourra en aucun cas excéder le Prix d'Offre, étant précisé que l'application de ladite formule à l'époque contemporaine de l'Offre aboutit au Prix d'Offre.

Pour mémoire, en application de l'article L. 233-9, I, 4° du Code de commerce, les actions gratuites en période de conservation pour lesquelles une option d'achat a été consentie à l'Initiateur dans le cadre du mécanisme de liquidité susvisé sont assimilées aux actions détenues par l'Initiateur et ne lui seront pas transférées dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire, si les conditions de mise en œuvre d'un tel retrait obligatoire étaient réunies à l'issue de l'Offre.

Il est précisé que les Contrats de Liquidité ne font ressortir aucun avantage susceptible de constituer un éventuel complément de prix et ne contiennent aucune clause de prix garanti.

---

<sup>19</sup> A la date du présent document, seul un des bénéficiaires d'actions gratuites MVG bénéficie de cette option.

<sup>20</sup> Cette condition étant stipulée au bénéfice exclusif de l'Initiateur, qui pourra seul s'en prévaloir ou décider d'y renoncer.

<sup>21</sup> Etant précisé que pour les mandataires sociaux de la Société bénéficiaires d'actions gratuites et tenus d'une obligation de conserver chacun 100 actions gratuites qui leur ont été attribuées (les « **Actions Indisponibles** »), en application de l'article L. 225-197-1 II du Code de commerce et de la décision du Conseil d'administration de la Société en date du 12 juillet 2019 (à savoir MM. Philippe Garreau, Arnaud Gandois et Luc Duchesne), les Contrats de Liquidité conclus entre ces derniers et l'Initiateur prévoient des options de vente et d'achat complémentaires portant sur ces Actions Indisponibles en cas de cessation de leurs fonctions au sein de la Société, selon la même formule de prix que celle applicable aux autres actions gratuites MVG, à un prix ne pouvant en tout état de cause excéder le Prix d'Offre.

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

## **7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

### **7.1 Structure et répartition du capital**

Le capital social de MVG qui s'élève à 1 297 264 euros est divisé en 6 486 320 actions, d'une valeur nominale de 0,20 euros chacune, entièrement souscrites et libérées et toutes de même catégorie.

A la date du présent Projet de Note en Réponse :

- la répartition du capital et des droits de vote de MVG est celle décrite dans la Section 2.4 ci-dessus ;
- comme indiqué à ladite section, il n'existe aucun titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote.

### **7.2 Actions gratuites**

Cf. Section 6.2(a) ci-dessus.

### **7.3 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce**

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions MVG.

### **7.4 Participations directes et indirectes représentant plus de 5% du capital et des droits de vote de MVG**

Les actionnaires de MVG détenant plus de 5 % de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau qui figure à la Section 2.4 ci-dessus.

Hormis lesdits actionnaires, aucun actionnaire détenant plus de 5 % du capital social ou des droits de vote ne s'est fait connaître auprès de la Société à la date de la présente note, sachant que la Société a récemment mis en œuvre une procédure dite TPI (procédure d'identification des actionnaires détenant leurs actions sous la forme au porteur) soumise aux dispositions de l'article L. 228-2 du Code de commerce et notamment son paragraphe III.

### **7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

L'article 9 alinéa 3 des statuts de la Société prévoit une attribution de droit de vote double *« pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.*

*Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd ce droit de vote double.*

*Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas les délais prévus ci-dessus.*

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

*En outre en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. »*

En dehors de la clause statutaire reproduite ci-dessus, aucun titre émis par la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

#### **7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Néant.

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

En dehors des accords de liquidité conclus entre Rainbow Holding et les actionnaires détenteurs d'actions gratuites en période de conservation décrits en Section 6.2(b) ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

#### **7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société**

Aucune clause statutaire ne prévoit ni en matière de nomination et de remplacement des membres du conseil d'administration, ni en matière de modification des statuts, de dispositions différentes de celles prévues par la loi.

#### **7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'actions**

Selon l'article 11 des statuts de la Société, la durée des fonctions des administrateurs est de six (6) années, les administrateurs étant toujours rééligibles.

Selon l'article 13 des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre conformément à son intérêt social en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la société est engagée même par les actes du Conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, exception faite des actes dont la société est en mesure de démontrer que le ou les tiers concernés savaient qu'ils dépassaient cet objet ou ne pouvaient l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer la preuve.

Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

En outre, le Conseil d'administration exerce les pouvoirs spéciaux qui lui sont conférés par la loi.

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

Le Conseil d'administration peut autoriser le Directeur général à donner des cautions, avals ou garanties au nom de la Société dans les conditions prévues par la loi.

Il est précisé en outre que l'assemblée générale des actionnaires en date du 15 décembre 2020, décidant à titre extraordinaire a approuvé la 6<sup>ème</sup> résolution qui lui était soumise, visant à la suppression des articles 12.3(i) et 12.3(iii) des statuts de la Société requérant une majorité qualifiée ou le consentement unanime du Conseil d'administration pour certaines décisions visées par ces articles<sup>22</sup>, ceci sous condition suspensive de l'acquisition par Rainbow Holding de 55,56% du capital de la Société. La levée de cette condition suspensive est intervenue le 1<sup>er</sup> février 2021, ce dont le Conseil d'administration de la Société, réuni le 2 février 2021, a pris acte.

Selon les statuts désormais modifiés, toutes les décisions du Conseil d'administration sont prises à la majorité des voix des membres présents ou représentés, étant précisé qu'en cas de partage des voix, celle du président est prépondérante.

Par ailleurs, les assemblées générales du 21 juin 2019 et du 18 juin 2020 ont autorisé les délégations de compétence suivantes relatives à l'émission ou la réduction de capital :

<b>Opérations/titres concernés</b>	<b>Montant nominal maximum d'émission/réduction</b>	<b>Utilisation</b>	<b>Durée de l'autorisation</b>
Emission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou donnant droit à un titre de créance, avec maintien du DPS AGM en date du 21 juin 2019	400.000 euros	Aucune	26 mois
Emission sans DPS d'actions ordinaires et des valeurs mobilières, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société AGM en date du 21 juin 2019	126.000 euros	Aucune	26 mois
Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la Société, sans DPS, au profit (i) des salariés de la Société et des sociétés liées à la Société, françaises ou étrangères, telles que définies à l'article L. 225-197-2 du Code de commerce et (ii) des mandataires sociaux de la Société (répondant aux conditions fixées par l'article L. 225-197-1, II du Code de commerce) AGM en date du 21 juin 2019	Limite : 2,5% du capital social	125 000 actions existantes attribuées le 12 juillet 2019	38 mois

<sup>22</sup> Majorité qualifiée des 6/7ème des administrateurs en exercice sur première convocation et des 6/7ème des administrateurs présents ou représentés sur deuxième convocation pour un certain nombre de décisions listées à l'article 12.3 (i) des statuts, et selon l'article 12.3(iii), de ces statuts, unanimité des administrateurs s'agissant de toute décision relative au transfert ou à la délocalisation du siège social de la Société ou d'une partie significative de ses équipes R&D françaises existantes hors de France.

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Opérations/titres concernés	Montant nominal maximum d'émission/réduction	Utilisation	Durée de l'autorisation
Emission sans DPS d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital à émettre, réservés aux salariés et anciens salariés adhérents d'un PEE à instituer par la Société, ou par l'incorporation au capital de réserves, bénéfices ou primes et attribution gratuite d'actions ou autres titres donnant accès au capital aux salariés AGM en date du 21 juin 2019	Limite : 3% du capital (avec imputation sur le plafond global de 400 000 euros ci-dessus)	Aucune	26 mois
Autorisation conférée au conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la Société AGM en date du 18 juin 2020	Limite : 10% du nombre total des actions	Rachat de 140 000 actions dont 125 000 actions attribuées dans le cadre du Plan d'AGA	18 mois
Autorisation de réduire le capital social de la Société par voie d'annulation des actions auto-détenues dans le cadre des dispositions de l'article L.225-209 du Code de commerce AGM en date du 18 juin 2020	10% par période de 24 mois	Aucune	18 mois

#### 7.10 Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société

A la connaissance de la Société et à la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun accord en vigueur, conclu par la Société, susceptible d'être impacté en cas de changement de contrôle de celle-ci, à l'exception des clauses d'exigibilité anticipée du fait d'un changement de contrôle contenues dans trois contrats de financement qui ont fait l'objet d'un *waiver* de la part des établissements prêteurs dans le cadre de l'Acquisition des Blocs.

#### 7.11 Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du Conseil d'administration de la Société et ses principaux salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le Président Directeur Général bénéficie de la garantie perte d'emploi du type « GSC » (Garantie Sociale des Chefs d'entreprise) destinée à lui assurer en cas de révocation de son mandat à l'issue d'un délai de carence prévu par la GSC, un revenu de remplacement à compter de la date de sa révocation

Il n'existe aucun autre accord prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux et les principaux salariés de la Société en cas de démission ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

## **8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

Le rapport de l'Expert Indépendant est reporté en Annexe de la présente Note en Réponse.

## **9. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE**

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mis à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

## **10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE**

*« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, à ma connaissance, les données de la note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Monsieur Philippe Garreau  
Président Directeur Général  
Microwave Vision

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

**ANNEXE**

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT - FARTHOUAT FINANCE**

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

## Microwave Vision (MVG)

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT-FARTHOUAT FINANCE-DANS LE CADRE  
DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE SUR LES ACTIONS DE MVG.

Janvier 2021

Table des matières

1.	Présentation de l'opération .....	3
2.	Présentation de Farthouat Finance.....	4
3.	Analyse financière de MVG.....	5
3.1.	Présentation générale de l'activité .....	5
3.1.1.	<i>Historique</i> .....	5
3.1.2.	<i>Présentation de l'activité</i> .....	6
3.1.3.	<i>Structure de marché</i> .....	8
3.1.4.	<i>La concurrence</i> .....	9
3.1.5.	<i>Organigramme du groupe</i> .....	9
3.2.	Performances historiques.....	10
3.2.1.	<i>Compte de résultat</i> .....	10
3.2.2.	<i>Evolution de la situation bilantielle</i> .....	12
3.2.3.	<i>Evolution des flux financiers</i> .....	14
3.2.4.	<i>Comptes au 30 juin 2020</i> .....	15
3.3.	Matrice SWOT.....	17
4.	Evaluation de MVG.....	18
4.1.	Critères et références écartés.....	18
4.2.	Critères et références retenus .....	19
4.3.	Nombre de titres .....	19
4.4.	Passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres .....	19
4.5.	Acquisition des blocs.....	20
4.6.	Cours de Bourse .....	24
4.7.	Actualisation des cash-flows disponibles .....	26
4.8.	Comparaisons boursières (à titre indicatif) .....	29
5.	Relation avec les actionnaires minoritaires de MVG .....	30
6.	Écarts avec les éléments d'appréciation de l'OPAS présentés par NATIXIS .....	34
7.	Conclusion sur le caractère équitable du prix de 26€ par action MVG offert dans le cadre de l'OPAS et dans la perspective du retrait obligatoire (RO).....	38
8.	ANNEXES .....	40

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée sur les actions Microwave Vision (ci-après « MVG ») par Rainbow Holding (ci-après « l'Initiateur »), qui sera suivie si les conditions sont réunies d'un retrait obligatoire, Farthouat Finance a été désignée par le Conseil d'Administration de la société comme expert indépendant en charge d'émettre un avis sur le caractère équitable du prix de 26€ par action MVG proposé.

La désignation de Farthouat Finance a pour origine réglementaire les articles 261-1 I 1 et 261-1 II du Règlement Général de l'AMF.

### 1. Présentation de l'opération

Le 30 juillet 2020, MVG et HLD Europe (ci-après « HLD ») ont annoncé l'opération à l'origine de la présente Offre :

*« HLD Europe est entré en négociations exclusives en vue d'acquérir, au travers d'un véhicule dédié, plusieurs blocs représentant un total d'environ 52,95% du capital de MICROWAVE VISION, notamment auprès de son actionnaire de référence EXIMIUM (holding d'investissement de la famille Baulé), de Bpifrance, Seventure Partners et de plusieurs de ses dirigeants et salariés, au prix de 26€ par action.*

*Le prix de 26€ par action valorise 100% du capital de MICROWAVE VISION à environ 170 millions d'euros. Ce prix extériorise des primes de 7,9% par rapport au dernier cours de clôture (le 29 juillet 2020) et de 11,2% et 41,0% par rapport aux cours moyens pondérés des 3 et 12 derniers mois.*

*La conclusion des accords définitifs relatifs au transfert de ces blocs pourra intervenir une fois achevées les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel applicables au sein du groupe MICROWAVE VISION. La réalisation du transfert resterait soumise à l'obtention préalable d'autorisations réglementaires en France et à l'étranger et devrait intervenir à la fin de l'année 2020.*

*Sous réserve de l'acquisition de ces blocs de contrôle, le véhicule dédié contrôlé par HLD Europe déposerait auprès de l'Autorité des marchés financiers, conformément à la réglementation applicable, un projet d'offre publique d'achat simplifiée à titre obligatoire sur le solde des actions de MICROWAVE VISION au prix unitaire de 26 euros, identique au prix des blocs cédés. »*

Suite à l'avis positif des instances représentatives du personnel, MVG et HLD ont annoncé le 10 septembre 2020 la signature du contrat d'acquisition par HLD de 55,56% du capital de MVG, transaction soumise à l'obtention d'autorisations réglementaires.

Le 19 octobre 2020, MVG a publié les informations suivantes :

*« Dans un communiqué commun en date du 10 septembre 2020, MICROWAVE VISION et HLD Europe ont annoncé la signature, le 10 septembre 2020, du contrat d'acquisition par HLD Europe, au travers d'un véhicule spécifique (dénommé Rainbow Holding) de plusieurs blocs représentant un total de 55,56% du capital de MICROWAVE VISION auprès de son actionnaire de référence EXIMIUM (holding d'investissement de la famille Baulé), de Bpifrance, de Seventure Partners et de plusieurs actionnaires minoritaires, principalement dirigeants et salariés, au prix de 26 euros par action.*

*La réalisation du transfert des blocs reste soumise à l'obtention préalable d'autorisations réglementaires en France et à l'étranger et devrait intervenir à la fin de l'année 2020. Il est rappelé qu'à l'issue de ce transfert, Rainbow Holding déposera à titre obligatoire un projet d'OPAS sur le solde des actions MICROWAVE VISION non détenues, au prix unitaire de 26 euros, identique au prix des blocs cédés.*

*Rainbow Holding a désormais indiqué à MICROWAVE VISION son intention de faire suivre cette OPAS, si les conditions sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers - AMF.*

*Dans la perspective du dépôt d'un projet d'OPAS par Rainbow Holding, le Conseil d'administration de MICROWAVE VISION, réuni le 16 octobre 2020, a formellement désigné, sur la recommandation d'un Comité Ad hoc composé de trois administrateurs (dont les deux administrateurs indépendants), à savoir, Mme Marie-Cécile Matar, M, Philippe Lanternier et*

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

*M. Philippe Garreau, Farthouat Finance, représenté par Mme Marie-Ange Farthouat, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'OPAS suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, en application des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du Règlement général de l'AMF. »*

## 2. Présentation de Farthouat Finance

Farthouat Finance, qui a été créée en 2008, intervient sur des missions d'évaluation, d'expertise et d'analyse financière indépendante. Détenue par son management, Farthouat Finance a un positionnement lui permettant d'éviter les conflits d'intérêts. Farthouat Finance dispose des moyens nécessaires à l'exécution de ses missions, notamment des bases de données permettant la mise en œuvre d'une évaluation multicritères. Les missions d'expertise et d'évaluation sont menées par Marie-Ange Farthouat, qui a plus de 20 ans d'expérience en analyse financière et évaluation et qui a réalisé plus de 70 opérations similaires depuis 1995, date des premiers retraits obligatoires. Marie-Ange Farthouat est membre de la Sfaf et de la Sfev et inscrite comme expert judiciaire près la Cour d'appel de Paris.

Membre fondateur de l'APEI, Marie-Ange Farthouat et Farthouat Finance ne font partie aujourd'hui d'aucune association reconnue par l'AMF au titre de son règlement général. Les procédures mises en place garantissent la qualité des travaux menés, le respect des critères applicables aux missions d'expertise indépendante soumises à l'AMF ainsi que l'attention particulière accordée aux conflits d'intérêts potentiels.

Au cours des 36 derniers mois, Farthouat Finance a réalisé 6 expertises indépendantes :

Société visée	Initiateur	Date	Type d'Offre	Etablissement Présentateur/Evaluateur
Traqueur	Coyote	nov-17	OPA	Alantra
Hubwoo	Perfect Commerce	janv-18	OPAS	Banque Delubac
Vexim	Stryker	mars-18	OPR-RO	BNP Paribas
Dom Security	Dom Security	juin-18	OPRA	Degroof Petercam Finance
Soboa	Groupe Castel	févr-19	OPAS	Alantra
ECA	ECA	sept-20	OPAS	Degroof Petercam Finance

### Déclaration d'Indépendance.

Avec MVG et ses actionnaires : Farthouat Finance et ses associés n'ont jamais été mandatés par la société ou ses actionnaires pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Farthouat Finance est en mesure d'attester de l'absence de tout lien, passé, présent ou futur connu d'elle, avec les personnes et sociétés concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente opération. Cette déclaration est également valable pour l'équipe ayant participé à la mission et pour Olivier Marrot, professionnel qualifié ayant réalisé le contrôle qualité de la mission.

Farthouat Finance n'intervient pas de façon répétée avec Natixis, établissement présentateur de la présente Offre.

### 3. Analyse financière de MVG

MVG est une société anonyme au capital de 1 297 264 euros constitué de 6 486 320 actions de 0,20 euro de valeur nominale totalement libérées.

MVG est cotée sur Euronext Growth Paris depuis 2005. Préalablement à la transaction, son capital est détenu par le management et les employés (15,39%), les investisseurs (Eximium, Bpifrance, Seventure 40,38%) et le flottant (44,23%). Il n'existe plus de bons de souscriptions d'actions depuis fin septembre 2019. Le plan d'attribution gratuite d'actions de juillet 2019 a donné lieu à l'acquisition de 125 000 actions MVG à l'issue de la période d'acquisition d'un an, ces actions ayant été préalablement acquises par la société sur le marché.

#### 3.1. Présentation générale de l'activité

##### 3.1.1. Historique

Créé en 1986 par scission d'un laboratoire de Supélec, Microwave Vision (anciennement SATIMO), a connu un développement dynamique à partir de son marché d'origine de la mesure électromagnétique pour le marché français avec quelques étapes clés :

- 1996/1998 : Changement de direction et développement d'une production de solutions multi-capteurs ciblant les Télécommunications Civiles
- 2000/2003 : Investissement de Siparex et Spéf Ventures et ouverture de bureaux à l'international
- 2005 : Introduction en bourse sur Alternext/Euronext Growth (cours 17,77€) et développement accéléré à l'international et dans l'Automobile, l'Aérospatiale et les Télécommunications Civiles
- 2008 : Acquisition d'ORBIT/FR (mesures d'antennes dans l'Aérospatiale/Défense) et SATIMO devient MVG. Financement par augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription
- 2012 : Acquisition de Rainford (cages de Faraday) / département EMC
- 2013/2004 : Renouvellement de la gamme produits (StarLab, StarMIMO, SG 24) et développement de la branche EMC, levée de fonds de 28 M€ (augmentation de capital avec maintien du DPS au prix de 10,40€ par action MVG)
- 2017 : Sortie de la StarLab 50 GHz en vue de la 5G
- 2019 : 1<sup>ère</sup> commande supérieure à 30 M€
- 2020 : 2<sup>ème</sup> commande supérieure à 30 M€, sortie de StarWave

### *3.1.2. Présentation de l'activité*

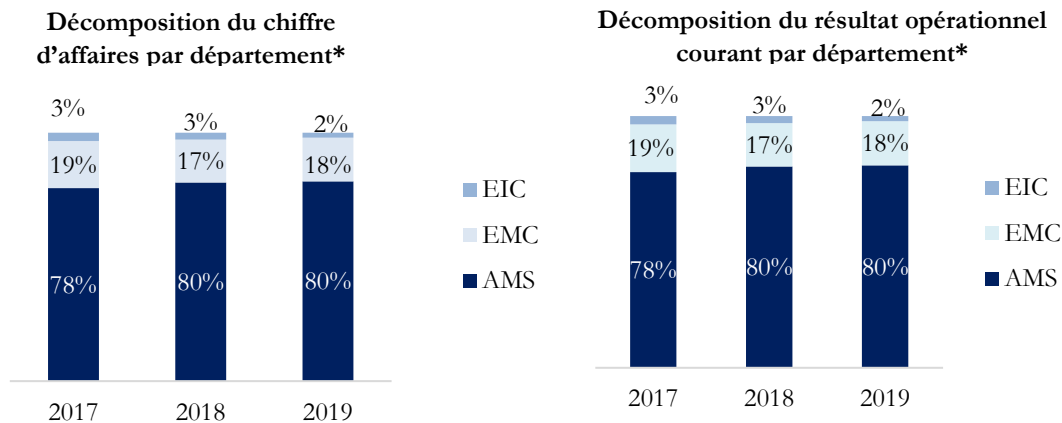
Le groupe développe et produit des systèmes d'imagerie (scanners) qui permettent de visualiser les ondes électromagnétiques émises par les antennes via des équipements de test et de mesures dédiés en imagerie électromagnétique. Ces scanners reposent sur une technologie multi-capteurs unique et brevetée : MV-Scan TM qui, contrairement aux technologies mono-capteurs classiques, permet des prises de mesures via des capteurs répartis dans l'espace sans recourir à des mouvements mécaniques longs et fastidieux. Le groupe associe à ses produits, des logiciels dédiés (pour l'acquisition et le traitement des données), des services d'installation et des contrats de maintenance.

MVG est organisé en quatre départements opérationnels :

- **AMS (Antenna Measurement Systems – systèmes de mesures d'antenne)** dédié aux tests de contrôle des antennes, activité historique du groupe.
  - o Une installation standard vendue par le groupe peut comporter un scanner (champs proches et champs lointains, mono et multi-capteurs), une plateforme logicielle, des outils de pilotage des équipements et une chambre anéchoïde pour fiabiliser les tests obtenus (il s'agit d'une salle d'expérimentation dont les parois absorbent les ondes sonores ou électromagnétiques).
  - o La gamme de produits du groupe est large et lui permet d'intervenir sur de multiples secteurs : Télécommunications Civiles (test d'antenne de station de base), l'Automobile (test voiture connectée), l'Aérospatiale / Défense (test radars).
  - o Les produits historiques du groupe sont ceux des gammes StarLab, StarMimo et la gamme SG.
  - o La gamme de prix des produits varie de 100 K€ à plusieurs millions d'euros ; MVG développe, fabrique, installe et assure la maintenance de l'ensemble de sa gamme en interne.
  - o L'avènement de la 5G va générer une utilisation croissante des tests en mode sans-fil (OTA / Over The Air) sur lequel le groupe est bien positionné, ce segment prenant le pas sur le test d'antennes par câble. MVG a lancé StarWave un générateur d'ondes destiné à réaliser des tests OTA pour les antennes 5G.
  
- **EMC (Electro-Magnetic Compatibility – compatibilité électromagnétique)** dédié aux tests de compatibilité électromagnétique des systèmes.
  - o Il s'agit de solutions pour tester l'aptitude des appareils à fonctionner dans des environnements électromagnétiques et à ne pas générer de perturbation, de certification de compatibilité électromagnétique (CEM), de protection contre les champs forts et contre les écoutes.
  - o Les produits de MVG sont des chambres de tests CEM, des matériaux absorbants, des chambres de mesures d'antennes, des chambres faradisées, des produits de blindages de salles, de blindage d'installation IRM.
  - o La gamme de prix varie de 10 K€ à plusieurs millions d'euros.
  
- **EIC (Environmental and Industrial Control – contrôle environnemental et industriel)** dédié aux tests de contrôle industriel et environnemental.
  - o Les produits sont variés et regroupent des dispositifs pour la surveillance des ondes (exposimètres portables ou fixes), un logiciel de simulation 3D de l'exposition aux ondes électromagnétiques, un système de contrôle qualité sur lignes de production et le modem 4G NeptuLink destiné à optimiser les liaisons terre/mer.
  - o La gamme de prix va de 350 € à 180 K€.

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

- **NSH (National Security & Healthcare)** dédié aux instruments d'imagerie médicale et d'imagerie de sécurité dans les aéroports.
  - o Le projet de scanner d'imagerie micro-ondes pour la détection des pathologies mammaires est en phase de prototypage (travail sur un prototype de rang 2 et étude des options juridiques). 25 patientes ont été recrutées pour des tests.
  - o Le projet de scanner corporel de sécurité pour lieux sensibles comme les aéroports a été gelé.

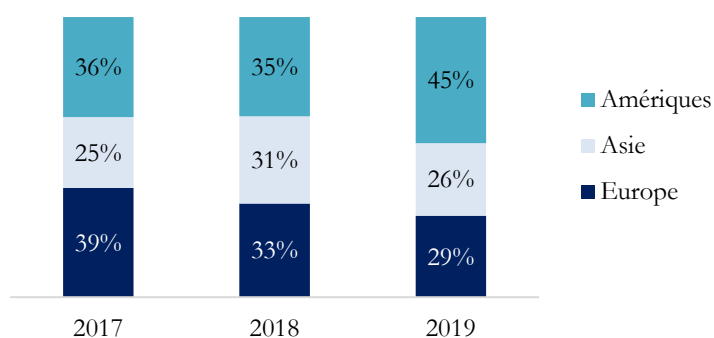


Source : MVG

\* Le département NHS ne génère pas de revenus  
 NB : La contribution en % par département au CA et au ROC est identique

L'effectif moyen du groupe au premier semestre 2020 atteint 392 salariés en croissance plus importante depuis 2019 pour soutenir la progression des ventes. MVG dispose de 2 centres de production principaux : en France pour l'électronique et les technologies multi-capteurs et en Israël pour la mécanique et les technologies mono-capteurs ; auxquels s'ajoutent trois autres pôles de compétences en Angleterre (chambres paradisées), aux USA (tapisserie des chambres) et en Italie (antennes). Le groupe intervient via 20 implantations internationales dans 10 pays et il réalise 90% de son chiffre d'affaires à l'international ; sur les 3 dernières années, il a mené une politique de modernisation de ses sites avec 7 déménagements dont 4 sites de production. Le déménagement d'un site de production à Tel-Aviv devrait être réalisé en 2022.

**Décomposition du chiffre d'affaires par zone géographique**



Source : MVG

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Le **business model** est marqué par plusieurs éléments :

- le cycle de ventes repose sur 6 étapes clés, l'analyse, le design, la production, l'intégration (développement des interfaces), l'installation (+test et calibration) et le support (la maintenance) ;
- la politique liée à l'innovation est clé pour le groupe qui bénéficie de 22 familles de brevets internationaux, 55 ingénieurs dédiés à la R&D et 5,3 M€ investis en 2019 ; l'enjeu est de renouveler fréquemment l'offre produits pour suivre l'évolution des protocoles et la diversification vers de nouveaux marchés ;
- le groupe propose majoritairement des systèmes (61% des prises de commandes 2019 hors contrat supérieur à 30 M€) devant la commercialisation de produits standards (24% des prises de commandes / SG 24, StarLab 50 GHz) et la fourniture de services d'ingénierie et de maintenance (15% des prises de commandes). La part récurrente des ventes est estimée à 39% en 2019 (produits + contrats de services) ;
- le portefeuille clients est relativement équilibré : à fin 2019, le premier client représente 10% des ventes et les 5 premiers 29%. Le groupe s'adresse essentiellement à des grands comptes reconnus sur ses principaux segments de marché :
  - o en Défense/ Aéronautique : Raytheon, Thalès, Boeing, Airbus, EADS... ; les contrats sont de montants significatifs avec des échéances parfois long terme ;
  - o en Télécommunications : Ericsson, Samsung, Nokia, Acer, Asus ,... Les contrats sont de plus petite taille et à courte échéance ;
  - o dans l'Automobile : Renault, BMW.

### 3.1.3. Structure de marché

Selon le groupe, le marché des tests et mesures d'antennes qu'il adresse représenterait environ 400 M€ et constitue le segment le plus dynamique du marché global des tests d'antennes. Les perspectives de croissance sont soutenues par l'avènement de technologies sans fil de plus en plus complexes et performantes.

Dans l'Aéronautique / Défense, les tendances clés sont les suivantes :

- une augmentation des dépenses de surveillance terrestre, spatiale et aérienne via les radars, les drones avec une complexité accrue des systèmes ;
- un essor récent du 'new-space' : il s'agit de la privatisation de l'accès à l'espace (notamment aux Etats-Unis et en Chine) avec l'émergence de multiples startups spatiales aux besoins multiples de surveillance et de tests ;
- une multiplication des lancements de satellites en orbite terrestre basse destinée à limiter les décalages de signal et réduire le temps de latence pour plusieurs services comme les jeux vidéo, le contrôle de l'internet des objets, la visioconférence, les transactions financières...

Dans les Télécommunications, la principale évolution en cours est l'avènement de la 5G :

- la cinquième génération de norme mobile sans fil va permettre des fonctions nouvelles via des vitesses de transmission accrues et une capacité de traitement de données considérable. La 5G aura des implications dans de multiples domaines : villes intelligentes et internet des objets, réalité virtuelle et soins médicaux à distance, industrie 4.0 et Big Data, voitures connectées et transports autonomes ;
- les tests et les mesures des appareils compatibles 5G et des stations de base vont devoir évoluer. Comme la 5G utilise des bandes de fréquences plus élevées avec des appareils compatibles n'incluant pas de connecteurs physiques, les acteurs vont devoir recourir aux tests Over The Air (OTA) à la place des tests par câble avec un enjeu d'adaptation considérable pour l'ensemble de l'industrie. C'est dans ce sens que MVG a lancé son produit Starwave pour proposer des tests OTA adaptés aux fréquences « millimétriques » de la 5G.

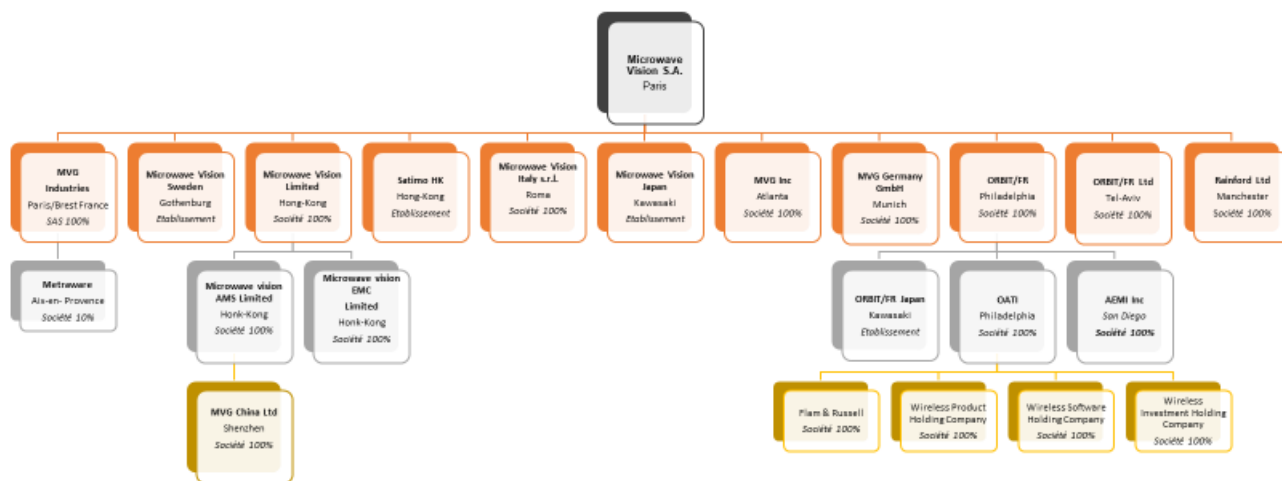
### 3.1.4. La concurrence

Sur le département AMS, le groupe fait face aux principaux concurrents suivants : ETS-Lindgren (filiale du groupe ESCO) qui bénéficie d'une position forte dans les Télécommunications et NSI MI qui est présent surtout en Aérospatiale/Défense. Rohde & Schwarz et Keysight Technologies interviennent également dans la fourniture d'instruments de tests. La concurrence asiatique demeure à ce jour plutôt locale.

Pour les départements EMC et EIC, on retrouve les mêmes acteurs (ETS Lindgren, Rohde & Schwarz) et des acteurs plus spécialisés dans les chambres de tests comme Albatross Projects et Frankonia.

### 3.1.5. Organigramme du groupe

Le groupe détient l'ensemble de ses filiales à 100% et les consolide par intégration globale. Seule la société Metraware (un bureau d'études) détenue à 10% par MVG Industries n'est pas consolidée.



Source : MVG

## 3.2. Performances historiques

Microwave Vision publie ses états financiers conformément au référentiel IFRS adopté par l'Union Européenne. Les comptes consolidés des trois derniers exercices clos ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes : *RSM Paris* et *Auditeurs & Conseils Associés*.

Les comptes 2019 sont marqués par la mise en œuvre de la nouvelle norme IFRS 16 sur les contrats de location : le groupe a comptabilisé un nouvel actif relatif aux droits d'utilisation des actifs loués (essentiellement des constructions et des véhicules) et au passif une dette correspondant aux passifs de loyers (10,675 M€ au 31/12/2019).

De plus, on note dans les comptes 2019 l'incidence de la norme IFRS 2 sur la comptabilisation des attributions gratuites d'actions (AGA) aux salariés en charges dans le compte de résultat en contrepartie directe des capitaux propres. La charge est comptabilisée linéairement dans les comptes sur les périodes d'acquisition des droits relatifs à ces plans. Le groupe a attribué 140 000 AGA en 2019, sur la base d'une juste valeur de 14,21 € : la valeur totale du plan atteint 1 989 K€ dont 994 K€ au titre de l'exercice 2019 et le reliquat sur 2020.

### 3.2.1. Compte de résultat

L'évolution des principaux agrégats sur les trois derniers exercices est présentée ci-dessous.

COMPTE DE RESULTAT (K€)	2017	2018	2019	2019 hors IFRS 16
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>71 072</b>	<b>74 637</b>	<b>87 401</b>	<b>87 401</b>
<i>var. en %</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>
Production stockée	14	373	156	156
Production immobilisée	0	88	586	586
Subventions	52	116	98	98
Achats consommés	-26 270	-27 036	-34 989	-34 989
<b>Marge brute publiée</b>	<b>44 868</b>	<b>48 178</b>	<b>53 252</b>	<b>53 252</b>
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>63%</i>	<i>65%</i>	<i>61%</i>	<i>61%</i>
Charges de personnel	-23 653	-24 176	-26 631	-26 631
Charges liées aux AGA	0	0	-994	-994
Charges externes	-12 681	-12 809	-12 203	-14 111
Impôts et taxes	-367	-470	-636	-636
Autres produits et charges d'exploitation	-366	-522	-176	-176
<b>ROC avant dotations aux amort. et prov./"EBITDA"</b>	<b>7 801</b>	<b>10 201</b>	<b>12 612</b>	<b>10 704</b>
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>11%</i>	<i>14%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>
Dot. aux amort. & prov. nettes de reprises	-3 396	-3 338	-5 712	-3 806
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>4 405</b>	<b>6 863</b>	<b>6 899</b>	<b>6 898</b>
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>6%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>
Eléments non courants	-152	-477	-596	-596
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>4 253</b>	<b>6 386</b>	<b>6 303</b>	<b>6 302</b>
Résultat financier	-2 021	-592	-402	-168
Impôts sur les bénéfices	-1 580	-824	-1 290	-1 341
<b>Résultat net des sociétés intégrées</b>	<b>652</b>	<b>4 970</b>	<b>4 611</b>	<b>4 793</b>
Dont part du groupe	1 343	4 762	4 611	4 793
<i>Dont participation ne conférant pas le contrôle</i>	<i>-691</i>	<i>208</i>	<i>0</i>	<i>0</i>

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Le groupe a publié sur les 3 dernières années des indicateurs de ventes en hausse régulière jusqu'à 87,4 M€ en 2019, exercice marqué par une progression supérieure liée à un contrat majeur supérieur à 30 M€ dans l'Aérospatiale Défense (impact +6,5 M€ sur le CA 2019).

La hausse du résultat net part du groupe a été importante jusqu'en 2018 et portée par la progression de la profitabilité opérationnelle et l'impact du rachat des minoritaires d'ORBIT/FR en 2018. L'exercice 2019 est marqué par une baisse des indicateurs de profitabilité opérationnelle :

- le taux de ROC/CA passe de 9,2% à 7,9% en raison d'une dégradation de la marge brute et de l'impact de l'attribution gratuite d'actions aux salariés ;
- le résultat net part du groupe recule de 7% dont -3% d'impact lié à la norme IFRS 16.

Les principaux éléments notables sont les suivants :

- chiffre d'affaires : la progression ressort à 17,1% entre 2018 et 2019 dont 12,9% à change constant ; le secteur des Télécommunications Civiles est en croissance plus élevée que l'Aérospatiale Défense ; par département, AMS a enregistré la plus forte progression (+18,4%) notamment dans l'Aérospatiale / Défense (impact de 6,5 M€ du contrat majeur) devant l'EMC (+15,8%) et l'EIC (-16,7%) ;
- marge brute : elle diminue relativement au chiffre d'affaires entre 2018 et 2019 (de 64,5% à 60,9%) en raison d'un effet mix défavorable (part contrat tout mécanique plus importante versus tout électronique), de ventes de chambres anéchoïdes plus élevées et d'une facturation à l'avancement sur le contrat majeur non linéaire sur la marge brute (impact défavorable en 2019 par rapport à 2020 et 2021) ;
- charges opérationnelles courantes :
  - o les charges externes et de personnel ont été maîtrisées et ont progressé moins vite que les ventes ; une charge de 1 M€ liée au plan d'actions gratuites à destination du management et des salariés (IFRS 2) a été comptabilisée ;
  - o le CICE était comptabilisé en réduction des frais de personnel jusqu'en 2018 et représentait un montant limité ;
  - o les charges de R&D représentent 6% du CA en 2019 ; elles ne sont pas immobilisées et sont principalement liées aux développements sur la 5G ; à ce titre, le groupe perçoit du Crédit Impôt Recherche (CIR), enregistré en déduction des charges auxquelles il se rapporte : il reçoit 80% du CIR de l'exercice en cours via un préfinancement de Bpifrance tandis que les 20% restant sont récupérés en N+4.

En K€	2017	2018	2019
<b>Dépenses R&amp;D</b>	<b>5 778</b>	<b>4 746</b>	<b>5 263</b>
<i>en % CA</i>	<i>8,1%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,0%</i>
<b>CIR préfinancé</b>	<b>1 399</b>	<b>1 606</b>	<b>1 306</b>

- l'application de la norme IFRS 16 liée aux contrats de location à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019 a un impact positif sur l'Ebitda de 1,9 M€ et de 1 K€ sur le résultat opérationnel courant ; les données retraitées de cette nouvelle norme font ressortir une progression de 5% de l'Ebitda en 2019 et de 1% du ROC ;
- les charges opérationnelles non courantes de 0,6 M€ en 2019 correspondent essentiellement à des frais juridiques en Chine ; en 2018 il s'agissait de frais d'avocats liés au rachat des minoritaires d'ORBIT/FR ;
- le résultat financier intègre -0,2 M€ d'impact IFRS 16 en 2019.

### 3.2.2. Evolution de la situation bilantielle

Le bilan fonctionnel sur trois ans est présenté ci-après.

BILAN FONCTIONNEL (K€)	2017	2018	2019	2019 hors IFRS 16
Goodwill	13 531	13 531	13 531	13 531
Immobilisations incorporelles	829	857	1 259	1 259
Immobilisations corporelles <i>dont droits d'utilisation des biens en location</i>	10 616 0	10 254 0	19 122 8 768	10 354 0
Immobilisations financières	1 002	1 014	1 010	1 010
Impôts différés actifs	3 221	3 225	2 996	2 945
Autres actifs long terme	49	23	0	0
<b>Total actifs non courants</b>	<b>29 248</b>	<b>28 904</b>	<b>37 918</b>	<b>29 099</b>
BFR	22 623	31 922	32 629	32 248
<i>% du CA</i>	<i>32%</i>	<i>43%</i>	<i>37%</i>	<i>37%</i>
Provisions pour risques et charges	-1 648	-1 893	-2 980	-2 980
Excédent financier net <i>dont dettes financières de location</i>	19 577 0	9 958 0	8 518 9 367	17 879 0
<b>Capitaux propres</b>	<b>69 800</b>	<b>68 891</b>	<b>76 085</b>	<b>76 268</b>
Intérêts minoritaires	-1 629	0	0	0
<b>Capitaux propres (part du groupe)</b>	<b>68 171</b>	<b>68 891</b>	<b>76 085</b>	<b>76 268</b>

Les principaux éléments du bilan sont les suivants :

- les principaux actifs non courants du groupe sont :
  - o le goodwill de 13 531 K€ à fin 2019 qui porte sur les acquisitions de MVG Industries/Antennessa (3 529 K€), Rainford Ltd (2 015 K€) et Orbit/FR (7 987 K€) ; aucune perte de valeur n'a été constatée à fin 2019 à la suite des tests de dépréciation réalisées ;
  - o les immobilisations incorporelles correspondant à des logiciels et coûts SAP de 1 259 K€ ;
  - o les immobilisations corporelles de 19 122 K€ qui sont composées de 8 768 K€ de droits d'utilisations liés à la norme IFRS 16 et de 10 355 K€ de matériels de bureaux et outils informatiques et autres agencements ;
  - o les immobilisations financières de 1 010 K€ correspondant aux dépôts et cautionnements et à la participation dans Metraware (30 K€) ;
  - o les actifs d'impôt différé intégrant des déficits reportables activés à hauteur de 1 405 K€ à fin 2019.
- B.
- les provisions pour risques et charges atteignent 2 980 K€ en progression de 1 087 K€ sur 2018 : elles sont constituées des provisions pour avantages au personnel (1 961 K€ / indemnités de départ à la retraite pour les activités françaises et italiennes) et des provisions pour garanties sur les produits pendant 12 mois suivant l'installation ;
- le besoin en fonds de roulement du groupe s'élève à 32,6 M€ à fin 2019 (soit 37,3% du CA contre 42,8% à fin 2018) en progression de 0,7M€ par rapport à fin 2018 : la hausse des stocks (+3,7 M€) liée aux projets en cours et de l'encours clients (+5,4 M€ dont +3,5 M€ de factures à émettre) est partiellement compensée par la constatation d'importants produits constatés d'avance (9,4 M€ soit +5,4 M€ - quote-part des contrats pluriannuels relative aux exercices suivants) en lien avec le contrat majeur remporté en début d'exercice et la hausse de 1,3 M€ des avances et acomptes reçus.

**La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

En 2018, le besoin en fonds de roulement du groupe représentait 31,9 M€ (42,8% du CA) avec une hausse ponctuelle du poste clients liée à des décalages de facturation sur des infrastructures de génie civil non prêtes chez les clients auxquels s'ajoutaient un impact taux de change de 1,1 M€. Sur la période décembre 2017/décembre 2019, les clôtures successives ont fait état d'un BFR d'exploitation représentant en moyenne 36,9% du CA sur 12 mois glissants. Il convient de noter que le « BFR autres » intègre notamment les créances d'impôt courant liées aux créances pour CICE et CIR.

<b>ANALYSE DU BFR EN M€</b>	<b>déc.-17</b>	<b>juin-18</b>	<b>déc.-18</b>	<b>juin-19</b>	<b>déc.-19</b>
<b>BFR d'exploitation</b>	<b>21,5</b>	<b>26,8</b>	<b>30,4</b>	<b>30,4</b>	<b>32,1</b>
<b>% CA 12 mois glissants</b>	<b>30,2%</b>	<b>37,4%</b>	<b>40,7%</b>	<b>39,3%</b>	<b>36,8%</b>
<i>dont</i>					
Stocks	10,5	11,4	10,2	12,2	13,9
Comptes clients	28,8	32,7	36,4	39,1	41,7
Charges Constatées d'Avance	0,2	0,1	0,2	1,1	0,9
Dettes fournisseurs	-11,1	-12,5	-11,8	-8,7	-13,2
Avances et acomptes reçus	-1,1	-0,5	-0,6	-0,7	-1,8
Produits constatés d'avance	-5,9	-4,6	-4,0	-12,5	-9,4
<b>BFR autres</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>
<b>% CA 12 mois glissants</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,6%</b>
<b>BFR total</b>	<b>22,6</b>	<b>28,0</b>	<b>31,9</b>	<b>30,5</b>	<b>32,6</b>
<b>% CA 12 mois glissants</b>	<b>31,8%</b>	<b>38,9%</b>	<b>42,8%</b>	<b>39,4%</b>	<b>37,3%</b>

- le groupe bénéficie d'une situation de trésorerie nette excédentaire de 8,5 M€ (17,9 M€ hors IFRS 16) en amélioration hors IFRS 16 par rapport à 2018 (10 M€). Les dettes financières brutes représentent 13,6 M€ dont 9,4 M€ de dettes de loyers IFRS 16 (soit 4,2 M€ hors IFRS 16 contre 4,7 M€ en 2018) ; un emprunt obligataire de 4 M€ a été refinancé courant 2019 par deux emprunts bancaires de 2 M€ chacun moins onéreux ;

<b>En K€</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Emprunts obligataires	4 000	4 000	0
Emprunts / établissements de crédit	1 035	398	4 000
Dettes de contrats de location + loyers IFRS 16	10	0	9 362
Autres emprunts	615	308	193
<b>Dettes financières</b>	<b>5 660</b>	<b>4 718</b>	<b>13 563</b>

- les capitaux propres publiés s'élèvent à 76,1 M€. Le bilan ne comporte aucun intérêt minoritaire depuis le rachat à 100% d'ORBIT/FR en 2018.

### 3.2.3. Evolution des flux financiers

Le tableau de flux du groupe est présenté ci-après.

<b>TABLEAU DE FLUX (K€)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>C4F</b>	<b>3 618</b>	<b>8 137</b>	<b>11 012</b>
CAF avant éléments financiers et impôt	5 789	9 553	12 844
Impôts versés	-1 620	-1 202	-1 737
Variation du BFR lié à l'activité	1 482	-9 009	923
<b>Flux de trésorerie liés à l'activité</b>	<b>5 650</b>	<b>-658</b>	<b>12 031</b>
Acquisition d'immobilisations	-2 751	-2 301	-3 696
Cessions	8	14	0
Variation nette des immo. financières	-296	-18	179
Variation de périmètre	0	-6 188	-59
<b>Flux de trésorerie liés aux investissements</b>	<b>-3 040</b>	<b>-8 493</b>	<b>-3 577</b>
Augmentation de capital	0	0	2 756
Rachats nets d'actions propres	0	0	-1 050
Dividendes versés	0	0	0
Variation nette des emprunts	-1 154	-1 026	-2 319
Intérêts financiers nets	-594	-589	-525
<b>Flux de trésorerie liés au financement</b>	<b>-1 748</b>	<b>-1 615</b>	<b>-1 138</b>
Impact change	-512	206	90
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>350</b>	<b>-10 560</b>	<b>7 406</b>
<b>Trésorerie à l'ouverture</b>	<b>24 886</b>	<b>25 236</b>	<b>14 676</b>
<b>Trésorerie à la clôture</b>	<b>25 236</b>	<b>14 676</b>	<b>22 081</b>

Après une année 2018 marquée par une diminution de la trésorerie liée au rachat des minoritaires d'ORBIT/FR (impact de 6,2 M€ sur les investissements) et à la dégradation du BFR (9 M€ avec notamment la hausse du poste clients), la trésorerie se redresse en 2019 de 7,4 M€ pour atteindre 22,1 M€ à fin décembre :

- les flux générés par l'activité progressent et atteignent 12 M€ portés par la CAF et la relative stabilité du BFR lié à l'activité ;
- les flux liés aux investissements représentent 3,6 M€ soit 4,2% du chiffre d'affaires et une moyenne de 3,7% du CA sur 2017/2019) :
  - o les investissements corporels concernent des actifs industriels, des aménagements de bureaux et des coûts de développements de prototypes R&D ;
  - o les investissements incorporels correspondent pour l'essentiel aux logiciels ; le groupe n'a pas immobilisé de frais de R&D sur la période 2017/2019.

<b>En K€</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Investissements corporels et incorporels</b>	<b>2 751</b>	<b>2 301</b>	<b>3 696</b>
<b>en % CA</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,2%</b>

- les flux liés au financement ont représenté -1,1 M€ en 2019 avec trois principaux éléments :
  - o une augmentation de capital de 2,76 M€ consécutive à l'exercice de 204 154 BSA au prix d'exercice de 13,5 € (échéance des BSAR le 18/07/2019) ;
  - o le rachat d'actions propres pour 1 M€ destiné à couvrir le plan d'attribution gratuite de 140 000 actions sur une période d'acquisition de 12 mois pour le personnel et le management mis en place le 12/07/2019 ;
  - o le remboursement de 2,3 M€ d'emprunts sachant que le groupe a procédé au remboursement de l'emprunt obligataire de 4 M€ et a signé deux emprunts long terme de 2 M€ chacun auprès du CIC et de Bpifrance.

### 3.2.4. Comptes au 30 juin 2020

COMPTE DE RESULTAT (K€)	S1 2019	S1 2020
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>37 894</b>	<b>46 140</b>
<i>var. en %</i>		22%
Achats consommés	-14 020	-18 063
<b>Marge brute publiée</b>	<b>23 874</b>	<b>28 077</b>
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	63,0%	60,9%
Charges de personnel	-12 431	-14 588
Charges externes	-6 624	-4 851
Impôts et taxes	-349	-227
Autres produits et charges d'exploitation	-90	-198
<b>ROC avant dotations aux amort. et prov./EBITDA</b>	<b>4 380</b>	<b>8 222</b>
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	11,6%	17,8%
Dot. aux amort. & prov. nettes de reprises	-2 716	-2 887
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>1 664</b>	<b>4 340</b>
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	4,4%	9,4%
Eléments non courants	-505	-43
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>1 159</b>	<b>4 297</b>
Résultat financier	-532	-59
Impôts sur les bénéfices	-578	-508
<b>Résultat net des sociétés intégrées</b>	<b>49</b>	<b>3 730</b>
Dont part du groupe	49	3 730
Dont participation ne conférant pas le contrôle	0	0

Les comptes au 30 juin 2020 font apparaître une progression élevée du chiffre d'affaires (+22%) et du résultat opérationnel courant (multiplié par 2,6) avec un résultat net porté à 3,7 M€ contre 49 K€ au 30 juin 2019.

- Le contexte sanitaire a peu d'impact sur l'activité du groupe qui bénéficiait d'un carnet de commandes de 110,1 M€ au 01/01/2020 (+50%) sans aucune annulation et d'une nouvelle commande majeure supérieure à 30 M€ dans le domaine Aérospatiale / Défense (fourniture sur 3 ans d'un système de grande dimension). Le management chiffrait à 1 M€ la perte de chiffre d'affaires sur l'année 2020 consécutive à la crise sanitaire et induit par les décalages de maintenance périodique et d'installations en notant également un ralentissement dans les secteurs Automobile et Aviation Civile. Les deux contrats majeurs de 2019 et 2020 représentent un impact cumulé de 6,1 M€ de CA au 1<sup>er</sup> semestre.
- Malgré la baisse du taux de marge brute (impact du mix mécanique/électronique et de la faible part des installations au semestre), le résultat opérationnel courant progresse fortement porté par la hausse maîtrisée des frais de personnel (+17% / aucun recours au chômage partiel, impact de +994 K€ liés au plan d'AGA) et une baisse sensible des charges externes (-27% avec la diminution de 1,1 M€ des frais de déplacements, et l'impact d'IFRS 16 de -0,6 M€ sur les charges locatives).
- Le résultat net bénéficie ainsi de la hausse du résultat opérationnel courant, de la diminution des éléments non courants tout comme de l'impact de gains de change sur la réévaluation de la dette ORBIT/FR en euro (+503 K€).

La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

<b>BILAN FONCTIONNEL (K€)</b>	<b>déc-19</b>	<b>juin-20</b>
Goodwill	13 531	13 531
Immobilisations incorporelles	1 259	1 142
Immobilisations corporelles	19 122	17 824
<i>dont droits d'utilisation des biens en location</i>	<i>8 768</i>	<i>0</i>
Immobilisations financières	1 010	1 127
Impôts différés actifs	2 996	2 922
Autres actifs long terme	0	0
<b>Total actifs non courants</b>	<b>37 918</b>	<b>36 546</b>
<b>BFR</b>	<b>32 629</b>	<b>21 635</b>
<i>% du C.A</i>	<i>86%</i>	<i>47%</i>
Provisions pour risques et charges	-2 980	-3 052
<b>Excédent financier net</b>	<b>8 518</b>	<b>25 361</b>
<i>dont dettes financières de location</i>	<i>9 361</i>	<i>8 823</i>
<b>Capitaux propres</b>	<b>76 085</b>	<b>80 490</b>
Intérêts minoritaires	0	0
<b>Capitaux propres (part du groupe)</b>	<b>76 085</b>	<b>80 490</b>

L'analyse du bilan au 30 juin 2020 fait ressortir des fonds propres à 80,5 M€ et un excédent financier net en forte amélioration à 25,4 M€ (après prise en compte de 8,8 M€ de dettes financières de location) contre 8,5M€ à fin décembre 2019. Cette situation s'explique par un niveau de besoin en fonds de roulement atypique au semestre du fait de la comptabilisation d'importants produits constatés d'avance en lien avec les deux contrats majeurs supérieurs à 30 M€.

Le besoin en fonds de roulement du groupe atteint en effet 21,6 M€ à fin juin 2020 (soit 22,6% du CA sur 12 mois glissants) en baisse de 11 M€ par rapport au 31 décembre 2019 pour deux principales raisons :

- le BFR d'exploitation recule de 9,3 M€ : malgré la progression des stocks (+1,8 M€) et le recul des dettes fournisseurs (-4,6 M€), les produits constatés d'avance augmente de 16,8 M€ avec la comptabilisation des acomptes sur les deux contrats majeurs de 2019 et 2020 ;
- le BFR autres devient négatif à -1,2 M€ avec l'impact de la baisse de créances sociales et fiscales.

Pour rappel, sur la période décembre 2017/décembre 2019, les clôtures successives ont fait état d'un BFR d'exploitation représentant en moyenne 36,8% du CA sur 12 mois glissants contre 23,8% au 30/06/2020.

<b>ANALYSE DU BFR EN M€</b>	<b>déc.-19</b>	<b>juin-20</b>	<b>moyenne déc-17/déc-19</b>
<b>BFR d'exploitation</b>	<b>32,1</b>	<b>22,8</b>	
<b>% CA 12 mois glissants</b>	<b>36,8%</b>	<b>23,8%</b>	<b>36,9%</b>
<i>dont</i>			
Stocks	13,9	15,8	
Comptes clients	41,7	41,1	
Charges Constatées d'Avance	0,9	0,8	
Dettes fournisseurs	-13,2	-8,6	
Avances et acomptes reçus	-1,8	0,0	
Produits constatés d'avance	-9,4	-26,3	
<b>BFR autres</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,2</b>	
<b>% CA 12 mois glissants</b>	<b>0,6%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>1,2%</b>
<b>BFR total</b>	<b>32,6</b>	<b>21,6</b>	
<b>% CA 12 mois glissants</b>	<b>37,3%</b>	<b>22,6%</b>	<b>38,1%</b>

### 3.3. Matrice SWOT

<p><b>Forces</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Solutions complètes de mesures en champs proches, lointains ou en base compacte pour la 5G</li> <li>- Solide ancrage international et positions de premiers plans à la fois dans les télécommunications et l'Aérospatiale/Défense sur l'Europe et les USA</li> <li>- Fort track-record et excellentes relations clients notamment dans le secteur de la Défense</li> </ul>	<p><b>Faiblesses</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fluctuation de la marge brute selon la part des produits mécaniques/électroniques des grands contrats</li> <li>- Risque de dérapage des coûts sur ces grands contrats pluriannuels</li> <li>- Dépendance à quelques hommes clef</li> <li>- Absence de couverture sur l'€/USD</li> </ul>
<p><b>Opportunités</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Diffusion de la 5G dans de multiples domaines et applications</li> <li>- Perspectives du new-space et des véhicules autonomes</li> <li>- Potentiel d'amélioration des marges par structuration (centralisation des achats, contrôle de gestion par projets...)</li> </ul>	<p><b>Menaces</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Entrée sur le marché de grands acteurs de l'instrumentation</li> <li>- Risque de pression sur les marges</li> <li>- Retard de déploiement des marchés associés à la 5G</li> <li>- Risque de non adéquation de l'offre aux futures générations de technologies</li> </ul>

## 4. Evaluation de MVG

L'évaluation multicritères de MVG repose à titre principal sur la référence au cours de bourse et sur la méthode de l'actualisation des cash-flows disponibles qui permet de prendre en compte l'ensemble des éléments concurrents à créer de la valeur.

Nous avons recherché à mettre en œuvre en complément des méthodes s'appuyant sur des multiples sectoriels, tels que ressortant des comparables boursiers ou de transaction.

Après analyse de l'ensemble des éléments ayant trait aux comparables possibles, nous avons retenu la méthode des comparables boursiers à titre indicatif et avons rejeté la méthode des transactions comparables.

### 4.1. Critères et références écartés

#### - Actif Net Comptable

La référence à l'actif net consolidé a été écartée car elle ne reflète pas la valeur de MVG qui est également constituée d'actifs incorporels non activés dans les comptes, au premier rang desquels les actifs humains et la recherche.

L'Actif Net Comptable consolidé de MVG s'élève à 11,7€ par action au 31/12/2019 et à 12,4€ par action au 30/06/2020.

#### - Méthodes basées sur les dividendes distribués

Ces méthodes sont généralement écartées au profit de celles basées sur les flux d'exploitation (Discounted Cash-Flows - DCF) sauf pour des secteurs spécifiques.

Au cas particulier de MVG, société en croissance qui ne distribue pas de dividendes, les méthodes basées sur ces derniers ont été écartées.

#### - Méthodes des transactions comparables

Il n'existe pas suffisamment de transactions comparables récentes pour constituer un échantillon.

Les seules transactions réalisées par MVG ne sont pas des références fortes pour évaluer le groupe dans son ensemble, elles donnent simplement une indication sur le niveau de multiple payé pour un segment particulier de l'activité.

#### - Objectifs des analystes financiers

Nous avons examiné la référence aux objectifs de cours des analystes financiers, en complément de l'analyse du parcours boursier de MVG.

Cette référence ne peut être retenue que s'il existe un nombre suffisant d'analystes financiers permettant de constituer un consensus.

Nous constatons que seuls deux analystes suivent le titre MVG et qu'ils signalent tous les deux l'existence de situations potentielles de conflits d'intérêts (contrat de liquidité, engagement de recherche).

Nous faisons également remarquer la très forte et récente revalorisation des objectifs de cours de ces analystes, qui extériorisent des valeurs cibles comprises entre 28€ et 30€ par action MVG.

Compte tenu du faible nombre d'analystes suivant le titre, nous écartons cette référence.

## **4.2. Critères et références retenus**

Les références et critères suivants ont été retenus à titre principal :

- la référence au prix d'acquisition du contrôle majoritaire à l'origine de la présente Offre obligatoire,
- la référence aux cours de bourse, qui permet des échanges quotidiens réguliers,
- l'actualisation des cash-flows disponibles qui permet de refléter les perspectives de développement de MVG.

Le critère des comparaisons boursières a également été retenu, mais à titre secondaire car il n'existe pas de sociétés cotées comparables en termes d'activité mais également en termes de taille.

## **4.3. Nombre de titres**

Le nombre d'actions pris en compte dans nos calculs repose sur les actions existantes, soit 6 486 320 actions MVG dont sont déduites les actions auto-détenues, soit 2 415 actions, pour un total de 6 483 905 actions MVG.

Il n'y a pas de dilution potentielle, dont il faudrait tenir compte :

-en juillet 2019, les BSAR sont arrivés à échéance, 204 154 BSA ont été exercés (sur 310 000 au total) au prix d'exercice de 13,5€ par action MVG, faisant passer le nombre d'actions composant le capital de 6 282 166 à 6 486 320,

-les actions gratuites prévues dans le plan arrêté en 2019 ont été attribuées à l'issue d'une période 12 mois sans créer de titres supplémentaires.

Il n'existe pas d'autres titres donnant accès au capital de MVG.

## **4.4. Passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres**

L'ensemble des calculs-comparables, taux sans risque et prime de risque-a été arrêté au 31/12/2020.

Les données de cours de bourse sont arrêtées à la date d'annonce de l'opération de changement de contrôle au prix de 26€ par action MVG, une analyse complémentaire de la période post annonce ayant été réalisée.

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres sont basés sur les comptes consolidés en normes IFRS du groupe au 30 juin 2020.

Le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres tient compte de la dette nette consolidée au 30/06/2020, dernier arrêté comptable, d'un ajustement du niveau de BFR vers son niveau normatif ainsi que des autres éléments pouvant être assimilés à de la dette ou à de la trésorerie.

La dette nette au 30/06/2020 est une position de trésorerie nette de 34,2M€ composée d'une trésorerie brute de 38,8M€ et d'une dette financière de 4,6M€. Comme expliqué précédemment, si MVG dispose de longue date d'une trésorerie excédentaire, résultant notamment des fonds levés en 2014 (28M€) qui n'ont été que partiellement utilisés pour de la croissance externe comme initialement prévu, le niveau atteint au 30 juin 2020 est exceptionnel et lié à des produits constatés d'avance sur de gros contrats. Nous avons procédé à un ajustement de 13,2M€ des produits constatés d'avances (PCA) basé sur le niveau normatif du BFR d'exploitation par rapport au CA, estimé sur l'horizon du plan et conforme aux données moyennes sur les exercices 2017 à 2019.

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Les autres passifs déduits de la trésorerie nette concernent :

- les provisions pour retraites pour 1.475 k€, après impôts au taux de 25% ;
- les provisions pour litiges pour un montant net de 193 k€, après fiscalisation au taux de 28,5% s'agissant d'un décaissement anticipé à court terme.

Nous avons ajouté à la trésorerie financière nette les actifs suivants :

- la valeur de la participation dans la société Metraware sur la base de la quote-part de capitaux propres détenue au 31/12/2019 (10% des fonds propres, soit 1,9k€) ;
- le montant des reports fiscaux déficitaires activés en France, aux Etats-Unis et en Israël (convertis sur une parité €/dollar de 1,22 au 16/12/2020).

Crédits d'impôt activés :

- France : 1.405 k€ (au 31/12/2019)
- Etats-Unis : 970 k€
- Israël : 285 k€

- les investissements cumulés de Wavelia au 30/06/2020 pour 2.116 k€.

En K€ au 30/06/2020	FF
Dettes financières	4 587
Trésorerie et autres équivalents	-38 771
<b>Position financière nette</b>	<b>-34 184</b>
Ajustement Produits constatés d'avance	13 200
Provisions pour indemnités de départ à la retraite net d'IS	1 475
Provisions pour litiges, amendes et pénalités, autres	193
Déficits reportables Orbit/MVG Israël activés	-1 256
Déficits reportables France activés	-1 405
Actifs financiers (hors dépôts et cautions)	-188
Investissements cumulés Wavelia	-2 116
Autres	
<b>Total passage VE</b>	<b>-24 280</b>

Au final, le montant pris en compte correspond à une trésorerie nette de 24,3M€ qui vient s'ajouter à la valeur d'entreprise pour le calcul de la valeur des fonds propres de MVG.

### 4.5. Acquisition des blocs

Au terme d'un processus compétitif de recherche d'un acquéreur, les vendeurs, représentant 55,56% du capital de MVG, ont accepté par un contrat d'acquisition en date du 10 septembre 2020, l'offre exclusive de HLD proposant d'acquérir leurs actions à un prix unitaire de 26€ par action MVG.

- [Communiqué du 10 septembre 2020](#)

« A l'issue des négociations exclusives annoncées le 30 juillet 2020 en vue de l'acquisition par HLD Europe, de la majorité du capital de MICROWAVE VISION, les instances représentatives du personnel devant être consultées au sein du groupe MICROWAVE VISION ont rendu à l'unanimité un avis favorable, le 1er septembre 2020, sur ce projet de prise de

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

*contrôle. En conséquence, MICROWAVE VISION et HLD Europe annoncent la signature, le 10 septembre 2020, du contrat d'acquisition par HLD Europe, au travers d'un véhicule dédié, de plusieurs blocs représentant un total de 55,56% du capital de MICROWAVE VISION auprès de son actionnaire de référence EXIMIUM (holding d'investissement de la famille Baulé), de Bpifrance, de Seventure Partners et de plusieurs actionnaires minoritaires, principalement dirigeants et salariés, au prix de 26 euros par action. La réalisation du transfert des blocs reste soumise à l'obtention préalable d'autorisations réglementaires en France et à l'étranger et devrait intervenir à la fin de l'année 2020. »*

### - Analyse du contrat d'acquisition des blocs :

-en dehors de l'acquisition des blocs, l'Initiateur n'a procédé à aucune acquisition d'actions MVG au cours des douze mois précédant l'annonce de l'opération le 30 juillet 2020,

-les négociations exclusives avec HLD ont été initiées à l'issue d'un processus de mise aux enchères compétitif qui a vu plusieurs acteurs sélectionnés, HLD, étant le mieux disant. HLD a par ailleurs été considéré par l'équipe de direction en place comme le plus à même d'accompagner la stratégie de croissance menée,

-le contrat d'acquisition est assorti d'une clause de complément de prix dans l'hypothèse où, dans les douze mois qui suivent l'acquisition des blocs, l'Initiateur réaliserait une offre publique d'achat à un prix par action MVG supérieur à celui de l'acquisition, soit 26€ par action MVG. L'Initiateur a précisé dans le cadre du dépôt de l'Offre que le prix d'Offre étant égal au prix payé lors de l'acquisition des blocs, l'Offre ne donne lieu à aucun versement de complément de prix au bénéfice des vendeurs. L'Initiateur s'est engagé à ne pas déposer d'Offre à un prix supérieur à celui offert dans le cadre de la présente Offre pendant un délai de douze mois et il s'est également engagé à ne pas réaliser d'achat d'actions MVG à un prix supérieur au prix d'Offre pendant la même période de douze mois.

-des actionnaires minoritaires significatifs se sont engagés à céder leurs titres au prix de 26€ sans aucun accord connexe. Il s'agit notamment d'Eximium, de Bpifrance et de Seventure Partners ainsi que de quelques actionnaires minoritaires historiques.

Actionnaires MVG	Nombre de titres cédés	En % du capital
Eximium	1 346 480	20,76%
Bpifrance	865 385	13,34%
Seventure Partners	407 285	6,28%
Actionnaires Personnes Physiques	131 874	2,03%
Total (hors managers)	2 751 024	42,41%

Les actionnaires minoritaires qui se sont engagés à céder leurs actions MVG sans réinvestissement ni accord connexe représentent 42,41% du capital. Ils ont, pour certains d'entre eux une très bonne connaissance du groupe, ayant été représentés au Conseil d'Administration de MVG.

Actionnaires MVG	Nombre de titres cédés	En % du capital
Eximium	1 346 480	20,76%
Bpifrance	865 385	13,34%
Seventure Partners	407 285	6,28%
Actionnaires Personnes Physiques	131 874	2,03%
Total (hors managers)	2 751 024	42,41%
Managers	852 640	13,15%
Total avec les managers	3 603 664	55,56%

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Enfin, il convient de souligner qu'une partie des actions détenues par les Managers font l'objet d'un apport en nature avec une parité basée sur un prix égal au prix d'Offre (26€/action MVG).

### - Accords connexes à l'acquisition des blocs

Réinvestissement dans la holding de contrôle.

A la date de réalisation de l'acquisition des blocs, des mécanismes d'investissement et d'attribution gratuite d'actions de l'Initiateur ont été conclus avec trois mandataires sociaux (à savoir Messieurs Philippe Garreau, Arnaud Gandois et Luc Duchesne) et cinq cadres supérieurs de MVG (collectivement les « Managers »), ainsi qu'un pacte d'associés relatif à l'Initiateur (le « Pacte d'Associés »).

Le plan comprend :

- un investissement des Managers en actions ordinaires et obligations convertibles pari passu avec HLD, investisseur financier, sur la base d'un ratio d'investissement de 3 pour 1,
- un investissement en actions de préférence dites « ratchet »,
- l'attribution gratuite d'actions, soumises à une période d'acquisition et de conservation d'un an chacune.

Les managers clef (Messieurs Philippe Garreau, Olivier Gurs, Eric Beaumont et Arnaud Gandois) réinvestissent entre 44,3% et 100% de la cession de leurs actions et les autres managers entre 23,7% et 53,4%.

Les accords portent également sur l'organisation de la gouvernance de MVG et de Rainbow Holding.

### - Analyse des accords

L'analyse des accords ne fait pas ressortir d'éléments discordants par rapport à des opérations de ce type en ce qu'ils comprennent en même temps un investissement avec une prise de risque de la part des managers mais également des instruments permettant, sous conditions particulières, d'accroître les perspectives de rentabilité de l'investissement des Managers.

Nous précisons :

- que les titres de l'Initiateur ainsi souscrits sont par principe inaliénables pendant une période de 10 ans,
- que les Managers bénéficient sur les cessions d'un autre Manager d'un droit de préemption,
- que les Managers disposent comme usuellement d'un droit de sortie conjointe proportionnelle et totale avec HLD. HLD dispose par ailleurs d'une option d'achat sur les titres, une option de vente, garantissant une liquidité aux Managers, n'étant accordée que dans certaines circonstances (décès ou incapacité permanente d'un manager, départ à la retraite de Philippe Garreau après 65 ans),
- que HLD bénéficie d'un droit de sortie conjointe et de cession forcée si une offre portant sur 100% du capital était formulée par un tiers,
- que HLD pourra à tout moment initier un processus de sortie par voie de cession du contrôle de l'Initiateur, de cession de tout actif important au sein du groupe de l'Initiateur, ou encore d'introduction en bourse de toute société appartenant au groupe de l'Initiateur,
- que la création de valeur générée pour leurs détenteurs par les actions de préférence, dites « ratchet », ne se déclenche qu'au-delà d'une rentabilité (Taux de Rendement Interne) de 9%. Elles se décomposent en une part gratuite (avec des droits plafonnés à 10% du produit de cession des actions gratuites) et une partie payante (quote-part des produits de cession au-delà du seuil de 10%).

Ces actions ont fait l'objet d'un rapport d'évaluation du cabinet Accuracy qui n'appelle pas de remarques de notre part.

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Ces accords ne font ressortir aucune clause de prix de cession garanti au bénéfice des Managers, la « Valeur de Marché » à laquelle il est fait référence pour les options d'achat (de vente) étant basée sur l'application d'un multiple d'Ebitda tel qu'il ressort du prix de la présente Offre, soit 26€ par action (multiple calculé à partir des comptes 2019 après retraitements).

### - Pacte et autres éléments

Le Share Purchase Agreement et le Pacte d'Associés contiennent les principes de la gouvernance future de MVG, basés notamment sur la continuité de la direction assurée par Monsieur Philippe Garreau et le maintien de Messieurs Arnaud Gandois et Luc Duchesne aux fonctions de Directeurs Généraux Délégués.

Les dispositions contenues dans les documents ayant trait à la gouvernance future de MVG n'appellent pas de remarques de notre part.

Elles comprennent également des précisions sur les rémunérations futures des principaux dirigeants qui ne s'éloignent pas des rémunérations passées.

Il n'y a pas d'autres dispositions à analyser au titre des accords connexes.

L'ensemble des éléments analysés ne fait pas ressortir d'élément susceptible d'être analysé comme un avantage accordé aux Managers de MVG et de constituer un complément de prix et d'entacher la pertinence de la référence au prix de 26€ par action MVG cédée par ces derniers.

### - Mécanismes de liquidité pour les actions gratuites non cessibles

Comme indiqué dans notre rapport, un plan d'attribution gratuite d'actions a été mis en place en 2019 et les actions ainsi attribuées en 2020 à l'issue d'une période de douze mois, sont encore en période de conservation au moment du dépôt de la présente Offre.

Il a donc été mis en place un mécanisme de liquidité pour les actions gratuites non cessibles qui prévoit :

-une option d'achat à la main de l'Initiateur pour acquérir les actions gratuites au prix de 26€ par action MVG dans une période de deux mois suivant la fin de la période de conservation, soit du 13 juillet 2021 au 13 septembre 2021,

-suivie d'une option de vente à la main des détenteurs de titres à un prix par action déterminé par l'application d'une formule de multiple d'Ebitda induit par le prix d'Offre, sans pouvoir excéder le prix d'Offre.

## Conclusion sur les accords ayant conduit à la transaction à l'origine de la présente Offre Publique

- le prix de 26€ par action MVG est une référence forte pour la présente OPAS car c'est le prix de cession consentis par des actionnaires représentant 55,6% du capital de MVG,
- l'analyse des accords connexes à la transaction ne fait ressortir aucun avantage au profit des Managers cédants susceptibles de constituer un éventuel complément de prix et ne contient aucune clause de prix garanti,
- le mécanisme de liquidité offert aux détenteurs d'actions gratuites non cessibles n'appelle pas de remarques quant à son équité puisqu'il est calé sur le prix de la présente Offre.

En conséquence le prix de 26€ par action MVG perçu par des actionnaires représentant 55,6% du capital de MVG est une référence forte pour juger du caractère équitable du prix de 26€ offert à l'ensemble des actionnaires minoritaires dans le cadre de la présente OPAS.

## 4.6. Cours de Bourse

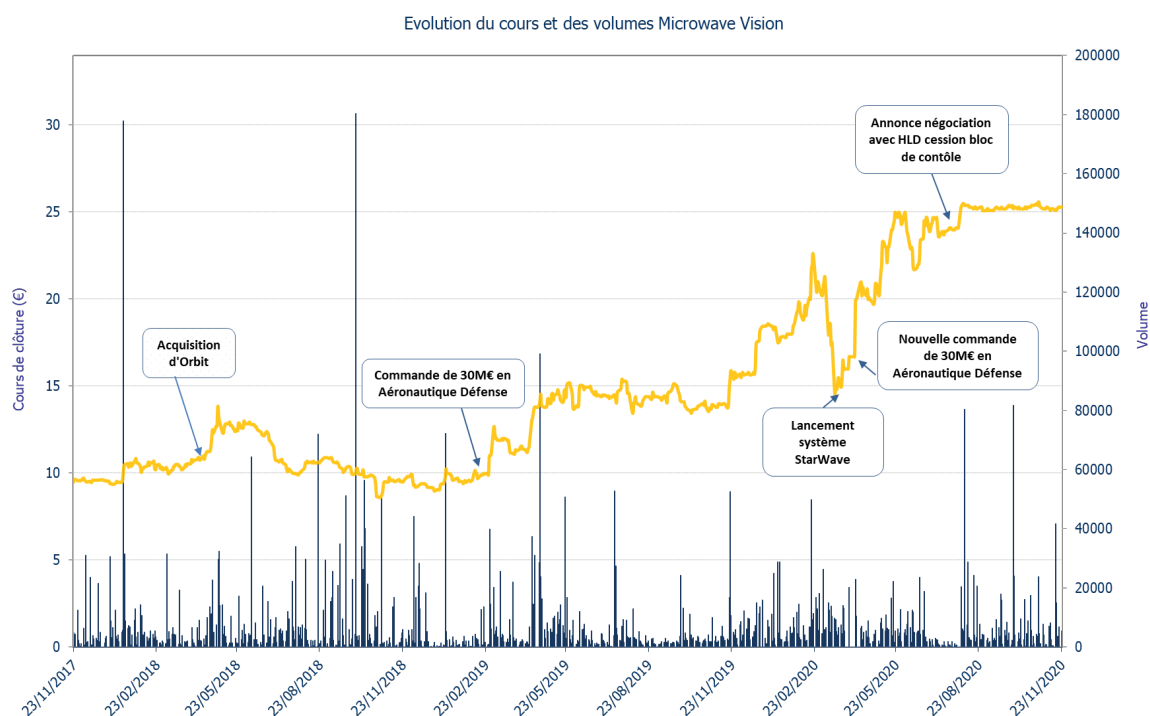
MVG est une small cap cotée depuis 2005 sur Euronext Growth (anciennement Alternext) dont la capitalisation boursière au prix d'Offre représente un peu moins de 170M€.

Son parcours boursier récent est marqué par sa très nette surperformance par rapport aux indices de référence. Cette surperformance intègre les annonces de réussites commerciales avec des contrats de grande taille dans l'Aérospatiale conjuguées aux perspectives de croissance liées à la 5G ainsi qu'à l'impact limité de la crise Covid 19 sur l'activité et le résultat de MVG.

Il est également à mettre en relation de façon plus générale avec la surperformance des valeurs technologiques en 2020.

Au final, préalablement à l'annonce de la transaction en juillet 2020, le cours de l'action MVG s'établissait à un niveau supérieur à celui atteint avant l'impact Covid 19 sur les marchés.

Les calculs de cours de bourse ont été arrêtés au 29 juillet 2020, qui correspond au dernier jour de cotation préalablement à l'annonce de l'opération, en ce compris le prix de 26€ négocié entre les parties.



### Analyse du cours de bourse

29/07/20	Spot	20J	60J	120J	250J
VWAP	24,1 €	24,17 €	23,50 €	21,01 €	19,11 €
+ haut		24,80 €	25,40 €	25,40 €	25,40 €
+ bas		23,50 €	21,10 €	13,00 €	13,00 €
Volume moyen		1 281	5 125	6 802	6 033
Volume cumulé		25 621	307 487	816 277	1 508 346
Rotation du flottant		0,05%	0,19%	0,25%	0,20%
En cumulé		0,93%	11,22%	29,78%	55,03%

## La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France

Les échanges d'actions MVG sur le marché boursier sont réguliers et réalisés avec des volumes moyens compris entre 1 200 titres et près de 7 000 titres.

On note sur la période étudiée une baisse des volumes d'échanges moyens journaliers concomitante à la hausse du cours de bourse.

Les capitaux échangés, qui représentent entre 30K€ et 120K€ par jour au total, sont trop faibles pour intéresser les investisseurs institutionnels mais permettent aux actionnaires personnes physiques d'échanger leurs titres dans des conditions de liquidité satisfaisantes.

### Analyse du cours de bourse

29/07/20	Spot	20j	60j	120j	250j
VWAP	24,1 €	24,17 €	23,50 €	21,01 €	19,11 €
+ haut		24,80 €	25,40 €	25,40 €	25,40 €
+ bas		23,50 €	21,10 €	13,00 €	13,00 €
Volume moyen		1 281	5 125	6 802	6 033
Volume cumulé		25 621	307 487	816 277	1 508 346
Rotation du flottant		0,04%	0,18%	0,24%	0,19%
En cumulé		0,89%	10,72%	28,45%	52,57%

Le prix de 26€ par action MVG est supérieur au plus haut des cours cotés sur les douze derniers mois (ainsi que sur l'historique depuis la première cotation en 2005).

Il offre une prime de 8% sur le cours spot et la moyenne 20 jours arrêtés à l'annonce de l'opération le 29 juillet 2020, cours qui avait enregistré une hausse très significative préalablement à l'annonce. Sur les douze mois précédant l'annonce du 30 juillet 2020, la hausse atteint 58% et la performance relative par rapport à l'indice de référence, le Cac Mid&Small atteint 83%.

Le prix de 26€ offre des primes significatives, comprises entre 11% et 36% sur les cours moyens sur les périodes 60 jours à 250 jours.

### Evolution du cours de MVG depuis le 30 juillet 2020

Depuis l'annonce de l'opération et de son prix, l'action MVG n'a jamais coté au-dessus de 26€. Les cours cotés se situent depuis lors autour de 25,2€ par action MVG, l'écart étant dû à l'attente de la confirmation de la transaction (closing) ainsi qu'à l'anticipation d'une période d'attente des autorisations réglementaires pouvant aller jusqu'à la fin 2020/début 2021 et donc à une Offre initiée fin 2020/début 2021, conformément aux informations communiquées par la société.

## 4.7. Actualisation des cash-flows disponibles

### Analyse du Business Plan

#### Synergies

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies significatives de coûts ni de revenus, dans la mesure où l'Initiateur est un holding qui ne détient pas de participations opérant dans des secteurs d'activités connexes à ceux de MVG.

Les projections 2020-2023 ont été établies par le management de MVG en février 2020 et communiquées à HLD en juin 2020 dans le cadre de la recherche du nouvel adossement projeté.

Les conseils ont prolongé par interpolation ces prévisions sur les années 2024-2026, dans le cadre des discussions avec les banques sur le financement de l'opération.

Ce plan d'affaires 2020-2026 issu de deux processus distincts nous a été communiqué le 30 octobre 2020.

Début décembre 2020, les projections au-delà de 2023 ont fait l'objet d'une revue par le management qui, dès le début de notre mission considérait les extrapolations 2024-2026 trop volontaristes tant sur la progression de l'activité du fait d'une anticipation d'une diffusion plus lente qu'escomptée de la technologie 5G hors du secteur de la téléphonie que sur les marges avec une hausse probable des pressions concurrentielles. Les administrateurs indépendants ont participé à la revue de ces projections 2024-2026.

Les nouvelles projections 2024-2026 nous ont été transmises le 15 décembre 2020.

#### Activité

La progression du CA sur les quatre prochains exercices est constituée :

- de l'écoulement du carnet de commandes, qui au 30 juin 2020 est de 94,2M€ soit l'équivalent de près de 13 mois de CA ;
- d'une croissance du « fonds de portefeuille », constitué des produits historiques, de 2% par an entre 2020 et 2023 ;
- du développement de nouveaux produits ;
- de gains probabilisés, de projets de taille supérieure à 10M€. Le poids de ces grands projets dans le CA du groupe passerait de 7,6% à 36% entre 2019 et 2023.

Sur 2020-2023, le taux de croissance prolonge les tendances observées entre 2016 et 2020.

Au-delà de 2023 un tassement de la croissance de l'activité est anticipé. Le déploiement de la 5G dans des domaines tels que la voiture autonome, les flottes de drones, le new-space, la chirurgie à distance, le e-factory ou le e-learning va nécessiter d'importants investissements avant de se diffuser massivement dans les usages.

Un renforcement de la concurrence est également anticipé.

L'évolution de la parité €/dollar, par rapport au taux budgété égal sur la durée du plan à la parité de fin d'année 2019, soit 1,13, pourrait altérer la croissance du CA réalisé en zone dollar et avoir un effet de pincement sur les marges qui n'est pas intégré dans les flux.

#### Marges

Le plan exclu les effets de la mise en œuvre de la norme IFRS 16 sur les contrats de location.

## **La présente note en réponse n'est pas destinée à être diffusée dans des pays autres que la France**

La marge brute est dépendante du niveau de valeur ajoutée intégrée dans les systèmes et du poids relatif de la partie mécanique par rapport à l'électronique. Elle fluctue entre 60,0% et 62,4% entre 2020 et 2023 compte tenu des caractéristiques des commandes en cours. Au-delà de 2023, le plan d'affaires pérennise le taux de marge brute moyen escompté sur la période précédente.

Les marges d'exploitation de MVG profitent de la dynamique de croissance du CA, qui offre une base d'amortissement plus large des frais fixes, mais subissent le renforcement, par palier, de l'organisation et la hausse des pressions concurrentielles.

Nous avons neutralisé les charges liées au développement de Wavelia incluses dans le plan d'affaires 2020-2023. Le management envisage d'externaliser ce projet afin de réduire le besoin de financement associé et son risque.

### **Taux d'impôt sur les sociétés**

Les déficits fiscaux ont été appréhendés dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Les taux d'imposition ressortent à 28,0% en 2020, 26,5% en 2021 et 25,0% au-delà, équivalent aux taux d'imposition français hors application de la surtaxe de 3,3% et proches des taux d'imposition américains.

### **Investissements**

Les investissements restent contenus en moyenne à 3,6% du CA sur les exercices 2020 à 2023, niveau conforme au chiffre moyen des trois derniers exercices, mais en décélération d'une année sur l'autre, le déploiement de la 5G ne nécessitant pas d'investissement nouveau. Le pourcentage ramené au CA en 2023 est reconduit ensuite sur le prolongement du plan d'affaires.

### **BFR**

Le poids du BFR rapporté au CA sur la période décembre 2017 à décembre 2019, s'élève en moyenne à 36,9% du CA sur 12 mois glissants, quasi comparable au niveau retenu dans le plan d'affaires, stable sur la période 2020-2026.

La hausse du poids des contrats supérieurs à 10M€ dans l'activité a généré une hausse de 16,8M€ des produits constatés d'avances à la fin du premier semestre 2020 et une réduction de 11,0M€ du BFR. Nos travaux supposent que cet excédent n'est pas un actif disponible pour MVG.

Le plan fait l'hypothèse que ces grands contrats généreront un cycle de trésorerie comparable à ceux des activités historiques, les conditions financières du contrat à l'origine de la variation en 2020 étant considérées comme non récurrentes.

Nous avons normalisé le flux terminal :

-croissance de 1,5% correspondant au taux de croissance à l'infini cohérent avec le dynamisme du marché de la 5G au-delà du plan et le niveau des taux sans risque actuel ;

-marge d'Ebitda hors IFRS 16 égale à 15% équivalente à celle de la dernière année du plan ;

-taux d'impôt sur les sociétés de 25% ;

-amortissements égaux aux investissements représentant 2,9% du CA ;

-variation de BFR basée sur le niveau de la dernière année du plan soit 36,4% et la croissance de 1,5% de l'activité.

## Actualisation des cash-flows disponibles

Cette méthode consiste à valoriser une société en actualisant, au taux de rentabilité exigé par les investisseurs, les flux de trésorerie d'exploitation futurs (égaux à l'Ebitda après impôts théoriques diminué des investissements et de la variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation).

Cette actualisation aboutit à la valeur d'entreprise. Afin de déterminer la valeur des fonds propres revenant aux actionnaires, la dette financière nette doit être déduite de ce montant. Des actifs et passifs hors exploitation non pris en compte dans les flux de trésorerie doivent également être déduits/ajoutés.

Pour mettre en œuvre la méthode d'évaluation par les flux de trésorerie disponibles, nous nous sommes notamment appuyés sur :

- les comptes consolidés de MVG au 30 juin 2020 ;
- le plan d'affaires 2020-2023 communiqué par la société dans le cadre du processus de vente et ayant abouti à la cession d'une part majoritaire du capital à HLD au prix de 26,0€ l'action ;
- les projections 2023-2026 établies par le management ;
- l'atterrissage à fin septembre 2020.

Partant d'une situation bilancielle au 30 juin 2020, nous avons déterminé les paramètres du second semestre pris en compte dans notre cash-flow disponible par différence avec les flux anticipés par le plan d'affaires pour l'exercice 2020 et ceux extériorisés à fin juin 2020 (après normalisation du niveau du BFR dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres). Le cash-flow disponible du second semestre s'établit ainsi à -0,6M€ à comparer à un flux annuel positif de 2,7M€ prévu dans le plan d'affaires pour l'exercice 2020 mis à jour selon l'atterrissage à fin septembre et hors charges Wavelia.

## Coût du capital

Les principaux paramètres de détermination du coût du capital ( $k_e$ ), arrêtés au 31 décembre 2020, sont les suivants :

$$k_e = R_f + (E(Rm) - R_f)x\beta_i + S$$

-taux sans risque $R_f$ correspondant à la moyenne de l'OAT 10 ans sur un mois =	-0,34%
-prime de risque du marché action France ( $E(Rm) - R_f$ ) également calculée sur sa moyenne un mois (source Bloomberg) =	8,5%
- $\beta_u$ désendetté calculé en données hebdomadaires sur trois ans sur un échantillon large de valeurs internationales du secteur de l'instrumentation =	1,01
- une absence de levier financier cible de sorte que le bêta appliqué à MVG (bêta réendetté) est égal au bêta désendetté [ $\beta_i$ réendetté calculé selon la formule $\beta_L = \beta_u x (1 + (1 - \text{taux IS})x \frac{D}{E})$ ]	
- prime de taille $S$ égale à la prime moyenne associée aux entreprises Microcaps diminuée de la prime Midcaps (source Duff & Phelps 2020 SBBI Yearbook) =	2,26%

Nous diminuons la prime Microcaps de la prime Midcaps car il n'est pas démontré dans la littérature qu'une entreprise cotée en Europe d'une capitalisation comprise entre 2,2Md€ et 10,7Md€ afficherait une rentabilité en excès sur le CAPM justifiée par sa capitalisation boursière.

Coût du capital		FF
Taux sans risque	(0,34%)	
Prime de marché	8,5%	
Risque Pays		
Beta désendetté	1,01	
Beta réendetté	1,01	
Prime de taille	2,26%	
Prime spécifique	- %	
<b>Coût du capital</b>		<b>10,51%</b>

Le coût du capital ressort ainsi à 10,51% et est égal au coût moyen pondéré du capital en l'absence de levier financier (endettement cible égal à zéro).

$$cmpc = E(R_i) \times \frac{E}{E + D} + k_d \times \frac{D}{E + D} \times (1 - \text{taux IS})$$

L'actualisation des flux disponibles fait ressortir une valeur centrale de 163,9 M€ soit 25,3€/action.

Valeur MVG (M€)	
Somme des Cash-Flows 06/20-12/26	42,9
Valeur Terminale (VT)	167,7
VT actualisée	96,8
Valeur d'Entreprise (VE)	139,6
Passage VE	-24,3
Valeur des Fonds Propres (VFP)	163,9
<b>VFP/action (€)</b>	
	<b>25,3</b>

La valeur terminale représente 69,3% de la valeur d'entreprise.

#### Analyse de sensibilités

		Taux d'actualisation				
		10,01%	10,26%	10,51%	10,76%	11,01%
Taux de croissance	1,00%	166,4	162,3	158,3	154,6	151,1
	1,25%	169,5	<b>165,2</b>	<b>161,0</b>	<b>157,1</b>	153,4
	1,50%	172,8	<b>168,2</b>	<b>163,9</b>	<b>159,8</b>	156,0
	1,75%	176,3	<b>171,5</b>	<b>166,9</b>	<b>162,7</b>	158,6
	2,00%	179,9	174,9	170,1	165,6	161,4
		Taux d'actualisation				
		10,01%	10,26%	10,51%	10,76%	11,01%
Taux de croissance	1,00%	25,7	25,0	24,4	23,8	23,3
	1,25%	26,1	<b>25,5</b>	<b>24,8</b>	<b>24,2</b>	23,7
	1,50%	26,6	<b>25,9</b>	<b>25,3</b>	<b>24,6</b>	24,1
	1,75%	27,2	<b>26,4</b>	<b>25,7</b>	<b>25,1</b>	24,5
	2,00%	27,8	27,0	26,2	25,5	24,9

## 4.8. Comparaisons boursières (à titre indicatif)

Nous avons recherché des sociétés cotées comparables à MVG mais les sociétés cotées du secteur exercent une activité beaucoup plus diversifiée, sont d'une taille très supérieure, avec des niveaux de marge beaucoup plus élevés et un marché boursier beaucoup plus large, ce qui justifie une prime par rapport aux multiples de MVG. Les sociétés directement concurrentes de MVG sont des filiales ou des départements de grands groupes présents notamment dans le secteur beaucoup plus étendu de l'instrumentation.

Aussi, en l'absence de sociétés cotées comparables, ce critère ne peut être retenu qu'à titre indicatif.

Nous avons en conséquence mis en œuvre ce critère dans le but de vérifier la cohérence des multiples ressortant du prix d'Offre avec des éléments de marché.

La démarche consiste à retenir un multiple sectoriel déterminé à partir d'un échantillon très large en éliminant les sociétés qui ne remplissent pas certains critères (taille, zones géographiques, marges).

A partir de la base de données Infront Analytics que nous utilisons, nous avons sélectionné deux univers correspondant à l'activité de MVG, le secteur Electronique et celui de la Défense.

En éliminant les sociétés ne correspondant pas aux caractéristiques de MVG, présentes majoritairement en Asie et/ou présentant des niveaux de marges atypiques, nous aboutissons à un échantillon très large pour la partie Electronique/Télécommunications et nettement plus restreint pour la partie Défense/Aérospatiale car ce secteur comprend essentiellement des groupes de très grande taille.

En filtrant les sociétés en fonction de leur taille (capitalisation boursière comprise entre 100M€ et 800M€) nous obtenons un échantillon de 31 sociétés, dont 26 dans l'Electronique et 5 dans la Défense.

Les multiples retenus sont au cas particulier les multiples d'Ebit qui permettent de neutraliser l'impact de la mise en œuvre de la norme IFRS 16 ainsi que de lisser les différences de comptabilisation des charges de recherche et développement qui peuvent représenter des montants très significatifs dans ces secteurs et font l'objet de comptabilisation différentes (charges/activation/amortissement) selon les sociétés et les normes qu'elles appliquent (IFRS/US Gaap).

Les multiples d'Ebit portent sur les exercices 2021 et 2022, l'année 2020 marquée par la crise du Covid 19 n'étant pas normative et l'exercice 2023 n'étant pas suffisamment renseigné dans le contexte économique actuel incertain.

Les multiples médians de VE/Ebit sont respectivement de 13,9X 2021 et 12X2022 et conduisent à une valeur comprise entre 25,7€ et 26€ par action et une valeur moyenne de 25,8€ par action.

Le prix de 26€ par action MVG est cohérent avec la valeur implicite d'un échantillon large de sociétés cotées appartenant au secteur Electronique et plus marginalement à celui de la Défense.

## 5. Relation avec les actionnaires minoritaires de MVG

Nous avons reçu deux communications par mails provenant d'actionnaires minoritaires de MVG.

Un actionnaire minoritaire personne physique nous a fait part de sa déception de voir MVG changer de contrôle alors que la société aurait pu, selon lui, mener ses futurs développements avec sa structure actuelle, sans exclusion des actionnaires minoritaires.

Il n'est pas de notre ressort d'intervenir sur le bien-fondé d'une opération de cession initiée par les actionnaires de la société représentant au total 55,6% de son capital.

Nous comprenons que la recherche d'un nouvel actionnaire majoritaire a été motivée par la volonté du management de disposer d'un actionnaire de référence capable de l'accompagner dans ses projets et que la sortie de la cotation s'inscrit dans un contexte où la communication des informations que la cotation suppose est difficilement compatible avec les enjeux stratégiques sur un marché partagé entre un nombre restreint d'acteurs.

Nous soulignons également que l'exclusion des actionnaires minoritaires qui n'auraient pas souhaiter apporter à l'OPAS, ne sera réalisée que si l'Initiateur qui détient 55,6% du capital atteint le seuil de 90% du capital et des droits de vote, c'est-à-dire si une très large majorité des actionnaires minoritaires adhère à la présente Offre.

Un deuxième actionnaire minoritaire, dont la participation dans MVG est détenue dans le cadre de son activité de gestion de portefeuille, reproche à l'opération de se faire à un prix qui ne lui paraît pas refléter la valeur de la société.

Son argument principal concernant la faiblesse du prix offert repose sur le fait que les objectifs des analystes financiers suivant le titre se situent au-dessus du prix d'offre. Nous avons répondu ci-dessus sur la pertinence de cette référence dans le cadre de l'évaluation multicritères mise en œuvre pour la présente opération. Nous réitérons notre opinion sur ce point car la référence aux objectifs des analystes doit reposer sur un nombre suffisant de bureaux d'analyse suivant le titre. Et même dans les cas où le nombre de publications permet de retenir cette référence, elle ne saurait déterminer à elle seule le prix d'une offre publique. Au cas particulier cela reviendrait à dire que les objectifs de cours des deux analystes qui suivent le titre MVG prévalent sur un prix déterminé par une transaction majoritaire conclue à l'issue d'un processus compétitif de recherche d'acquéreur.

Il retient également la faiblesse de la prime offerte sur les cours précédents l'annonce de l'opération. Nous renvoyons au chapitre 4.6 sur le cours de bourse qui montre que les primes sont significatives et comprises entre 11% et 36% sur les moyennes 60 jours à 250 jours. L'écart plus limité par rapport aux cours précédents l'annonce de la transaction majoritaire à l'origine de la présente Offre s'explique par la très forte hausse récente du titre. Le prix de 26€ dépasse tous les cours de bourse jamais cotés, ce qui, au regard du contexte boursier récent, peut être considéré comme un point positif.

Dans un échange complémentaire que nous avons eu par téléphone, ce gestionnaire nous a fait part du fait que des multiples de comparables donnaient des valeurs plus élevées que le prix d'offre et que les ratios de valorisation ressortant de la transaction avec HLD n'étaient pas cohérents avec les multiples historiques de MVG.

Sur les comparables boursiers, nous renvoyons au paragraphe 4.8 où nous expliquons qu'il n'existe pas de sociétés comparables à MVG, certains de ses concurrents constituant des divisions de groupes cotés de taille très supérieure à MVG. Sur la base d'un échantillon boursier composé de Keysight Technologies Inc., Teradyne Inc., Advantest corp., Viavi Solutions Inc., Anritsu corp., Spirent Communications plc, Esco Technologies Inc, National Instruments Corp., les capitalisations boursières sont comprises entre un peu moins de 2Mds€ et plus de 20Mds€, avec une capitalisation boursière moyenne un peu inférieure à 4Mds€ et des chiffres d'affaires d'un peu moins de 1Mds€ à 4Mds€. L'activité qui se rapproche de celle de MVG ne représente qu'une part de l'activité de ces grands groupes qui présentent en outre des taux de rentabilité très supérieurs à ceux de MVG.

Nous n'avons donc pas retenu cet échantillon et fait un exercice de comparaisons boursières à titre indicatif seulement.

S'agissant des ratios de valorisation ressortant de la transaction, ils sont bien supérieurs à l'historique, marqué par le changement de statut boursier de MVG en 2019, comme le montre le tableau suivant :

	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Capitalisation boursière 31/12	43 957	62 955	59 725	122 587
Dettes financières nettes	-22 211	-23 762	-14 143	-8 518
Valeur d'entreprise	21 746	39 193	45 582	114 069
EBIT	3 718	4 405	6 863	7 892
CA	66 019	71 072	74 637	87 401
VE /EBIT last	5,8	8,9	6,6	14,5
VE/EBIT n+1	4,9	5,7	5,8	10,6
VE/EBIT n+2	3,2	5,0	4,2	
VE/CA	0,3	0,6	0,6	1,3
Capitalisation boursière moyenne annuelle	43 733	57 743	69 240	90 926
VE /EBIT last	5,8	7,7	8,0	10,4
VE/EBIT n+1	4,9	5,0	7,0	7,6
VE/EBIT n+2	3,1	4,3	5,1	
VE/CA	0,3	0,5	0,7	0,9

Les chiffres du tableau ci-dessus sont calculés sur la base des sous-jacents publiés.

Les années 2016 à 2018 ont été marquées par une lente revalorisation de l'action MVG aboutissant en fin de période à des ratios de valorisation qui pouvaient être considérés comme modestes au regard des caractéristiques de la société.

L'année 2019 a enregistré au contraire une forte hausse des ratios de valorisation qui s'élevaient au 31/12/2019 à 1,3XCA 2019 et 14,5XEbit 2019.

La valeur d'entreprise au prix de 26€ par action fait ressortir un multiple de CA 2020 de 1,41X (1,3X2021), supérieur aux ratios historiques de valorisation.

Enfin, suite à cet échange téléphonique du 15 janvier 2020, cet actionnaire nous a informé par mail qu'il considérait que le prix de la transaction annoncé en juillet 2020 ne pouvait constituer une référence dans la perspective d'un retrait obligatoire compte tenu de la hausse des marchés ainsi que de l'amélioration des perspectives de MVG depuis juillet 2020.

Pour répondre à ce dernier argument, nous soulignons :

-que l'annonce en juillet 2020 de l'entrée en négociations exclusives portant sur une transaction majoritaire au prix de 26€ par action MVG fait suite à un long processus de recherche d'acquéreur et que le prix négocié intègre une prime de contrôle ainsi que l'ensemble des anticipations à court et moyen terme des acheteurs et des vendeurs sur les perspectives financières de MVG. Nos diligences, partagées avec les administrateurs indépendants, comprennent, outre l'examen des éléments les plus récents portés à notre connaissance, l'assurance-confirmée par la lettre d'affirmation signée par la société-que l'ensemble des informations connues à ce jour ont bien été prises en compte dans les prévisionnels qui nous ont été transmis,

-que nos travaux d'évaluation intègrent les paramètres de marché récents, tels qu'arrêtés au 31/12/2020 et reflètent en conséquence la valeur actuelle de l'action MVG,

-que le prix de 26€ fait ressortir une surperformance de l'action MVG par rapport aux indices arrêtés au 20/01/2020, comme le montre le graphique ci-dessous :



A l'issue de nos travaux et après avoir pris connaissance des points évoqués par les actionnaires minoritaires, nous n'avons pas d'éléments susceptibles de remettre en cause la référence au prix de la transaction majoritaire de 26€ par action pour l'OPAS ainsi que pour le retrait obligatoire qui suivra si une large majorité des actionnaires minoritaires le décide.

## 6. Écarts avec les éléments d'appréciation de l'OPAS présentés par NATIXIS

### Critères et références retenus et écartés

Le critère des transactions sectorielles, les méthodes basées sur le dividende ainsi que la référence aux objectifs des analystes financiers ont été écartés par Natixis et par Farthouat Finance.

Nous avons comme Natixis retenu la référence au prix 26€ par action MVG de la transaction à l'origine de la présente Offre.

Natixis retient à titre principal deux critères, l'actualisation des cash-flows disponibles et le cours de bourse.

La banque complète cette approche avec deux méthodes indicatives, les comparables boursiers et l'actif net comptable.

Nous avons retenu la méthode des comparaisons boursières à titre indicatif également, étant souligné la difficulté à constituer un échantillon de sociétés cotées réellement comparables.

Nous n'avons pas retenu la référence à l'actif net comptable qui n'intègre pas le montant des incorporels (brevets, hommes clefs), facteur primordial de création de valeur pour une société ayant les caractéristiques de MVG, étant au surplus souligné que MVG ne détient pas d'actifs immobiliers, l'ensemble de ses sites, administratifs et de production, étant loués.

### Cours de bourse

Il n'y a pas de différence d'approche dans nos travaux concernant la référence aux cours de bourse, nos travaux, comme ceux de la Banque étant arrêtés à la veille de l'annonce de l'opération, soit le 29 juillet 2020.

Les écarts constatés sont minimes et proviennent à la fois de la source utilisée pour les calculs ainsi que des périodes analysées.

### Actualisation des cash-flows d'exploitation disponibles

- Nos travaux comme ceux de la banque, calculent le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres à partir des données publiées au 30 juin 2020.
- Nous relevons cependant les principaux écarts suivants :
  - 0,7M€ dans nos calculs sur la normalisation du BFR (13,2 M€ versus 12,5M€ pour la banque qui normalise le flux sur des données historiques et non pas son niveau normatif) ;
  - (0,4M€). Contrairement à la banque nous n'avons pas déduit le coût de 100k€ sur les attributions gratuites d'actions car pris en compte dans les flux au premier semestre 2020, ni retenu 300k€ de pénalités bancaires liées au changement de contrôle de MVG jugées non exigibles par le management ;
  - (2,7M€) liés à l'absence de prise en compte par la banque des déficits fiscaux activés ;
  - (2,1M€) liés au non retraitement par la banque des investissements cumulés sur Wavelia.

Au total la banque calcule un passage VE de -19,3 M€ soit un écart de -5,0 M€ avec nos travaux.

En K€ au 30/06/2020	FF	Banque
Dettes financières	4 587	4 600
Trésorerie et autres équivalents	-38 771	-38 800
<b>Position financière nette</b>	<b>-34 184</b>	<b>-34 200</b>
Ajustement Produits constatés d'avance	13 200	12 500
Provisions pour indemnités de départ à la retraite net d'IS	1 475	1 500
Provisions pour litiges, amendes et pénalités, autres	193	300
Déficits reportables Orbit/MVG Israël activés	-1 256	
Déficits reportables France activés	-1 405	
Actifs financiers (hors dépôts et cautions)	-188	-100
Investissements cumulés Wavelia	-2 116	
Autres		400
<b>Total passage VE</b>	<b>-24 280</b>	<b>-19 300</b>

- Nous avons déterminé les cash-flows générés sur le second semestre 2020 par différence entre les flux cumulés au 30 juin 2020 et ceux ressortant du plan d'affaires pour l'ensemble de l'exercice 2020 mis à jour de l'atterrissage au 30/09/2020. La banque présentatrice a retenu l'intégralité des cash-flows prévus en 2020 dans le business plan. L'impact est positif de 0,3€/action dans les travaux de la banque.

Nous avons déduit des charges opérationnelles les coûts de développement du projet Wavelia sur les exercices 2020 à 2023, retraitement qui n'a pas été effectué par la banque.

- Flux normatif :

Nous avons retenu une croissance de l'activité de 1,5% par an contre 1,7% par la banque.

Nous ne relevons pas d'écart sur les autres composantes du flux normatif.

- Le taux d'actualisation diffère entre nos travaux et ceux de la banque (10,51% contre 11,3%).

#### WACC - MVG

Coût du capital	Banque	FF
Taux sans risque	(0,33%)	(0,34%)
Prime de marché	8,8%	8,5%
Risque Pays		
Beta désendetté	1,06	1,01
Beta réendetté	0,97	1,01
Prime de taille	3,16%	2,26%
Prime spécifique	- %	- %
<b>Coût du capital</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,51%</b>

La banque retient le prix spot de l'OAT 10 ans et la moyenne sur un an de la prime de marché, alors que nos travaux se fondent sur la moyenne un mois de ces deux paramètres.

Le bêta désendetté est légèrement plus élevé sur l'échantillon restreint de la banque.

Nous avons retenu un levier cible nul alors que la banque a re-endetté le bêta désendetté avec un levier de -19/169M€.

L'écart entre nos travaux est majoritairement imputable à la différence de prime de taille retenue, la banque ne corrigeant pas l'hypothèse d'une absence de prime de taille sur des valeurs européennes dont la capitalisation boursière est comprise entre 2,2Md€ et 10,7Md€.

Au total, nos calculs font ressortir une valeur centrale de 25,3€ contre 23,3€ pour la banque présentatrice, soit un écart de 2,0€.

L'origine de cet écart de valorisation peut être décomposé comme suit :

1. +1,9 € induits par la différence de taux d'actualisation retenue
2. +0,2 € liés à la neutralisation des charges d'investissement sur Wavelia
3. +0,4 € imputables à la prise en compte des reports déficitaires dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres
4. - 0,3 € induits par la différence de taux de croissance à l'infini.

## Comparables boursiers

En l'absence d'échantillon comparable, Natixis a basé son échantillon sur des small/midcaps françaises ayant des similitudes (taille, leadership, marges) avec MVG. Compte tenu des critères de sélection, il ne compte que 4 sociétés et fait ressortir des valeurs par action MVG comprises entre 22,4€ et 23,9€.

L'étroitesse de l'échantillon et sa composition de sociétés éloignées en termes d'activité de MVG sont susceptibles d'introduire un biais dans un contexte spécifique où l'attrait des investisseurs pour les sociétés du secteur technologique est sous-tendu par leur moindre exposition aux conséquences de la crise liée au Covid 19.

Nous avons adopté une démarche consistant à rechercher un échantillon le plus large possible de sociétés du secteur Electroniques/Equipements Télécoms ainsi que de celui de la Défense, d'une taille proche de celle de MVG et présentes en Europe et/ou en Amérique du Nord. Au final l'échantillon comprend 31 sociétés, ce qui permet de lisser les différences et les écarts entre elles et avec MVG.

Natixis retient les ratios de VE/Ebitda et VE/Ebit pour 2021 et 2022 alors que nous ne retenons que le multiple de VE/Ebit pour ces deux mêmes exercices afin d'éviter les retraitements fastidieux et susceptibles de générer des erreurs sur un échantillon très large. En effet, l'application d'un multiple d'Ebitda suppose d'avoir neutralisé les écarts qui peuvent exister dans le secteur concernant la comptabilisation des charges de R&D ainsi que l'application de la norme IFRS 16.

S'ajoutent à ces écarts, les différences détaillées ci-dessus concernant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour des valeurs comprises entre 25,7€ et 26€ par action MVG dans nos travaux contre 22,4€ à 23,9€ pour la Banque.

## 7. Conclusion sur le caractère équitable du prix de 26€ par action MVG offert dans le cadre de l'OPAS et dans la perspective du retrait obligatoire (RO)

Tableau Récapitulatif des valeurs

Transaction majoritaire	26	0%
Cours de bourse (29/07/2020)		
Spot	24,1	8%
Moyenne 20j	24,2	8%
Moyenne 60j	23,5	11%
Moyenne 120j	21,0	24%
Moyenne 250j	19,1	36%
Plus haut 250j	25,4	2%
Plus bas 250j	13,0	100%
Actualisation des Cash-Flows (DCF)		
Bas	24,2	7%
Centrale	25,3	3%
Haut	26,4	-2%
Comparables Boursiers (à titre indicatif)		
Bas	25,7	1%
Centrale	25,8	1%
Haut	26	0%

L'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) est une offre obligatoire au titre du franchissement de seuil de 50% du capital et des droits de vote de MVG par l'Initiateur (Euronext Growth).

Le prix de 26€ a été arrêté à l'issue de négociations entre les vendeurs et l'acheteur, ce dernier ayant été choisi à l'issue d'un process de recherche compétitif permettant de retenir la meilleure offre.

Le prix de 26€ par action MVG offre aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs titres aux mêmes conditions financières que les actionnaires cédants, comme le prévoit la réglementation.

Aucune clause dans les accords connexes n'étant susceptible d'être analysée comme un avantage connexe accordé à certains actionnaires, le prix de 26€ est une référence incontournable pour la présente OPAS.

Le cours de bourse de MVG est un critère significatif pour apprécier le caractère équitable du prix de 26€ par action MVG pour la présente OPAS ainsi que pour le retrait obligatoire qui pourrait suivre si les conditions sont réunies, dans la mesure où il bénéficie d'une certaine liquidité et constitue la base des transactions entre actionnaires.

Le prix de 26€ par action MVG :

-est supérieur à tout cours côté depuis l'introduction en bourse en 2005, alors même que les marchés financiers ont connu plusieurs crises sur la période, celle de 2008 qui a eu un effet très dépressif sur les valorisations boursières et beaucoup plus récemment, celle liée à l'apparition de la pandémie de Covid 19,

-offre des primes significatives sur les moyennes de cours de bourse de 3 mois à 6 mois et plus limitées sur le cours spot et la moyenne 1 mois précédant l'annonce de la transaction, ces primes devant être appréciées au regard du parcours boursier très positif de MVG sur les 12 derniers mois. Elles intègrent également le fait que l'acquéreur est un acteur financier qui ne détient pas d'autres actifs dans le secteur de MVG et ne pourra donc bénéficier de synergies.

Le prix de 26€ par action MVG se situe dans la fourchette de valorisation selon l'actualisation des cash flows d'exploitation disponibles.

Enfin, à titre indicatif, les multiples ressortant du prix de 26€ par action sont cohérents avec ceux de sociétés présentant certaines similarités avec MVG.

Les travaux d'évaluation, qui conduisent à des montants très proches du prix proposé intègrent selon nous les principales caractéristiques du groupe qui bénéficie de perspectives de croissance significative sur ses marchés, mais qui restent des marchés de niche, générant des marges importantes, mais sous contrainte de la partie « mécanique » de l'activité.

Pour mettre en œuvre le retrait obligatoire, l'Initiateur doit atteindre au moins le seuil de 90% du capital et des droits de vote de MVG dans le cadre de l'OPAS, et donc obtenir l'adhésion d'une très importante partie des actionnaires minoritaires sur le prix de 26€ par action proposé avec une liquidité totale de leur participation.

A l'issue de nos travaux et compte tenu de l'ensemble des éléments ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de 26€ par action MVG est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de l'OPAS ainsi que pour le retrait obligatoire qui suivra si les conditions de détention sont atteintes.

Le 28 janvier 2021



Marie-Ange Farthouat

Associée gérante

Farthouat Finance

## 8. ANNEXES

### Programme de travail

#### *A. Travaux préliminaires et prise de connaissance des principales caractéristiques de MVG et de l'opération :*

- revue de presse et recherches documentaires,
- analyse du marché et du contexte concurrentiel dans lequel évolue la société,
- étude de l'opération et de son cadre juridique,
- analyse détaillée des transactions intervenues sur les titres MVG,
- étude de l'évolution historique du cours de bourse et le cas échéant des opérations financières précédentes,
- analyse, le cas échéant, des relations de la société avec les actionnaires minoritaires.

#### *B. Travaux d'évaluation*

- reconstitution de l'historique des résultats et de l'évolution de la société à partir de ses comptes sur 3-5 ans, des rapports de gestion et des procès-verbaux des assemblées générales et des conseils d'administration,
- recherche de notes d'analystes financiers assurant le suivi du secteur dans lequel MVG opère ou le suivi de MVG,
- analyse du budget et revue du plan d'affaires existant avec le management de la société et le comité ad hoc permettant d'apprécier les principales hypothèses retenues,
- réunions et entretiens avec le management de la société et le comité ad hoc sur différents points dont le contexte concurrentiel dans lequel évolue la société,
- constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables,
- recherche de transactions sectorielles,
- mise en œuvre d'une évaluation multicritères des actions MVG,

#### *C. Rapport d'expertise*

- rédaction de la lettre d'affirmation devant être approuvée par le management de MVG,
- rédaction du rapport d'expertise indépendante comportant l'attestation d'équité,
- présentation des travaux de l'expert au comité ad hoc puis au conseil d'administration devant se prononcer sur l'opération,
- gestion des échanges avec les autorités de contrôle en vue d'obtenir la conformité permettant le lancement de l'opération,
- administration et contrôle de la mission.

### Calendrier de la mission

Calendrier	
Lundi 28 septembre 2020	Premier contact avec un membre du comité AdHoc
Mercredi 30 septembre 2020	Call avec la direction de MVG
Semaine du 5 octobre 2020	Echanges avec les membres du comité AdHoc sur le projet de lettre de mission
Semaine du 12 octobre 2020	Finalisation de la lettre de mission et nomination de Farthouat Finance (Conseil d'Administration du 16 octobre 2020)
Semaine du 19 octobre 2020	Réception des premiers documents (SPA, TS management package) Publication du communiqué sur la nomination de Farthouat Finance Echange de mail avec un actionnaire minoritaire de MVG
Semaine du 26 octobre 2020	Call avec l'initiateur et son conseil sur les documents relatifs à la transaction et à ses accords annexes Réception du Business Plan (30/10/2020)
Semaine du 2 novembre 2020	Call avec la direction de MVG sur le Business Plan Call avec Natixis, Banque Présentatrice Réception de documents complémentaires
Semaine du 9 novembre 2020	Call avec Natixis, Banque Présentatrice Réception de documents (extrait analyse stratégique BCG, Vendor Dure diligence E&Y, fichier management package) Echange avec le conseil du management concernant la Management Package Questions complémentaires sur le BP transmises à MVG
Semaine du 16 novembre 2020	Réponses aux questions sur le BP Call avec Natixis, Banque Présentatrice
Semaine du 23 novembre 2020	Travaux d'évaluation Réception du rapport de valorisation de Natixis Réunion avec le comité Ad Hoc et la direction de MVG
Semaine du 30 novembre 2020	Travaux d'évaluation Réunion avec le comité Ad Hoc et la direction de MVG
Semaine du 7 décembre 2020	Travaux d'évaluation Call avec le comité Ad Hoc et la direction de MVG
Semaine du 14 décembre 2020	Réception des éléments chiffrés pour la période 2023-2026 revus par le management et le comité Ad Hoc Travaux d'évaluation Call avec le comité Ad Hoc
Semaines des 21 et 28 décembre 2020	Travaux d'évaluation Echange avec Natixis et réception de leurs travaux mis à jour Contrôle qualité
Semaine du 4 janvier 2021	Mise à jour des travaux d'évaluation au 31/12/2020 Projet de rapport
Semaine du 11 janvier 2021	Echanges avec le comité ad hoc sur le projet de rapport
Semaine du 25 janvier 2021	Réception des documents définitifs Emission du rapport d'expertise Présentation au Conseil d'Administration

## Liste des personnes rencontrées ou contactées

### Pour MVG

- Comité ad hoc composé pour suivre les travaux d'expertise : Marie-Cécile Matar, Administrateur Indépendant, Philippe Lanternier, Administrateur Indépendant, Philippe Garreau, Président Directeur Général,
- Managers : Arnaud Gandois, Directeur Général, Olivier Gurs, Directeur Financier et Eric Beaumont, Directeur Marketing et Stratégie
- Conseil de la société, Allen Overy : Catherine Maison-Blanche et Frédéric Moreau

### Pour HLD

- Geoffroy Desjeux, Rémi Perichon

### Pour Natixis

- Sébastien Santoni, Manuel Eandi et Mathias Piegelin, équipe en charge des travaux d'évaluation

## Documentation

Les principaux documents analysés sont les suivants :

### **Transaction**

- Share Purchase Agreement (SPA)
- Term Sheet (TS) Management Package
- Fichier excel Management Package
- Vendor Due Diligence Deloitte
- Vendor Due Diligence E&Y
- Extrait étude Boston Consulting Group
- Rapport d'expert (Accuracy)
- Contrat d'apport d'actions MVG par les Managers à Rainbow holding
- Caractéristiques et modalités des OC à émettre par Rainbow holding
- Put and Call option agreement

### **Prévisionnels**

- Business Plan 2020-2026
- September Forecast

### **Comptes**

- Comptes au 31/12 sur 3 ans
- Comptes semestriels au 30/06/2020

### **Analyse Financière**

- Présentations de la société aux réunions SFAF (Société Française des Analystes Financiers) sur 3 ans
- Etudes des bureaux d'analyses financières suivant le titre (Gilbert Dupont, Euroland Corporate Finance)
- Communiqués de la société sur les deux derniers exercices

### **Juridique Société**

- Procès-Verbaux des Conseils d'Administration et des Assemblées Générales sur les 3 derniers exercices
- Statuts Rainbow holding
- Securityholder's agreement Rainbow holding
- Termes du Mandat de Président Directeur General de Microwave Vision exercé par Monsieur Philippe Garreau

- Règlement du plan d'attribution gratuite d'actions de préférence de la société Rainbow holding

Nous avons complété ces informations avec nos propres sources, la base de données Infront Analytics, le site d'Euronext ainsi que les sites internet des sociétés du secteur.

## Rémunération

La rémunération pour la présente mission s'élève à 60 K€ HT.

Le nombre d'heures passées sur cette mission pour l'ensemble de l'équipe, s'est élevé à 350 heures.

## Composition de l'équipe

Farthouat Finance dispose des moyens matériels nécessaires à l'exercice de ses missions, locaux professionnels, base de données (Infront Analytics) et assurance professionnelle.

L'équipe en charge de la mission est composée de trois personnes ayant chacune plus de 20 ans d'expérience en évaluation financière et ayant participé à de nombreuses missions d'expertise indépendante.

### **Marie-Ange Farthouat -Responsable de la mission**

Analyste Financier dans des sociétés de bourse (1987-1992, nombreux secteurs suivis dont agro-alimentaire et banque-finance-assurance), Marie-Ange Farthouat intègre le service des opérations et de l'information financière de la Commission des Opérations de Bourse (COB, devenue AMF) début 1994 où elle participe au contrôle d'opérations financières (offres publiques, fusions) et à l'amélioration de l'information diffusée par les sociétés cotées (document de référence, information sur les rémunérations et stocks options).

Responsable du département Evaluations de Détroyat Associés de 1996 à 2005, elle a réalisé à ce titre plus de 50 attestations d'équité dans le cadre d'offres publiques obligatoires et non obligatoires et a mené de très nombreuses missions d'évaluations de sociétés cotées et non cotées.

En 2008 elle crée Farthouat Finance qui est référencée régulièrement pour des expertises indépendantes sur des sociétés cotées.

Marie-Ange Farthouat est expert judiciaire près la Cour d'appel de Paris dans la spécialité « Marchés Financiers ». Membre de la SFAF et de la SFEV.

IEP Paris EcoFi, Licence d'Etudes Politiques.

Travaux/Publications : Les principaux critères écartés dans le cadre des offres publiques (APEI, avril 2010, [www.apei-experts.org](http://www.apei-experts.org)), Note de travail sur l'évaluation des BSAAR (SFEV, avril 2010, [www.sfev.org](http://www.sfev.org)), Primes et Décotes (SFEV 2008, mise à jour).

### **Marie-Ange Farthouat a été assistée dans ses travaux par une Analyste Sénior qui a plus de 20 ans d'expérience en analyse financière et évaluation de small/midcaps.**

### **Olivier Marrot - en charge du contrôle qualité**

Olivier Marrot cumule une expérience de plus de 25 ans dans l'analyse financière, l'évaluation d'actifs et la gestion de fonds, avec une forte spécialisation sur les petites/moyennes capitalisations.

Il est également expert judiciaire en évaluation d'entreprises et de droits sociaux depuis près de 10 ans.

Olivier est intervenu sur le contrôle qualité d'une vingtaine de missions réalisées par Farthouat Finance depuis 2011.

Il a travaillé notamment pour la Banque de l'Union Européenne, la société de bourse Dupont Denant, le cabinet d'analyse financière Détroyat et Associés et la société de gestion de portefeuilles Carmignac Gestion.

Olivier Marrot a un doctorat en sciences de gestion de l'Université Paris Dauphine, diplômé de l'Institut du Droit des Affaires de Paris II – Panthéon/Assas. Membre de la SFAF, de la CCEF, de la CNEJFD.

Travaux/Publications :

« Introductions en bourse de small caps : méthodologie des évaluations », avec Pare, j. Analyse Financière, p.39-40, juillet 2004

« Performance financière des entreprises cotées : incidence de la zone de destination », avec Pare j. et Lemaire, j. Revue du Financier, p. 87-103, n°169, janvier-février 2008

“Listed smes: how the cost of capital is affected by the degree of coverage received from financial analysts”, Academy of Entrepreneurial Finance, Chicago 2010

#### Contrôle Qualité

Le contrôle qualité vise à s’assurer que les diligences ont été effectuées conformément aux dispositions générales du règlement général de l’AMF, ainsi que de l’instruction et des recommandations relatives à l’expertise indépendante ainsi qu’à challenger les hypothèses retenues par l’équipe en charge des travaux d’expertise.

Les principales étapes de la mission menée par Olivier Marrot, qui n’a pas participé aux travaux ont été :

- analyse des conflits d’intérêts potentiels avant acceptation de la mission,
- contrôle de l’adéquation des moyens à mettre en œuvre pour la réalisation de la mission,
- examen critique de l’ensemble des travaux réalisés,
- vérification du caractère exhaustif des points contenus dans la lettre d’affirmation signée par la Société,
- revue critique du rapport d’expertise.

Lettre de mission (pages suivantes)



Contact  
Téléphone

Philippe Garreau  
+33 (0)6 80 64 50 00

A l'attention de :

Madame Marie-Ange FARTHOUAT  
Farthouat Finance  
21 rue d'Hauteville  
75010 Paris

**Date** 2020/10/15  
**Référence** L288012020MVG DG  
**Sujet** *Lettre de mission - expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique simplifiée déposée par Rainbow visant les actions de la société MICROWAVE VISION éventuellement suivie d'un retrait obligatoire*

Madame,

Dans le cadre du dépôt par Rainbow, société contrôlée par HLD Europe, d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **OPAS** ») portant sur les actions de la société Microwave Vision (la « **Société** ») qui serait suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire (l'« **Offre** »), le Conseil d'administration de la Société est tenu de nommer un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).

Le Conseil d'administration de la Société en date du 18 Septembre 2020 a ainsi constitué un Comité Ad-hoc composé de Mme Marie-Cécile Matar, M. Philippe Lanternier (l'un et l'autre administrateurs indépendants) et M. Philippe Garreau avec pour mission de lui faire une recommandation sur le choix d'un expert indépendant, de veiller au bon déroulement de la mission d'expertise et à la qualité des informations données par la Société dès lors que l'expert indépendant sera désigné, et de préparer les termes de l'avis motivé qu'il devra rendre en application de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF (le « **Comité Ad-hoc** »).

Lors du Conseil d'administration de la Société du 16 octobre 2020, le Comité Ad-hoc a recommandé que votre cabinet soit retenu sur la base notamment de votre proposition d'intervention en date du 1er octobre 2020.

C'est dans ces conditions que, conformément aux meilleures pratiques en matière de gouvernance, et aux recommandations de l'AMF de désignation de l'expert indépendant « le plus en amont possible » d'une offre publique (recommandation AMF n°2006-15 modifiée), le Conseil d'administration de la Société, se conformant à la sélection du Comité Ad-hoc a désigné le 16 octobre 2020 Farthouat Finance en qualité d'expert indépendant.

MICROWAVE VISION  
www.mvg-world.com

Société Anonyme  
Capital Social : 1 297 264 €  
RCS Evry B 340 342 153  
Numéro SIREN : 340 342 153

47 Boulevard Saint-Michel,  
75005 PARIS, FRANCE  
Tel. : + 33 (0)75 77 58 60

Vous nous avez indiqué que la mission telle que définie ci-après serait réalisée par vous-même, assistée d'un analyste senior et que le contrôle qualité serait assuré par Olivier Marrot.

Nous sommes donc conduits à vous mandater aux termes de la présente lettre de mission, dont le contenu a été validé par le Comité ad-hoc et la Société.

## 1. Objectifs de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable du prix de l'OPAS, pour les actionnaires minoritaires de la Société y compris dans la perspective d'une possible procédure de retrait obligatoire (si les résultats de l'OPAS) le permettent, fera l'objet de votre part d'une expertise indépendante et d'une attestation d'équité

Cette attestation d'équité comprendra également une analyse des accords de réinvestissement conclus entre certains dirigeants actionnaires de la Société et HLD Europe ainsi que du contrat de liquidité avec les propriétaires d'actions gratuites en période de conservation durant la période d'OPAS et non visées par le retrait obligatoire au cas où celui-ci serait mis en œuvre, au regard du respect du principe d'équité de traitement avec les actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre.

Votre rapport permettra au Conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé, selon les termes préparés par le Comité Ad-hoc.

Il sera reproduit dans la note en réponse que devra déposer la Société auprès de l'AMF en vue d'obtenir son visa avant ouverture de l'OPAS.

En application de l'article 231-21 de son Règlement général, L'AMF appréciera les conditions financières de l'Offre au regard de votre rapport et de l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et pourrait dans ce cadre demander des compléments ou des amendements à votre rapport ce qui ferait alors partie intégrante de la présente mission.

## 2. Contexte de l'Offre et calendrier de la mission

L'obligation pour Rainbow de déposer un projet d'offre publique résultera de la cession à HLD Europe de plusieurs blocs représentant un total de 55,56% du capital de la Société par ses actionnaires significatifs mais aussi de divers actionnaires minoritaires, dont différents

MICROWAVE VISION  
[www.mvg-world.com](http://www.mvg-world.com)

Société Anonyme  
Capital Social : 1 297 264 €  
RCS Evry B 340 342 153  
Numéro SIREN : 340 342 153

47, boulevard Saint-Michel  
75005 PARIS, FRANCE  
Tel. : + 33 (0)75 77 58 50  
Fax : + 33 (0)46 33 39 02

- réunions et entretiens avec le management de la société et les représentants de la banque conseil sur différents points dont le contexte concurrentiel dans lequel évolue la société,
- constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables,
- recherche de transactions sectorielles,
- mise en œuvre d'une évaluation multicritères des actions MVG.

### C. Rapport d'expertise

- rédaction de la lettre d'affirmation devant être approuvée par le management de MVG,
- rédaction du rapport d'expertise indépendante comportant l'attestation d'équité,
- présentation des travaux de l'expert au conseil d'administration devant se prononcer sur l'opération,
- gestion des échanges avec les autorités de contrôle en vue d'obtenir la conformité permettant le lancement de l'opération,
- administration et contrôle de la mission.

Vos travaux feront l'objet de points d'étape avec le comité Ad'Hoc en charge de leur suivi visant notamment à s'assurer que vous disposez des informations et des délais nécessaires pour les mener à bien ainsi qu'à résoudre toute difficulté que vous pourriez rencontrer au cours de votre mission.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Vous nous avez précisé à cet égard que si le calendrier de l'Offre visé ci-dessus devait être décalé, l'évaluation de la Société, dans le cadre de ce nouveau calendrier, menée par vos soins constituerait un prolongement de la présente mission.

**MICROWAVE VISION**  
www.mvg-world.com

Société Anonyme  
Capital Social : 1 297 264 €  
RCS Evry B 340 342 153  
Numéro SIREN : 340 342 153

47, boulevard Saint-Michel  
75005 PARIS, FRANCE  
Tel. : + 33 (0)75 77 58 50  
Fax : + 33 (0)46 33 39 02

### 3. Cadre réglementaire de votre mission

Les modifications du règlement général de l'AMF ont été publiées au Journal officiel du 7 février 2020. L'instruction DOC-2006-07 sur les offres publiques d'acquisition, l'instruction DOC-2006-08 sur l'expertise indépendante et la recommandation DOC-2006-15 sur l'expertise indépendante ont également été amendées.

Il conviendra en conséquence que vos diligences soient effectuées et votre rapport établis selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF modifié, en vigueur depuis le 8 février 2020 et des instructions et recommandations susvisées dans leurs versions modifiées du 10 février 2020.

### 4. Méthodologie envisagée

L'évaluation de la Société sera effectuée en application de la réglementation de l'AMF qui prévoit la mise en œuvre d'une approche multicritère.

Vous nous avez indiqué qu'à ce stade vous envisagiez :

- que les méthodes d'évaluation suivantes pourraient être appliquées : l'actualisation de flux de trésorerie futurs conduite à partir du plan d'affaires établi récemment par le management ;
- que ces méthodes soient complétées d'une part par des approches analogiques (multiples de comparables boursiers et/ou de transactions comparables), d'autre part par des références de valorisation (référence à la cession des blocs d'actions MICROWAVE VISION à HLD Europe, cours-cibles des brokers suivant l'action, cours de bourse, actif net consolidé notamment). Ces méthodes et références feront l'objet d'une analyse afin de déterminer leur degré de pertinence.

La Société s'engage à vous fournir un accès à toutes les données disponibles et aux accords en sa possession conclus dans le cadre de la cession de la majorité des actions MICROWAVE VISION à HLD Europe, tels que nécessaires à l'accomplissement de vos diligences.

### 5. Indépendance - Conflits d'intérêts

<b>MICROWAVE VISION</b> www.mvg-world.com	Société Anonyme Capital Social : 1 297 264 € RCS Evry B 340 342 153 Numéro SIREN : 340 342 153	47, boulevard Saint-Michel 75005 PARIS, FRANCE Tel. : + 33 (0)75 77 58 50 Fax : + 33 (0)46 33 39 02
--	---	--

managers et salariés du groupe MVG, telle que prévue par le contrat d'acquisition signée le 10 septembre 2020.

Le transfert de ces blocs (l'« Opération ») est sous condition d'obtention préalable de diverses autorisations réglementaires en France et à l'étranger, et ne devrait pas intervenir avant la fin de l'année 2020 ou au début de 2021.

Vous disposerez donc à compter de la désignation de votre société en qualité d'expert indépendant du délai courant jusqu'à la fin de l'année 2020 pour remettre votre rapport, ce délai pouvant être étendu en fonction de la date de réalisation de l'Opération et devant en toute hypothèse être conforme à la réglementation boursière applicable.

Le calendrier de la mission comporterait les étapes suivantes :

A. Travaux préliminaires et prise de connaissance des principales caractéristiques de MVG et de l'opération :

- revue de presse et recherches documentaires,
- analyse du marché et du contexte concurrentiel dans lequel évolue la société,
- étude de l'opération et de son cadre juridique, en ce compris les acquisitions de blocs d'actions MVG à l'origine de la présente Offre, les accords de réinvestissement de certains actionnaires et les mécanismes de liquidité prévus pour les actions ne pouvant être apportées à la présente Offre,
- analyse détaillée des transactions intervenues sur les titres MVG,
- étude de l'évolution historique du cours de bourse et le cas échéant des opérations financières précédentes,
- analyse, le cas échéant, des relations de la société avec les actionnaires minoritaires.

B. Travaux d'évaluation

- reconstitution de l'historique des résultats et de l'évolution de la société à partir de ses comptes sur 3-5 ans, des rapports de gestion et des PV des Assemblées Générales et des conseils d'administration,
- recherche de notes d'analystes financiers assurant le suivi du secteur dans lequel MVG opère et des notes d'analystes suivant la société,
- analyse du budget et revue du plan d'affaires existant avec le management de la société permettant d'apprécier les principales hypothèses retenues,

MICROWAVE VISION  
www.mvg-world.com

Société Anonyme  
Capital Social : 1 297 264 €  
RCS Evry B 340 342 153  
Numéro SIREN : 340 342 153

47, boulevard Saint-Michel  
75005 PARIS, FRANCE  
Tel. : + 33 (0)75 77 58 50  
Fax : + 33 (0)46 33 39 02

Vous nous avez attesté de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de votre société, de vous-même, et de l'équipe intervenant sur la mission, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter votre indépendance et l'objectivité de votre jugement lors de l'exercice de votre mission.

Vous nous avez notamment précisé que Farthouat Finances, vous-même, et l'équipe intervenant sur la mission :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés et personnes concernées par l'Offre, ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, 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 pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois, ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'Offre, ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par ces personnes,

## 6. Approche de la mission

Conformément à la Recommandation AMF DOC-2006-15, il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens avec le management de la Société ;
- des entretiens réguliers avec le Comité Ad-hoc dont les principales étapes sont proposées dans le calendrier de l'opération sus mentionné au 2) de la présente lettre de mission ;
- la prise de connaissance et l'analyse des travaux d'évaluation de Natixis, l'établissement présentateur de l'Offre ;
- l'analyse des éléments prévisionnels de la Société (budget et plan d'affaires) ;
- l'évaluation de la Société en application de la réglementation de l'AMF (approche multicritères et caractère équitable du prix dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire) ;
- la rédaction de votre rapport selon les objectifs définis au 1) de la présente lettre de mission et selon la réglementation AMF applicable ;

MICROWAVE VISION  
www.mvg-world.com

Société Anonyme  
Capital Social : 1 297 264 €  
RCS Evry B 340 342 153  
Numéro SIREN : 340 342 153

47, boulevard Saint-Michel  
75005 PARIS, FRANCE  
Tel. : + 33 (0)75 77 58 50  
Fax : + 33 (0)46 33 39 02

- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires y compris durant la période d'Offre, et avec l'AMF en application notamment de l'article 231-20 de son Règlement général.

## 7. Rémunération

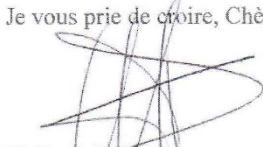
Conformément à ce que vous nous avez indiqué dans le cadre de votre proposition d'intervention, votre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 60.000 euros hors taxes, frais et débours divers, payable lors de la remise de votre rapport au Conseil d'administration de la Société, en vue de du dépôt du projet de note en réponse auprès de l'AMF.

Ce montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de la mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés.

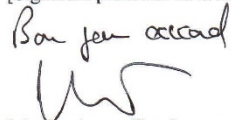
Il est précisé que rédaction de tout complément à ce rapport qui serait requis dans le cadre de l'examen de conformité de l'Offre par l'AMF ne donnera pas lieu à rémunération complémentaire.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « bon pour accord ».

Je vous prie de croire, Chère Madame, à l'expression de nos salutations distinguées.

  
Philippe Garreau  
Président Directeur Général  
MICROWAVE VISION

[Signature précédée de la mention « Bon pour accord »]

  
Marie-Ange Farthouat  
Associée Gérante  
FARTHOUAT FINANCE

MICROWAVE VISION  
www.mvg-world.com

Société Anonyme  
Capital Social : 1 297 264 €  
RCS Evry B 340 342 153  
Numéro SIREN : 340 342 153

47, boulevard Saint-Michel  
75005 PARIS, FRANCE  
Tel. : + 33 (0)75 77 58 50  
Fax : + 33 (0)46 33 39 02