

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE PORTANT
SUR 875 000 ACTIONS**



**RÉALISÉE DANS LE CADRE DU PROGRAMME DE RACHAT D' ACTIONS DE LA
SOCIÉTÉ AUTORISÉ PAR L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE MIXTE DU 5 JUIN 2020**

PRÉSENTÉE PAR



PRIX DE L'OFFRE :

28 euros par action ECA

DURÉE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation minimum

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 23 septembre 2020, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 de son règlement général. Ce document est établi sous la responsabilité de ECA.

**CETTE OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION RESTENT
SOU MIS A L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de ECA (www.ecagroup.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenu sans frais auprès de ECA, 262 rue des Frères Lumières, 83130 La Garde et de Banque Degroof Petercam France, 44 rue de Lisbonne, 75008 Paris.

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

Table des matières

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE.....	3
1.1.	Motifs de l'Offre et intentions de la Société	3
1.1.1.	Motifs de l'Offre	3
1.1.2.	Intention de la Société pour les douze mois à venir.....	4
1.1.3.	Intentions des actionnaires de la Société et des membres du conseil d'administration ..	5
1.1.4.	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	6
2.	CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	7
2.1.	Conditions de l'Offre	7
2.1.1.	Cadre juridique de l'Offre.....	7
2.1.2.	Termes de l'Offre	9
2.1.3.	Nombre de titres visés par l'Offre	9
2.1.4.	Modalités de l'Offre.....	9
2.1.5.	Procédure de présentation des actions à l'Offre	10
2.1.6.	Centralisation des ordres.....	10
2.1.7.	Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre	11
2.1.8.	Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison	11
2.1.9.	Calendrier prévisionnel de l'Offre	11
2.1.10.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	12
2.2.	Régime fiscal de l'Offre.....	13
2.3.	Frais et financement de l'Offre.....	19
2.3.1.	Frais liés à l'Offre.....	19
2.3.2.	Modalités de financement.....	19
2.4.1.	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société	19
2.4.2.	Incidence sur les comptes de la Société	20
2.4.3.	Incidence sur la capitalisation boursière de la Société	21
3.	ELÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE	22
4.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	34
5.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	67
6.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	68
7.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION	69

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

Le Conseil d'administration de ECA, société anonyme au capital de 4 391 440 euros, dont le siège social est situé 262, rue des Frères Lumières ZI Toulon Est - 83130 La Garde, et immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Toulon sous le numéro 562 011 528 (« ECA » ou la « Société »), a décidé, en vertu des autorisations d'opérer sur ses propres actions et d'annuler les actions autodétenues qui lui ont été conférées par les treizième et quatorzième résolutions de l'Assemblée générale mixte des actionnaires du 5 juin 2020, en application de l'article L.225-209 du Code de commerce, de proposer aux actionnaires de ECA de leur racheter leurs actions, dans la limite de 9,96 % du capital.

Dans ce cadre, le Conseil d'administration du 21 septembre 2020 a décidé le lancement d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur ses propres actions (l'« Offre »). Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 6° et des articles suivants du règlement général de l'AMF.

Le prix de l'Offre est de 28 euros par action de la Société.

L'Offre porte sur un nombre maximum de 875 000 actions, représentant, à la date du présent projet de note d'information, 9,96 % du capital social et 6,11 % des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 8 782 880 actions et 14 323 327 droits de vote théoriques calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, étant précisé qu'à cette date la Société détenait 1 965 actions dans le cadre du contrat de liquidité. Il est précisé que le contrat de liquidité a été suspendu à compter du 22 septembre 2020. L'intention de la Société est d'annuler les actions rachetées dans le cadre de l'Offre.

Les actions ECA sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris (« Euronext Paris ») sous le code ISIN FR0010099515.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée minimum de dix (10) jours de négociation. Elle est présentée par Banque Degroof Petercam France (l'« Etablissement Présentateur ») qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.1. Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.1.1. Motifs de l'Offre

Dans le cadre d'un projet de simplification de la structure boursière du Groupe, qui pourrait conduire à la fusion-absorption de ECA par Groupe Gorgé, le Conseil d'administration de ECA a décidé d'offrir une liquidité partielle au moyen de la présente Offre à ses actionnaires s'ils le souhaitent au regard de leur stratégie patrimoniale propre. Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 25,0 % par rapport au cours de clôture de l'action ECA le 21 septembre 2020, dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre, et des primes respectivement de 20,9 % et 18,1 % sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période d'un mois et de trois mois avant cette date.

Comme indiqué au paragraphe 1.1.3 ci-dessous, Groupe Gorgé qui détient 65,21 % du capital et 77,78 % des droits de vote théoriques de la Société, a fait part de son intention de ne pas apporter sa participation à l'Offre. En conséquence, les actionnaires, autres que Groupe Gorgé, représentant 34,77 % du capital et 22,20 % des droits de vote pourront bénéficier d'une liquidité certaine d'au minimum 28,65 % de leur participation dans le cadre de l'Offre portant sur 9,96 % du capital.

L'Offre sera financée sur la trésorerie disponible du Groupe.

Conformément aux objectifs du programme de rachat d'actions autorisé par l'Assemblée générale mixte des actionnaires du 5 juin 2020, l'intention de la Société est d'annuler les actions rachetées dans le cadre de l'Offre. La société ayant procédé, le 21 septembre 2020, à l'annulation de 75.033 actions, elle procédera à l'annulation d'un nombre maximum de 803 255 actions à l'issue de l'offre, le solde des actions acquises dans le cadre de l'offre sera annulé dans le cadre de la fusion-absorption de ECA par Groupe Gorgé ou à défaut, à partir du 21 septembre 2022.

1.1.2. Intention de la Société pour les douze mois à venir

Stratégie

La Société entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie, sous réserve de ce qui est mentionné ci-après à la section « Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion ». L'Offre n'aura aucun impact sur sa politique industrielle, commerciale et financière.

Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

L'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux ou du Conseil d'administration de ECA. Cependant, en cas de réalisation de la fusion mentionnée ci-après à la section « Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion », la Société serait absorbée et son Conseil d'Administration serait en conséquence dissout.

Orientation en matière d'emploi

L'Offre n'aura aucune conséquence sur l'orientation en matière d'emploi.

Politique de distribution de dividendes

La Société a la volonté de verser des dividendes, sans toutefois avoir arrêté une politique systématique en matière de répartition de ses bénéfices entre dividendes et financement des activités.

L'Offre ne modifiera pas cette approche.

Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

L'Offre s'inscrit dans un projet plus global de simplification de la structure du Groupe devant conduire à la fusion-absorption de la société ECA par son actionnaire majoritaire Groupe Gorgé. Cette fusion donnerait accès à une liquidité renforcée aux actionnaires de Groupe Gorgé et d'ECA par une augmentation de la taille du flottant de Groupe Gorgé, ce qui favoriserait l'intérêt potentiel des investisseurs français et internationaux pour le Groupe. Elle permettrait également une économie de coûts.

Le principe de ce projet a été présenté aux conseils d'administration de la Société et de Groupe Gorgé en date des 21 et 22 septembre 2020 et pourrait intervenir sur la base d'une parité indicative de 9 actions Groupe Gorgé pour 5 actions ECA. Cette opération devrait être soumise au vote des Assemblées générales des deux sociétés fin décembre 2020.

Le projet de fusion amènera les actionnaires qui contrôlent Groupe Gorgé et ECA à solliciter une demande de non-lieu à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait auprès de l'Autorité des marchés financiers au titre de l'article 236-6 de son Règlement général.

Statut juridique de la Société

Il n'est pas envisagé d'apporter de modifications aux statuts de la Société à la suite de l'Offre, à l'exception de celles nécessaires pour refléter l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre.

Cependant, en cas de réalisation de la fusion avec Groupe Gorgé mentionnée ci-avant à la section « Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion », la Société serait absorbée.

Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris

S'agissant d'une offre de rachat par ECA de ses propres actions, l'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait des actions de la Société de la cotation sur Euronext Paris. La Société et son actionnaire majoritaire n'ont donc pas l'intention de demander la radiation des actions d'Euronext Paris ou de procéder à un retrait obligatoire des actions ECA.

Cependant, en cas de réalisation de la fusion avec Groupe Gorgé mentionnée ci-avant à la section « Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion », la Société serait absorbée et par conséquent radiée de la cote.

1.1.3. Intentions des actionnaires de la Société et des membres du conseil d'administration

Intention de Groupe Gorgé

Groupe Gorgé a indiqué son intention de ne pas apporter à l'Offre les 5 727 079 actions qu'il détient dans le capital de ECA représentant 65,21 % du capital et 11 141 391 droits de vote, soit 77,78 % des droits de vote théoriques de la Société au 22 septembre 2020. Pour cette raison, la Société a désigné le cabinet Farthouat Finance représenté par Madame Marie-Ange Farthouat en qualité d'expert indépendant, en application de l'article 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF.

Il est précisé que Groupe Gorgé est une société anonyme au capital de 13 502 843 euros, dont le siège social est situé 19, rue du Quatre Septembre – 75002 Paris, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 348 541 186. Les actions Groupe Gorgé sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000062671.

Intention des membres du conseil d'administration

Madame Catherine Gorgé, administratrice et propriétaire de 18.747 actions ECA, et Monsieur Guénaël Guillaume, administrateur et propriétaire de 30.489 actions ECA par l'intermédiaire de sa société SAS Guénaël, ont indiqué qu'ils avaient l'intention d'apporter leurs actions ECA à l'Offre.

Les autres administrateurs ont indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention d'apporter leurs actions à l'Offre.

Intention des autres actionnaires

La Société n'a reçu aucun engagement d'actionnaires de participer à l'Offre.

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

A la connaissance de la Société, aucun accord n'est susceptible d'avoir une incidence sur l'Offre.

2. CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. Conditions de l'Offre

2.1.1. Cadre juridique de l'Offre

Autorisation du programme de rachat d'actions

L'Offre constitue la mise en œuvre du programme de rachat d'actions qui a été autorisé par l'Assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 5 juin 2020, conformément aux dispositions de l'article L. 225-209 du Code de commerce, dans sa treizième résolution à caractère ordinaire dans les termes suivants :

« Treizième résolution - Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 225- 209 du Code de commerce

Autorisation à donner au Conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 225-209 du Code de commerce L'Assemblée générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité des Assemblées générales ordinaires, connaissance prise du rapport du Conseil d'administration, autorise ce dernier, pour une période de dix-huit mois, conformément aux articles L. 225-209 et suivants du Code de commerce, à procéder à l'achat, en une ou plusieurs fois aux époques qu'il déterminera, d'actions de la Société dans la limite de 10 %, du nombre d'actions composant le capital social, le cas échéant ajusté afin de tenir compte des éventuelles opérations d'augmentation ou de réduction de capital pouvant intervenir pendant la durée du programme.

Cette autorisation met fin à l'autorisation donnée au Conseil d'administration par l'Assemblée générale du 6 juin 2019 dans sa onzième résolution à caractère ordinaire.

Les acquisitions pourront être effectuées en vue :

- *d'assurer l'animation du marché secondaire ou la liquidité de l'action ECA par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement au travers d'un contrat de liquidité conforme à la pratique admise par la réglementation, étant précisé que dans ce cadre, le nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la limite susvisée correspond au nombre d'actions achetées, déduction faite du nombre d'actions revendues,*
- *de conserver les actions achetées et les remettre ultérieurement à l'échange ou en paiement dans le cadre d'opérations éventuelles de croissance externe,*
- *d'assurer la couverture de plans d'options d'achat d'actions et/ou de plans d'actions attribuées gratuitement (ou plans assimilés) au bénéfice des salariés et/ou des mandataires sociaux du Groupe ainsi que toutes allocations d'actions au titre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe (ou plan assimilé), au titre de la participation aux résultats de l'entreprise et/ou toutes autres formes d'allocation d'actions à des salariés et/ou des mandataires sociaux du Groupe,*
- *d'assurer la couverture de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution d'actions de la Société dans le cadre de la réglementation en vigueur,*
- *de procéder à l'annulation éventuelle des actions acquises, conformément à l'autorisation conférée ou à conférer par l'Assemblée générale extraordinaire,*

Et plus, généralement, opérer dans tout but qui viendrait à être autorisé par la loi ou toute pratique de marché qui viendrait à être admise par les autorités de marché.

Ces achats d'actions pourront être opérés par tous moyens, y compris par voie d'acquisition de blocs de titres, et aux époques que le Conseil d'administration appréciera.

La Société se réserve le droit d'utiliser des mécanismes optionnels ou instruments dérivés dans le cadre de la réglementation applicable.

Le prix maximum d'achat est fixé à 70 euros par action. En cas d'opération sur le capital, notamment de division ou de regroupement des actions ou d'attribution gratuite d'actions aux actionnaires, le montant sus-indiqué sera ajusté dans les mêmes proportions (coefficient multiplicateur égal au rapport entre le nombre d'actions composant le capital avant l'opération et le nombre d'actions après l'opération).

Le montant maximal de l'opération est fixé à 62 005 391 euros (correspondant à 10 % du capital social à la date du 23 mars 2020 au prix maximal de 70 euros par action).

L'Assemblée générale confère tous pouvoirs au Conseil d'administration à l'effet de procéder à ces opérations, d'en arrêter les conditions et les modalités, de conclure tous accords et d'effectuer toutes formalités. »

Dans sa quatorzième résolution, à caractère extraordinaire, l'Assemblée générale mixte des actionnaires du 5 juin 2020, après avoir pris connaissance d'un rapport spécial des commissaires aux comptes, a autorisé le Conseil d'administration à annuler les actions détenues par la Société à la suite de la mise en œuvre du programme de rachat d'actions dans les termes suivants :

« Quatorzième résolution - Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'annuler les actions rachetées par la Société dans le cadre du dispositif de l'article L. 225-209 du Code de commerce

L'Assemblée générale, statuant aux conditions de quorum et de majorité des Assemblées générales extraordinaires, connaissance prise du rapport du Conseil d'administration et du rapport des Commissaires aux comptes :

1) Donne au Conseil d'administration l'autorisation d'annuler, sur ses seules décisions, en une ou plusieurs fois, dans la limite de 10 % du capital calculé au jour de la décision d'annulation, déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des 24 derniers mois précédents, les actions que la Société détient ou pourra détenir par suite des rachats réalisés dans le cadre de l'article L. 225-209 du Code de commerce ainsi que de réduire le capital social à due concurrence conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur,

2) Fixe à vingt-quatre mois à compter de la présente Assemblée, la durée de validité de la présente autorisation,

3) Donne tous pouvoirs au Conseil d'administration pour réaliser les opérations nécessaires à de telles annulations et aux réductions corrélatives du capital social, modifier en conséquence les statuts de la Société et accomplir toutes les formalités requises. »

Conformément à l'article 241-2 du règlement général de l'AMF, le descriptif du programme de rachat d'actions est disponible sur le site internet de la Société à l'adresse suivante : www.ecagroup.com.

Décision de mise en œuvre du projet d'Offre

Lors de sa séance du 19 février 2020, le Conseil d'administration a informé ses membres que la Société étudiait la possibilité de procéder à une offre publique d'achat simplifiée par la Société de ses propres actions dans le cadre de l'autorisation de rachat consentie par

l'Assemblée générale des actionnaires. Compte tenu notamment de l'intention exprimée par le principal actionnaire de la Société de ne pas apporter ses titres à un tel projet d'offre, le Conseil d'administration a pressenti comme expert indépendant le cabinet Farthouat Finance représenté par Madame Marie-Ange Farthouat, dont la nomination a été effective le jour de la décision de non-opposition de l'AMF, afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre, en application des articles 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF. Il est précisé que le Collège de l'AMF du 3 mars 2020 ne s'est pas opposé à la désignation de Madame Marie-Ange Farthouat comme expert indépendant.

Le projet a été interrompu le 23 mars 2020 au regard de la situation sanitaire et a été relancé en juin 2020.

Lors de sa séance du 21 septembre 2020 et au vu notamment du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'administration a définitivement approuvé les termes de la présente Offre et émis l'avis motivé visé en Section 5 ci-après.

Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société

A la date du présent projet de note d'information, la Société n'a pas réalisé d'opération dans le cadre du programme de rachat d'actions, en dehors des achats et ventes réalisés dans le cadre de son contrat de liquidité, lequel a été suspendu en date du 22 septembre 2020.

2.1.2. Termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Banque Degroof Petercam France, agissant pour le compte de ECA, a déposé le 23 septembre 2020, l'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF. Banque Degroof Petercam France garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société.

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

Dans le cadre de cette Offre qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la Société s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de ECA, dans le cadre de son programme de rachat d'actions autorisé par son Assemblée générale mixte du 5 juin 2020, un nombre maximum de 875 000 actions au prix de 28 euros par action pendant une période minimum de 10 jours de négociation.

2.1.3. Nombre de titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur un nombre maximum de 875 000 actions, représentant 9,96% du capital social et 6,11 % des droits de vote théoriques de la Société à la date du présent projet de note d'information.

Il n'existe à la date du présent projet de note d'information, aucun autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.1.4. Modalités de l'Offre

L'Offre et le projet de note d'information ont été déposés auprès de l'AMF le 23 septembre 2020. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.ecagroup.com) et peut être obtenu sans frais auprès de ECA, Groupe Gorgé et de l'Etablissement Présentateur.

Un communiqué comportant les principaux éléments du projet de note d'information a été diffusé par la Société le 23 septembre 2020.

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information. La note d'information ayant reçu le visa de l'AMF et les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public auprès de la Société et de l'Etablissement Présentateur, au plus tard à la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site Internet de ECA (www.ecagroup.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org).

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

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

L'Offre sera ouverte pendant une durée minimum de 10 jours de négociation et sera centralisée par Euronext Paris. Un calendrier indicatif est présenté au paragraphe 2.1.9 ci-dessous.

2.1.5. Procédure de présentation des actions à l'Offre

Les actions apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. La Société se réserve le droit d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

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

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société (tenus par son mandataire Caceis Corporate Trust), devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour apporter leurs actions à l'Offre à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur. La Société attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des actions sous forme nominative pour la partie des actions qui ne seraient pas acceptées en application des règles de réduction mentionnées ci-dessous.

Aucune commission ne sera versée par la Société aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre.

2.1.6. Centralisation des ordres

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions de la Société pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

2.1.7. Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre

Si le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre est supérieur au nombre maximum de 875 000 actions que la Société s'engage à acquérir de manière irrévocable, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée prévues à l'article 233-5 du règlement général de l'AMF seront applicables et il sera procédé, pour chaque actionnaire répondant à l'Offre, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'Offre sous réserve des arrondis.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction proportionnelle seront restituées à leurs détenteurs sous réserve des arrondis.

2.1.8. Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de bourse après la clôture de l'Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement des capitaux.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport des actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

A la date de règlement-livraison, la Société créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre. A cette date, les actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à la Société. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires par l'intermédiaire desquels les actions ont été apportées à l'Offre à compter de la date de règlement-livraison.

2.1.9. Calendrier prévisionnel de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

Date	Evénement
23 septembre 2020	Dépôt de l'Offre et du projet de note d'information de la Société auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information sur le site internet de l'AMF et sur le site internet de la Société Publication d'un communiqué relatif au dépôt du projet de note d'information
13 octobre 2020	Décision par le Collège de l'AMF de la conformité de l'Offre emportant visa sur la note d'information
15 octobre 2020	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF et sur le site Internet de la Société (i) de la note d'information de la Société visée par l'AMF et (ii) du document intitulé « Autres

	Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société
16 octobre 2020	Ouverture de l'Offre (10 jours de négociation)
29 octobre 2020	Clôture de l'Offre
2 novembre 2020	Publication par l'AMF et Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre
6 novembre 2020	Règlement-livraison des actions apportées à l'Offre

2.1.10. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

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

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de France et aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel enregistrement ou d'un tel visa. Le présent Projet de Note d'Information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite.

Les porteurs d'Actions de la Société situés en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet, sans nécessiter de la part de la Société l'accomplissement de formalités supplémentaires. La participation à l'Offre et la distribution du présent Projet de Note d'Information peuvent, en effet, faire l'objet de restrictions particulières en application des lois et règlements qui y sont en vigueur hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent Projet de Note d'Information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière et/ou de valeurs mobilières dans l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles locales et restrictions qui lui sont applicables.

Etats-Unis

Concernant notamment les Etats-Unis d'Amérique, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique ou par l'utilisation de services postaux, ou de tout autre moyen de communications ou instrument (y compris par fax, téléphone ou courrier électronique) relatif au commerce entre Etats des Etats-Unis d'Amérique ou entre autres Etats, ou au moyen d'une bourse de valeurs ou d'un système de cotation des Etats-Unis d'Amérique ou à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis d'Amérique ou "US persons" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933, tel que modifié). Aucune acceptation de l'Offre ne peut provenir des Etats-Unis d'Amérique. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulte d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

L'objet du présent Projet de Note d'Information est limité à l'Offre et aucun exemplaire ou copie du présent Projet de Note d'Information et aucun autre document relatif à l'Offre ou au présent Projet de Note d'Information ne peut être adressé, communiqué, diffusé ou remis

directement ou indirectement aux Etats-Unis d'Amérique, autrement que dans les conditions permises par les lois et règlements en vigueur aux Etats-Unis d'Amérique.

Tout porteur d'Actions de la Société qui apportera ses Actions à l'Offre sera considéré comme déclarant (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis d'Amérique de copie du présent Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis d'Amérique, (ii) qu'il n'est pas une personne ayant sa résidence aux Etats-Unis d'Amérique ou une "US person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933, tel que modifié) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport à l'Offre depuis les Etats-Unis d'Amérique, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou a transmis son ordre d'apport, et (iv) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ces instructions en dehors des Etats-Unis d'Amérique.

Pour les besoins de la présente section, on entend par "Etats-Unis d'Amérique", les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, l'un quelconque de ces Etats ainsi que le district de Columbia.

2.2. Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, les descriptions suivantes résument les conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires qui participeront à l'Offre.

L'attention de ceux-ci est néanmoins attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient avoir des effets rétroactifs ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours, ainsi que par d'éventuelles modifications de leur interprétation par l'administration fiscale française.

Les informations fiscales ci-dessous ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires qui participeront à l'Offre. Ceux-ci sont invités à s'informer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent, en outre, se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence et, le cas échéant, aux dispositions de la convention fiscale signée entre la France et leur Etat de résidence.

De façon générale, en application de l'article 112-6° du Code général des impôts (« CGI ») le régime fiscal des plus-values de cession de valeurs mobilières est applicable aux actionnaires personnes physiques et personnes morales de la Société qui participent à l'Offre, qu'ils soient domiciliés en France ou hors de France.

2.2.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Régime de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physiques

En application des dispositions des articles 150-0 A et suivants et de l'article 200 A du Code Général des Impôts (« CGI »), depuis le 1er janvier 2018, les gains nets de cession des valeurs mobilières et droits assimilés réalisés par des personnes physiques sont en principe soumis au prélèvement forfaitaire unique (« PFU ou « flat tax ») de 30 %, soit à l'impôt sur les revenus au taux de 12,8%, et aux prélèvements sociaux aux taux de 17,2 % (vus ci-après). Les abattements proportionnels pour durée de détention sur les gains nets de cessions de valeurs mobilières et droits assimilés acquis avant le 1er janvier 2018 ne sont pas applicables.

Toutefois, en application des dispositions du 2 de l'article 200 A du CGI, les gains nets de cession des valeurs mobilières et droits assimilés réalisés par des personnes physiques peuvent, par dérogation à l'application du PFU, et sur option expresse et irrévocable du contribuable, être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application, s'agissant des actions acquises avant le 1er janvier 2018, d'un abattement pour une durée de détention de droit commun prévu à l'article 150-O D,1, 1 ter du CGI et sous réserve que les conditions de l'abattement renforcé prévu à l'article 150-0 D,1, 1 quater A du CGI ne soient pas remplies, égal à :

- (a) 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de la cession ;
- (b) 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de la cession.

Sauf exceptions, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions cédées. En tout état de cause, les plus-values de cession de titres acquis ou souscrits à compter du 1er janvier 2018 sont exclues du champ d'application des abattements. L'option est globale et porte sur l'ensemble des revenus, gains nets, profits et créances entrant dans le champ d'application du PFU. Elle est exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration de revenus et au plus tard avant la date limite de déclaration.

Les moins-values des cessions éventuellement subies lors de la cession des actions dans le cadre de la présente offre peuvent en principe être imputées sur des plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession, puis en cas de solde négatif, sur celle des dix années suivantes (aucune imputation possible sur le revenu global). Il est précisé que l'abattement pour durée de détention s'applique en principe au gain net ainsi obtenu.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables, ayant réalisé des moins-values au cours de l'année de cession de leurs actions dans le cadre de l'Offre, ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

L'apport des actions à l'Offre aura en principe pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des mêmes actions apportées à l'Offre. Dans certaines situations, une remise en cause de réductions d'impôt spécifique est également susceptible d'intervenir.

Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession d'actions sont également soumis (avant application de l'abattement pour durée de détention décrit ci-dessus en cas d'option pour le barème progressif s'agissant des actions acquises avant le 1er janvier 2018) aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2% répartis comme suit :

- La contribution sociale généralisée (« CSG »), au taux de 9,2% ;
- La contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS »), au taux de 0,5% ;
- Le prélèvement de solidarité, au taux de 7,5%.

Ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable soumis au PFU au taux actuel de 12,8 %. En revanche, pour les gains nets de cession d'actions soumis sur option au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG est déductible à hauteur de 6,8% du revenu global imposable l'année de son paiement.

Contributions exceptionnelles sur les hauts revenus

L'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicables lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable concerné excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

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

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal auquel il est fait mention ci-dessus est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, après application éventuelle des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession des actions réalisés par les contribuables concernés (avant application, le cas échéant, de l'abattement pour durée de détention en cas d'option pour le barème progressif de l'impôt sur le revenu).

Régime spécifique des actions nominatives détenues dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Le PEA permet notamment d'investir en actions en bénéficiant d'un régime fiscal de faveur à raison des dividendes et plus-values réalisés dans le cadre du plan.

Ainsi, pendant la durée du plan, les plus-values, dividendes et autres produits que procurent les placements effectués dans le cadre du PEA bénéficient d'une exonération d'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux à condition que les produits et plus-values soient réinvestis dans le PEA (condition d'absence de tout retrait du plan).

En cas de retrait dans le délai de cinq (5) ans de l'ouverture du plan (c'est-à-dire en cas de sortie anticipée), les gains nets sur le PEA sont soumis au PFU depuis le 1^{er} janvier 2019,

au taux d'imposition, hors prélèvements sociaux, de 12,8 %, sauf option globale pour le barème progressif de l'impôt sur les revenus. Ces gains entrent dans le champ de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus susvisée.

Lorsqu'ils sont réalisés plus de cinq (5) ans après la date d'ouverture du PEA, les retraits sont totalement exonérés d'impôt sur le revenu. Ils ne sont par ailleurs pas retenus pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus susvisée.

Les gains nets réalisés lors d'un retrait ou de la clôture d'un PEA sont en revanche soumis aux prélèvements sociaux susvisés, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux est susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été réalisé et la date d'ouverture du plan.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du présent projet de note d'information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values (en principe, imputables uniquement sur des plus-values réalisées dans le cadre du plan, sauf régimes particuliers, sous conditions), ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes qui détiennent leurs actions dans le cadre d'un PEA sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.2.2. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

Les actionnaires personnes morales visés sont les sociétés françaises soumises à l'impôt sur les sociétés en France et les personnes morales de droit étranger soumises à l'impôt sur les sociétés en France et dont les actions de la Société sont à l'actif du bilan d'un établissement stable en France.

Régime de droit commun

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, dont le taux va progressivement baisser jusqu'en 2022.

Pour les entreprises dont le chiffre d'affaires (CA) est inférieur à 7,63 M€ (et dont le capital social est entièrement libéré et détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions), le taux d'impôt sur les sociétés est fixé, pour les exercices ouverts en 2019, à 15 % pour la fraction des bénéfices inférieure à 38 120 €, à 28% pour la fraction des bénéfices comprise entre 38 120€ et 500 000€ et à 31% pour la fraction des bénéfices excédant 500 000 €. Pour les exercices ouverts en 2020, le taux d'impôt sur les sociétés est fixé à 15 % pour la fraction des bénéfices inférieure à 38 120 €, à 28% pour la fraction des bénéfices excédant 38 120€.

Pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est compris entre 7,63 M€ et 250 M€, le taux d'impôt sur les sociétés est fixé, pour les exercices ouverts en 2019, à 28 % pour la fraction des bénéfices inférieure ou égale à 500 000€ et à 31 % pour la fraction des bénéfices excédant 500 000 €. Pour les exercices ouverts en 2020, il sera de 28 % pour la totalité du bénéfice imposable.

Pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est au moins égal à 250 M€, le taux d'impôt sur les sociétés est fixé pour les exercices ouverts en 2019 et clos à compter du 6 mars 2019, à 28 % pour la fraction des bénéfices inférieure ou égale à 500 000 € et à 33,1/3% pour la fraction des bénéfices excédant 500 000 € ; Pour les exercices ouverts en 2020, il sera de 28 % pour la fraction des bénéfices inférieure ou égale à 500 000€ et de 31% pour la fraction des bénéfices excédant 500 000 €.

Ces plus-values sont également susceptibles d'être assujetties à la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement de 763.000 euros par période de douze mois. Les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 7,63 M€ sont exonérées de cette contribution sociale.

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

Il est en outre précisé que certains seuils mentionnés ci-dessus suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe fiscal et que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer le taux qui leur est applicable.

Régime spécial des plus-values à long terme (plus-values de cession des titres de participation)

Les commentaires ci-dessous concernent les personnes morales pour lesquelles les actions de la Société revêtent le caractère de titres de participation au sens de l'article 219 I-a quinquies du CGI.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a quinquies du CGI : (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition dans ce cas de représenter au moins 5% des droits de vote de la société émettrice, si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière.

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions répondant à la qualification de « titres de participation » et détenues depuis au moins deux ans au jour de la cession seront exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans les résultats imposables au taux de droit commun susvisé de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values ainsi réalisées.

Il est précisé que les modalités d'imputation des moins-values nettes à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables éventuellement concernés sont invités à se rapprocher de leur conseil habituel sur ce point, et pour s'assurer, le cas échéant, que les actions qu'elles détiennent constituent des « titres de participation » au sens de l'article 219 I-a quinquies du CGI.

2.2.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales et des règles particulières éventuellement applicables, le cas échéant, par exemple, aux actionnaires personnes physiques ayant acquis leurs actions dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat salarié, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions par des personnes physiques qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du

CGI, ou par des personnes morales qui ne sont pas résidentes fiscales de France (sans que la propriété de ces actions soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrites ces actions), sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant (personne physique ou personne morale ou organisme), avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants dans les bénéfices sociaux de la société, n'aient, à aucun moment au cours des cinq (5) années qui précèdent la cession, dépassé ensemble 25% (articles 244 bis B et C du CGI) et (ii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI et (iii) que la Société ne soit pas à prépondérance immobilière au sens de l'article 244 bis A du CGI.

Dans le second cas, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la société dont les actions sont cédées, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de ces actions sont imposées au taux forfaitaire de 75%, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables. La liste des Etats ou territoires non coopératifs (ETNC) est publiée par arrêté du ministre chargé de l'économie après avis du ministre des affaires étrangères et du budget mise à jour annuellement (comprenant des Etats issus de la liste française et de la liste noire européenne).

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

La cession des actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin au sursis de paiement qui s'applique, le cas échéant, aux personnes physiques soumises au dispositif d'« exit tax » prévu par les dispositions de l'article 167 bis du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.2.4. Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent

Les porteurs d'actions soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassant la simple gestion de portefeuille qui effectuent des opérations sur le marché de manière habituelle ou qui ont inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

2.2.5. Droits d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières

En principe et conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est dû en France à raison de la cession d'actions d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que cette cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1% assis sur le prix de cession.

En application de l'article 1712 du CGI, les droits d'enregistrement qui seraient dus dans l'hypothèse où la cession serait constatée par un acte seront à la charge du cessionnaire. Cependant, en vertu des articles 1705 et suivants du CGI, toutes les parties à l'acte seront solidairement tenues au paiement des droits vis-à-vis de l'administration fiscale.

2.3. Frais et financement de l'Offre

2.3.1. Frais liés à l'Offre

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre par la Société, y compris les honoraires et frais de ses conseils et des autorités de marché, est estimé à un montant maximum d'environ 350 000 euros (hors taxes).

2.3.2. Modalités de financement

Dans l'hypothèse où un nombre maximum de 875 000 actions, représentant, à la date du présent projet de note d'information, 9,96% du capital social de la Société, serait effectivement apporté à l'Offre, le coût d'acquisition des actions de la Société s'élèverait à 24 500 000 d'euros. Le coût maximum de l'Offre, incluant les frais visés au paragraphe 2.3.1 et en prenant pour hypothèse un taux de succès de 100% de l'Offre, est ainsi estimé à 24 850 000 euros.

L'Offre sera financée sur la trésorerie disponible du Groupe.

2.4. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de la Société

2.4.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société

Au 22 septembre 2020, le capital de la Société était divisé en 8 782 880 actions représentant 14 323 327 droits de vote théoriques.

A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote au 22 septembre 2020 était la suivante :

Actionnariat (Au 22 septembre 2020)	Nb Actions	% du capital	Nb droits de vote théoriques	% droit de vote théorique
Groupe Gorgé	5 727 079	65,21 %	11 141 391	77,78 %
Auto détention	1 965	0,02 %	1 965	0,01 %
Public	3 053 836	34,77 %	3 179 971	22,20 %
Total	8 782 880	100,00%	14 323 327	100,00%

Sur la base d'un capital composé de 8 782 880 actions représentant 14 323 327 droits de vote théoriques, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général.

Les tableaux ci-dessous présentent la répartition hypothétique du capital social de la Société (i) en tenant compte des intentions de non-apport de Groupe Gorgé et (ii) en prenant pour hypothèse que le taux d'apport à l'Offre des autres actionnaires de la Société

serait de 100% ou 50% étant précisé que les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par décision du Conseil d'administration conformément au programme de rachat et à l'autorisation qui lui a été conférée par la quatorzième résolution de l'Assemblée générale mixte des actionnaires du 5 juin 2020 ou à toute résolution qui viendrait s'y substituer ou s'y adjoindre.

Hypothèse d'un taux d'apport à l'Offre de 100%*

Actionnariat	Nb Actions	% du capital	Nb droit de vote théorique	% droits de vote théoriques
Groupe Gorgé	5 727 079	72,44%	11 141 391	82,86%
Auto détention	-	-	-	-
Public	2 178 836	27,56%	2 304 971	17,14%
Total	7 905 915	100,00%	13 446 362	100,00%

En prenant pour hypothèse que les actions rachetées dans le cadre de l'Offre ne portaient pas de droits de vote double.

Hypothèse d'un taux d'apport à l'Offre de 50%

Actionnariat	Nb Actions	% du capital	Nb droit de vote théorique	% droits de vote théoriques
Groupe Gorgé	5 727 079	68,64%	11 141 391	80,25%
Auto détention	-	-	-	-
Public	2 616 336	31,36%	2 742 471	19,75%
Total	8 343 415	100,00%	13 883 862	100,00%

En prenant pour hypothèse que les actions rachetées dans le cadre de l'Offre ne portaient pas de droits de vote double.

2.4.2. Incidence sur les comptes de la Société

Dans l'hypothèse d'un apport de 100 % à l'Offre, celle-ci aura pour incidence une diminution de la trésorerie nette d'un montant maximum de 24 500 000 euros, en contrepartie d'une diminution des capitaux propres consolidés, conformément à la comptabilisation des actions auto-détenues en normes IFRS.

2.4.3. Incidence sur la capitalisation boursière de la Société

Sur la base du cours de clôture de l'action ECA au 21 septembre 2020 de 22,40 euros, la capitalisation boursière s'élevait à 196,7 millions d'euros, le capital de ECA étant représenté par 8 782 880 actions.

A l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où la totalité des 875 000 actions seraient apportées à l'Offre puis annulées (comme présenté dans les tableaux ci-avant), le nombre d'actions composant le capital de ECA serait de 7 905 915 et la capitalisation boursière s'élèverait, sur la base du cours de clôture au 21 septembre 2020 de 22,40 euros par action ECA, à 177,1 millions d'euros, en supposant que le cours de bourse de la Société ne sera pas impacté par l'Offre à l'issue de sa clôture et de la réduction de capital consécutive.

3. ELÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre de 28 euros par action ECA (le « **Prix de l'Offre** ») ont été établis pour le compte de la Société par Degroof Petercam Finance à partir d'informations publiquement disponibles et d'informations écrites ou orales communiquées par la Société ou au nom de celle-ci. Bien que Degroof Petercam Finance estime ces informations exactes, précises et sincères, ces dernières n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante et Degroof Petercam Finance ne donne aucune assurance ou garantie, expresse ou implicite, ni ne saurait accepter aucune responsabilité quant à l'exhaustivité et l'exactitude des informations figurant dans le présent document.

L'appréciation du Prix de l'Offre a été menée à partir d'une approche multicritères reposant sur des méthodes et références d'évaluation usuelles et appropriées à l'opération envisagée.

3.1. Présentation d'ECA

3.1.1. Présentation des activités d'ECA

ECA, groupe français fondé en 1936, est spécialisé dans la robotique, les systèmes automatisés et la simulation et développe des solutions technologiques innovantes et complètes pour des missions complexes dans les environnements hostiles ou contraints.

ECA a été introduite au second marché de la Bourse de Paris en juillet 2004. Les actions ECA sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment B).

Au 31 décembre 2019, la Société comptait 640 collaborateurs.

ECA dispose d'une forte présence à l'international, avec 49% de son activité réalisée à l'étranger dont 17% en Europe. Le Groupe sépare ses activités dans deux principaux domaines :

- Le pôle robotique (66% de l'activité du Groupe en 2019) : expertises en conception de drones mobiles sous-marins, navals, terrestres et aériens et en développement de systèmes intégrés pour une gamme de solutions qui s'adresse aux marchés de la défense, du maritime, du nucléaire, du pétrole, du gaz et de l'industrie ;
- Le pôle aérospatial (34% de l'activité du Groupe en 2019) : offre de solutions destinées à l'aviation civile et militaire allant de la conception de lignes d'assemblage au vol (équipements embarqués et balises de détresse) jusqu'à la maintenance (outillages de diagnostic).

ECA a remporté en mars 2019 un appel d'offres avec lancé par les marines belge et néerlandaise sur la fourniture de 12 navires de chasse aux mines équipés au total d'une centaine de drones. Le contrat représente un montant d'environ 450 M€ pour un programme d'une durée totale de 10 ans.

3.1.2. Analyse du plan d'affaires 2020-2025 d'ECA

Le plan d'affaires « standalone » préparé par le Management d'ECA sur la période 2020-2025 a été réalisé en juin 2020 et prend en compte les impacts de la crise sanitaire due au COVID en 2020 mais aussi sur sa durée :

- Concernant le pôle robotique, le projet avec les marines belge et néerlandaise n'est pas perturbé par la crise sanitaire et le carnet de commandes au 30 juin 2020 reste élevé s'élevant à 509 M€ ;
- Le pôle Aérospatial est impacté par la crise sanitaire, le carnet de commandes au 30 juin 2020 s'établissant à 22 M€

3.1.3. Hypothèses générales des travaux d'évaluation

3.1.3.1. Principales sources

Les principales sources utilisées pour la réalisation des travaux d'évaluation ont été les suivantes :

- Documents de référence et rapports financiers de 2017 à 2019 ;
- Plan d'affaires 2020-2025 établi par le Management de la Société ;
- Sessions de questions / réponses avec les directions générale et financière du Groupe.

3.1.3.2. Nombre d'actions

Le nombre d'actions ECA utilisé dans le cadre de l'appréciation du Prix de l'Offre correspond aux 8 782 880 actions composant le capital de la Société au 22 septembre 2020.

Il n'existe pas, à la date du présent document, d'instruments financiers donnant accès au capital de la Société, le nombre d'actions retenu pour l'analyse étant donc celui précédemment cité.

3.1.3.2. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La dette financière nette d'ECA ressort à 9,6 M€ au 30 juin 2020 et se décompose comme suit :

- 34,2 M€ d'emprunts auprès des établissements de crédit et d'emprunts et dettes financières divers ;
- 24,6 M€ de disponibilités et de valeurs mobilières de placement.

Par définition, la différence entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres d'ECA est égale à la dette financière nette au 30 juin 2020, à laquelle sont :

- Ajoutées les provisions pour indemnités de fin de carrière, pour un montant cumulé de 5,3 M€ après impôt normatif au 30 juin 2020 ;
- Ajoutés la valeur des intérêts minoritaires estimée à 0,5 M€, calculée sur la base des capitaux propres comptables au 30 juin 2020 ;
- Retranchés la valeur de la participation minoritaire détenue dans Wandercraft et estimée à 1,5 M€ au 30 juin 2020.

Après prise en compte de la dette financière nette et de l'ensemble de ces retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres d'ECA s'effectue, dans l'ensemble des travaux d'évaluation, en déduisant un montant total de 13,9 M€ au 30 juin 2020 (ci-après désigné comme la dette nette retraitée).

3.2. Critères d'évaluation écartés et retenus

3.2.1. Critères d'évaluation écartés

3.2.1.1. Actualisation des dividendes

La méthode qui consiste à actualiser les dividendes futurs a été écartée car elle ne permet pas d'appréhender la totalité des flux de trésorerie générés par les activités d'ECA, à la différence de la méthode DCF qui a, quant à elle, été retenue.

3.2.1.2. Multiple de transactions comparables à ECA

La méthode des transactions comparables à ECA n'a pas été retenue en raison de l'absence de changement de contrôle.

3.2.1.3. Actifs nets comptable et réévalué

Bien que ce critère ne permette pas d'appréhender la rentabilité de l'exploitation de la Société, il convient de noter que l'actif net comptable (ANC) d'ECA ressort au 31 décembre 2019 à 9,32 € par action.

Le calcul de l'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'ANC des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan, et donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux propres) en tenant compte de l'ensemble des éléments non reflétés par le bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières, etc.), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas d'ECA.

3.2.2. Critères d'évaluation retenus

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'appréciation du Prix de l'Offre :

- Analyse du cours de bourse d'ECA ;
- Multiples des sociétés cotées comparables à ECA ;
- Actualisation des flux de trésorerie disponibles d'ECA ;
- Objectif de cours des analystes (à titre indicatif)

3.2.2.1. Analyse du cours de bourse d'ECA

Le cours de bourse d'ECA pris comme référence est celui du dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'Offre, soit le cours de clôture du 21 septembre 2020.

Au cours des 12 derniers mois de négociation, les volumes d'actions ECA échangés sur le marché Euronext Paris se sont élevés à 4 606 titres en moyenne par séance. Bien que limitée, la liquidité du titre ECA apparaît suffisante pour que soit retenu le critère du cours de bourse : le taux de rotation du flottant du titre ressort à 38% sur les 12 derniers mois de négociation.

Analyse de la liquidité du titre au 21/09/2020

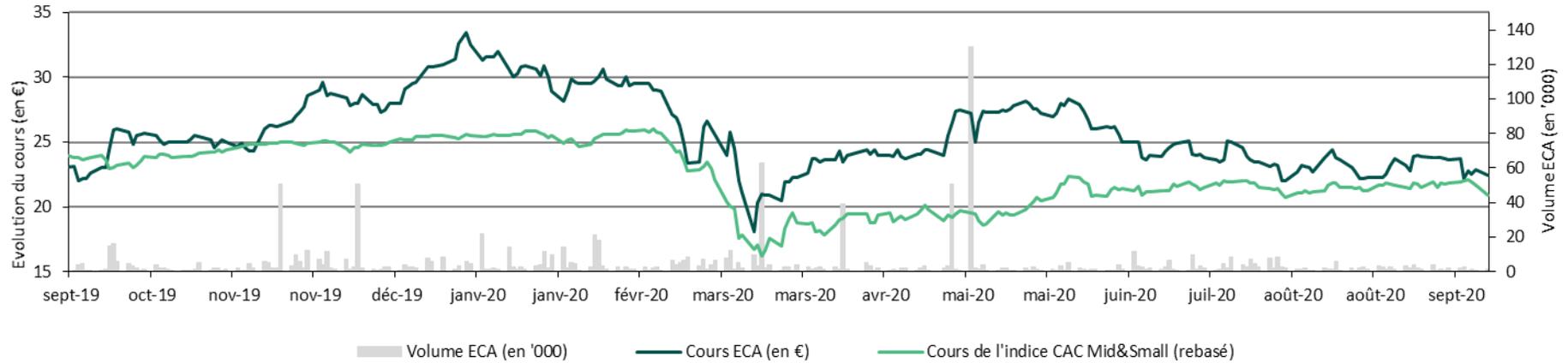
Au 21/09/2020	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
VWAP (en €) ⁽¹⁾	22,40	23,17	23,70	25,21	26,18
+ haut (en €)		24,00	25,10	28,30	33,50
+ bas (en €)		22,20	22,00	20,50	18,10
Volume moyen de titres (milliers/jour)		1,91	2,67	3,91	4,61
Volume cumulé de titres (milliers)		40,04	176,23	500,03	1 174,62
Rotation du flottant ⁽²⁾		1,31%	5,77%	16,37%	38,46%
Rotation du capital		0,46%	2,01%	5,69%	13,37%

(1) Moyenne pondérée par les volumes quotidiens des cours de clôture

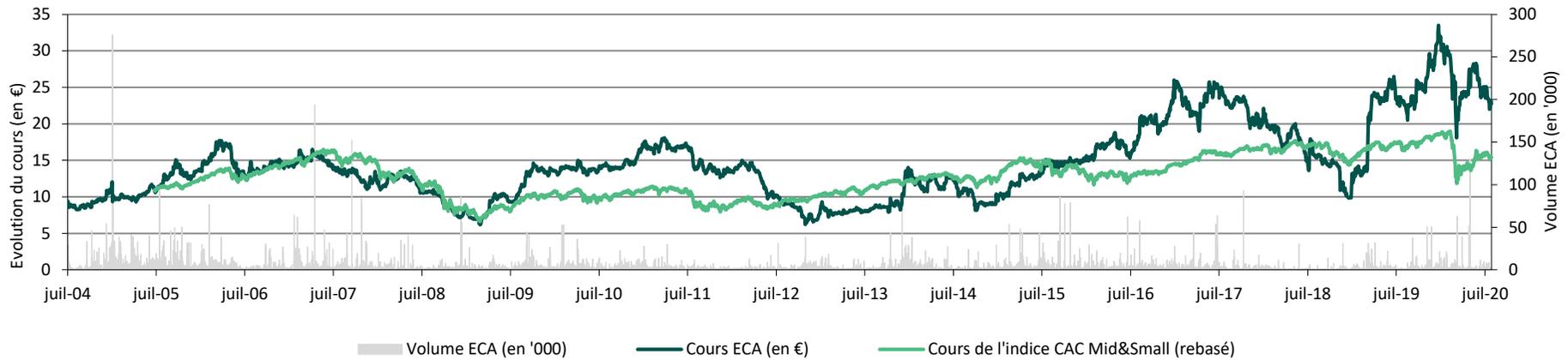
(2) Flottant considéré pour les besoins de l'exercice : 34,77% du capital

Le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 25% par rapport au cours de clôture de l'action du 21 septembre 2020 et des primes respectivement de 21% et 18% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période d'un mois et de trois mois avant cette date.

Evolution du cours de bourse d'ECA sur les 12 derniers mois :



Evolution du cours de bourse d'ECA depuis l'introduction en bourse :



3.2.2.2. Multiples de sociétés cotées comparables à ECA

Cette méthode consiste à évaluer ECA par analogie, à partir de multiples d'évaluation de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse au 21 septembre 2020, et d'autre part des agrégats comptables estimés par le consensus d'analystes financiers Capital IQ.

La pertinence de la méthode est notamment liée à la nécessité de disposer d'un échantillon de sociétés dont l'activité et les conditions d'exploitation sont similaires.

L'analyse a été effectuée par somme des parties avec 2 échantillons retenus pour chacun des pôles (les frais de holding ayant été alloués de façon proportionnelle à chacun des pôles) :

- Pôle Robotique :

- **Thalès** : Fondé en 1893, Thalès est une société française qui fournit diverses solutions à ses clients sur les marchés de l'aéronautique, de l'espace, de la défense, de la sécurité et du transport terrestre dans le monde entier. L'entreprise comprend 4 segments principaux : l'aérospatial, le transport, et la défense et sécurité. Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 17,0 Mds€, dont 51% en robotique ;
- **Elbit Systems** : Fondé en 1966, Elbit Systems est une société israélienne qui développe et fournit une gamme de systèmes et de produits aéroportés, terrestres et navals pour la défense, la sécurité intérieure et l'aviation commerciale. L'entreprise comprend 4 segments principaux : systèmes aéroportés, C4ISR, systèmes terrestres, systèmes électro-optiques, et un dernier segment incluant principalement des projets civils. Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 4,1 Mds€, dont 50% en robotique ;
- **Saab** : Fondé en 1937, Saab est une société suédoise qui fournit des produits, des services et des solutions pour les marchés de la sécurité militaire, de la défense et de la sécurité civile dans le monde entier. La société opère dans six secteurs : aérospatial, dynamique (missiles, torpilles et véhicules sous-marins), surveillance (radars et systèmes d'informations), support et services, ingénierie civile et Saab Kockums (sous-marins). Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 3,5 Mds€, dont 30% en robotique ;
- **Kongsberg** : Fondé en 1814, le groupe Kongsberg est une société norvégienne spécialisée dans les systèmes de surveillance et d'automatisation pour les environnements de haute mer, du numérique, de la défense, de la marine marchande, du pétrole et du gaz, de la pêche, de l'aérospatial et de l'espace. Kongsberg opère sur 2 segments principaux : maritime et aérospatial. Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 2,4 Mds€, dont 53% en robotique ;
- **Ultra Electronics** : Fondé en 1993, le groupe Ultra Electronics est une société britannique d'ingénierie électrique et électronique, qui fournit les marchés de la défense et de l'aérospatiale, de la sécurité, des transports et de l'énergie.

L'entreprise opère dans trois segments : Aérospatiale et infrastructure, Communications et sécurité, et Maritime et terrestre. Le segment Maritime et terrestre propose des systèmes sans pilote pour les domaines militaire, paramilitaire et civil. Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 934 M€, dont 48% en robotique ;

- **Kuka** : Fondé en 1898, le groupe KUKA est une société allemande qui fournit des solutions d'automatisation fondées sur la robotique. KUKA opère sur 3 segments : la robotique, les systèmes d'automation et enfin le swisslog (un ensemble de robots destinés à l'automatisation des plateformes de stockage et de tri). Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 2,9 Mds€, dont 75% en robotique.

- **Pôle Aérospatial :**

- **Ducommun** : Fondé en 1849, Ducommun est une société américaine qui fournit des produits et des services d'ingénierie et de fabrication principalement aux secteurs de l'aérospatiale, de la défense, de l'industrie, des ressources naturelles, de la médecine et d'autres industries aux États-Unis. La société opère principalement sur deux corps de métiers : les systèmes électroniques intégrés d'une part, et les structures et assemblages d'autre part. Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 552 M€, dont 46% en aéronautique ;
- **Astronics** : Fondé en 1968, Astronics est une société américaine qui conçoit et fabrique des systèmes intégrés variés pour les industries aérospatiale et de défense. L'entreprise comprend 2 segments principaux : l'aérospatiale et les systèmes de simulation. L'entreprise produit notamment des systèmes intégrés utilisés en cabine et cockpit Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 424 M€, dont 84% en aéronautique ;
- **Latecoere** : Fondé en 1917, Latécoère est une société française qui conçoit, développe et fabrique des aérostructures et des systèmes d'interconnexion destinés à l'aviation civile et militaire. Le chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 543 M€, dont 58% en aéronautique ;

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples VE¹/EBITDA et VE/EBIT ont été retenus. Ont en revanche été écartés :

- Le multiple VE/CA², qui ne prend pas en compte la différence entre la structure de coûts d'ECA et celle des comparables ;
- Le PER³ qui, en fonction des structures financières des comparables d'une part et d'ECA d'autre part, peut biaiser l'évaluation.

Les échantillons ci-dessus sont composés de sociétés dont les profils de croissance et de marge sont cohérents avec les 2 marchés d'ECA :

¹ Valeur d'entreprise

² Chiffre d'affaires

³ Price Earnings Ratio, soit le rapport entre la capitalisation boursière et le résultat net part du Groupe

- **Pôle Robotique :**

- Croissance médiane du chiffre d'affaires 2020-2021 de 5,3% pour les comparables ;
- Marge médiane de l'EBITDA 2021 de 12,4% pour les comparables ;
- Marge médiane de l'EBIT 2021 de 9,3% pour les comparables.

- **Pôle Aérospatial :**

- Croissance médiane du chiffre d'affaires 2020-2021 de 3,0% pour les comparables ;
- Marge médiane de l'EBITDA 2021 de 7,4% pour les comparables ;
- Marge médiane de l'EBIT 2021 de 4,4% pour les comparables.

Multiples des sociétés comparables à ECA

Entreprises	Pays	CA (M€)	Capi. (M€)	VE (M€)	Croiss.	Marges 2021e		VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT		VE / EBIT	
					CA	EBITDA	EBIT	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	
Acteurs Robotique																	
Thalès	France	18 401	13 935	16 966	+7,2%	13,5%	9,7%	1,00x	0,93x	0,89x	8,6x	6,9x	6,1x	12,8x	9,6x	8,2x	
Elbit Systems	Israel	3 822	4 747	5 519	+4,7%	11,4%	8,2%	1,39x	1,33x	1,27x	11,8x	11,7x	10,7x	16,2x	16,2x	14,7x	
Saab AB	Sweden	3 410	3 395	3 751	+6,2%	13,0%	9,3%	1,09x	1,02x	0,99x	8,0x	7,8x	6,9x	12,4x	11,0x	9,8x	
Kongsberg	Norway	2 247	2 176	1 359	+5,9%	11,8%	7,4%	0,56x	0,53x	0,50x	5,1x	4,5x	3,9x	9,1x	7,2x	5,9x	
Ultra Electronics	United Kingdom	912	1 775	1 999	+4,1%	18,4%	14,5%	2,09x	2,01x	1,92x	11,8x	10,9x	10,7x	14,7x	13,9x	13,0x	
KUKA	Germany	3 193	1 452	1 626	+0,4%	4,3%	neg.	0,56x	0,55x	0,53x	25,8x	12,9x	n.s.	n.a.	n.a.	n.a.	
Médiane					+5,3%	12,4%	9,3%	1,04x	0,98x	0,94x	10,2x	9,4x	6,9x	12,8x	11,0x	9,8x	
Acteurs Aérospatiale																	
Ducommun Inc.	United States	611	357	605	+3,0%	13,8%	8,0%	1,14x	1,10x	1,01x	8,4x	8,0x	7,3x	15,3x	13,9x	11,8x	
Astronics Corp.	United States	655	221	420	+2,2%	7,4%	0,9%	0,98x	0,96x	0,88x	16,5x	13,0x	8,1x	n.a.	n.a.	n.a.	
Latécoère	France	714	155	284	+12,4%	7,3%	neg.	0,52x	0,46x	0,45x	14,1x	6,4x	4,7x	n.a.	n.a.	n.a.	
Médiane					+3,0%	7,4%	4,4%	0,98x	0,96x	0,88x	14,1x	8,0x	7,3x	15,3x	13,9x	11,8x	

L'application des multiples médians VE/EBITDA et VE/EBIT 2021 et 2022 des comparables boursiers retenus respectivement aux EBITDA et EBIT 2021 et 2022 d'ECA, issus du plan d'affaires réalisé par le management de la Société, extériorise une valeur par action comprise entre 16,15€ et 24,02€, soit une prime induite par le Prix de l'Offre comprise entre 16,5% et 73,4%.

3.2.2.2. Actualisation des flux de trésorerie disponibles d'ECA

Cette méthode, dite intrinsèque, consiste à actualiser et sommer les flux de trésorerie disponibles susceptibles d'être générés à l'avenir par la Société.

Le plan d'affaires 2020-2025 utilisé repose sur les prévisions du Management d'ECA, tandis que le flux normatif a été établi par Degroof Petercam Finance. A l'instar de la méthodologie analogique par les multiples boursiers, la méthode intrinsèque a été effectuée par somme des parties en actualisant les flux respectifs des pôles Robotique, Aérospatial et des frais de holding.

Le taux de croissance à l'infini retenu est de 1,0% en valeur centrale, en ligne avec la croissance attendue en moyenne à long terme sur les zones géographiques concernées.

L'actualisation des flux de trésorerie disponibles des pôles d'ECA est effectuée au Coût Moyen Pondéré du Capital respectif de chaque pôle :

Pôle Robotique :

- Taux sans risque de 0,2% correspondant au 21 septembre 2020 à la moyenne sur 2 ans des obligations d'Etat à 10 ans (OAT) ;
- Le bêta retenu est de 0,90 et correspond au bêta moyen 2 ans de l'échantillon des comparables boursiers releveragé au levier cible ;
- Rendement attendu par le marché de 9,3%, soit une prime de risque de marché de 9,1% correspondant à la prime de risque pays de la France (source : Bloomberg) ;

Décomposition du CMPC	Valeurs
Taux sans risque	0,2%
Beta	0,90
Rendement attendu par le marché	9,3%
Prime de taille spécifique	2,3%
Coût des capitaux propres	10,6%
Coût de l'endettement	1,5%
Taux d'IS	31,0%
Coût de l'endettement (après impôt)	1,0%
Gearing cible (D/E)	25,0%
D / (D+E)	20,0%
CMPC (WACC)	8,7%

- Prime spécifique de 2,25% au regard de la taille de la Société (Duff & Phelps, Valuation Handbook, 2016).
- Gearing cible de 25%, en ligne avec l'endettement actuel de la société

Le coût moyen pondéré du capital d'ECA ressort ainsi à 8,7%.

Pôle Aérospatial :

- Taux sans risque de 0,2% correspondant au 21 septembre 2020 à la moyenne sur 2 ans des obligations d'Etat à 10 ans (OAT) ;
- Le bêta retenu est de 1,37 et correspond au bêta moyen 2 ans de l'échantillon des comparables boursiers releveragé au levier cible ;
- Rendement attendu par le marché de 9,3%, soit une prime de risque de marché de 9,1% correspondant à la prime de risque pays de la France (source : Bloomberg) ;
- Prime spécifique de 2,25% au regard de la taille de la Société (Duff & Phelps, Valuation Handbook, 2016).
- Gearing cible de 25%, en ligne avec l'endettement actuel de la société

Décomposition du CMPC	Valeurs
Taux sans risque	0,2%
Beta	1,37
Rendement attendu par le marché	9,3%
Prime de taille spécifique	2,3%
Coût des capitaux propres	15,0%
Coût de l'endettement	1,5%
Taux d'IS	31,0%
Coût de l'endettement (après impôt)	1,0%
Gearing cible (D/E)	25,0%
D / (D+E)	20,0%
CMPC (WACC)	12,2%

Le coût moyen pondéré du capital d'ECA ressort ainsi à 12,2%.

Après actualisation des flux de trésorerie disponibles du plan d'affaires 2020-2025 et du flux de trésorerie normatif croissant à l'infini de 1,0% par an⁴, la valeur d'entreprise centrale d'ECA ressort à 282,7 M€, soit une valeur des capitaux propres de 268,8 M€ ou 30,6 € par action.

La décote induite par le Prix de l'Offre par rapport à la valeur centrale obtenue par la méthode DCF s'établit par conséquent à 8,5%.

En introduisant une sensibilité de +/- 0,5% sur le Coût des Capitaux Propres ou sur le taux de croissance à l'infini retenu, la valeur par action ECA s'établit dans une fourchette de 28,5€ à 33,1€, soit respectivement des décotes de 1,6% et de 15,3% induites par le Prix de l'Offre.

3.2.2.3. Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

A titre de recoupement, une analyse des recommandations des analystes (Gilbert Dupont, Oddo et Portzamparc) a été effectuée. Le prix issu du consensus fait ressortir au 21 septembre 2020 un prix de 27,13€, soit une prime induite par le Prix de 3,2%.

⁴ Formule dite de « Gordon-Shapiro »

3.3. Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Table de synthèse	Valeur par action	Prime / (Décote) induite
	ECA	par le prix de l'Offre
<u>Approche boursière</u>		
Données de marché		
Cours au 21/09/2020	22,40	25,0%
Moyenne - 1 mois	23,17	20,9%
Moyenne - 3 mois	23,70	18,1%
Moyenne - 6 mois	25,21	11,1%
Moyenne - 12 mois	26,18	7,0%
<u>Approche analogique</u>		
Comparables boursiers		
EBITDA 2021e	21,12	32,6%
EBIT 2021e	16,15	73,4%
EBITDA 2022e	24,02	16,5%
EBIT 2022e	23,07	21,4%
<u>Approche intrinsèque</u>		
DCF		
Borne basse (CMPC : + 0,5%)	28,5	(1,6%)
Valeur centrale	30,6	(8,5%)
Borne haute (CMPC : - 0,5%)	33,1	(15,3%)
<u>Critères par action</u>		
Actif net comptable par action		
ANC au 31 décembre 2019	9,32	200,3%
ANC au 31 décembre 2018	8,86	216,1%
<u>Critères à titre de recoupement</u>		
Consensus des analystes	27,13	3,2%

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet Farthouat Finance représenté par Madame Marie-Ange Farthouat a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration lors de sa séance du 19 février 2020 (sous réserve de la décision de non-opposition de l'AMF), afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre, en application des articles 261-1 I 3° du règlement général de l'AMF. Il est précisé que le Collège de l'AMF du 3 mars 2020 ne s'est pas opposé à la désignation de Madame Marie-Ange Farthouat comme expert indépendant.

Le rapport de l'expert indépendant, établi le 21 septembre 2020, est reproduit in extenso ci-après.

FARTHOUAT FINANCE

ECA

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

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat (OPAS) initiée par ECA sur ses propres titres au prix de 28€ par action, Farthouat Finance a été nommé par le Conseil d'Administration d'ECA comme expert indépendant en charge d'émettre une opinion sur le caractère équitable du prix proposé. L'OPAS porte sur 875 000 actions ECA représentant 10% de son capital. Farthouat Finance intervient au titre de l'article 261-1 I 3^e du règlement général de l'Autorité des Marchés financiers (AMF), Groupe Gorgé, actionnaire majoritaire d'ECA, ayant annoncé l'intention de ne pas apporter d'actions ECA à l'OPAS.

I Présentation de l'opération

Groupe Gorgé est un groupe familial coté sur Euronext Paris qui est organisé autour de trois pôles, dont deux, ECA et Prodways Group, sont également cotés.

Dans le cadre de la simplification des structures de Groupe Gorgé, le Conseil d'Administration a décidé d'initier une OPAS (dans le cadre du programme de rachat) d'ECA sur ses propres actions à hauteur de 10% de son capital, suivie d'une fusion-absorption d'ECA par Groupe Gorgé.

La fusion et l'OPAS sont annoncées simultanément (indication du prix des OPAS et parité envisagée pour la fusion).

Si la fusion qui devrait suivre la présente opération permet une simplification des structures, une meilleure circulation des flux et des économies de structure, l'OPAS qui la précède offre aux actionnaires minoritaires d'ECA la possibilité d'obtenir une liquidité à hauteur de 29% de leur participation avec une prime sur les cours de bourse.

ECA, qui est détenue à plus de 64% par son actionnaire majoritaire, est très intégrée au sein de Groupe Gorgé dont l'organisation présente les caractéristiques suivantes :

- Le conseil d'administration d'ECA ne comprend pas d'administrateurs indépendants,
- Aucun comité spécialisé n'a été créé, les éléments visés (rémunérations, audit) étant examinés au niveau de Groupe Gorgé,
- Certaines fonctions administratives (directions financières et juridiques) sont en partie exercées par les membres de l'équipe dirigeante de Groupe Gorgé et refacturées à ECA via une convention.

En l'absence d'administrateurs indépendants au sein du Conseil d'Administration et donc dans l'impossibilité de constituer un comité ad hoc en charge du choix de l'expert et du suivi de ses travaux, notre nomination a été soumise à l'AMF qui n'a pas exercé de droit d'opposition.

II 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 7 expertises indépendantes :

Société visée	Initiateur	Date	Type d'Offre	Etablissement Présentateur/Evaluateur
Duc	Plukkon	mars-17	OPAS-RO	SwissLife Banque Privée
Cegid	Claudius France	juin-17	OPAS-RO	Natixis
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

Déclaration d'Indépendance

Avec ECA 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 Degroof Petercam Finance, établissement présentateur de la présente OPAS.

III Analyse Financière d'ECA

1. Présentation générale de l'activité

ECA, Etudes de Construction Aéronautique, est une société anonyme, au capital de 4 428 956,50 euros, constitué de 8 857 913 actions de 0,5 euro de nominal chacune, totalement libérées et dont 5 462 780 actions à droit de vote double.

Depuis 1992, ECA est une filiale de Groupe Gorgé, un groupe industriel présent dans les industries de haute technologie et dont les titres sont cotés sur Euronext Paris.

Les actions ECA sont admises aux négociations sur le second marché d'Euronext Paris depuis 2004.

Au 31 décembre 2019, son capital était détenu à hauteur de 62,2 % (76,44 % des droits de vote) par Groupe Gorgé, le solde étant entre les mains du public (dont les salariés à hauteur de

0,20%). Groupe Gorgé a augmenté sa participation au cours du 1^{er} semestre 2020 pour la porter à 64,65 % (77,8% des droits de vote), la part du Public étant de 34,29% du capital au 30 juin 2020. Après annulation de 75 033 actions ECA le 21 septembre 2020, le taux de détention de Groupe Gorgé sera de 65,21%.

1.1 *Présentation de l'activité*

Reconnu pour son expertise dans la robotique, les systèmes automatisés, la simulation et les processus industriels, ECA développe depuis 1936 des solutions technologiques innovantes et complètes pour les missions complexes dans des environnements hostiles ou contraints.

Le groupe élabore des solutions qui s'adressent à une clientèle internationale exigeante en termes de sécurité et d'efficacité, issue des secteurs de la défense, du maritime, de l'aéronautique, de la simulation, de l'industrie et de l'énergie. Il décline ses solutions dans deux pôles d'activité :

- **Robotique et simulation :**

Robotique

Le Groupe est un spécialiste des drones navals et l'un des leaders mondiaux dans ce domaine depuis 50 ans. Il maîtrise aussi bien les drones sous-marins, que les drones de surface ou les drones aériens.

Le groupe ECA répond aux nouveaux défis de la Robotique en étant aujourd'hui un des seuls acteurs au monde à disposer d'une offre en robotique mobile complète pouvant agir dans tous les environnements (sous l'eau, en surface, sur terre et dans les airs). Cet avantage concurrentiel lui permet d'adresser des besoins très spécifiques sur les différents marchés de la robotique mobile.

Le marché de la Défense et de la sécurité (forces spéciales de nombreux pays et forces navales, aériennes et terrestres de nombreuses armées) est le plus important du groupe. Il représente 49 % du chiffre d'affaires d'ECA en 2019. Le groupe s'adresse également au secteur maritime et à celui de l'énergie et de l'industrie.

Simulation

ECA est présent dans la simulation aérienne et terrestre. Le Groupe fournit des simulateurs développés pour l'entraînement au vol, à la conduite et à la maintenance. Les clients de ces solutions sont les compagnies aériennes et les centres de formation et écoles de conduite ainsi que les armées de différents pays.

Le Groupe s'adresse également au marché de la simulation de missions tactiques. Il offre des solutions permettant l'entraînement aux différentes situations que peuvent rencontrer la police, les pompiers, les armées, etc....

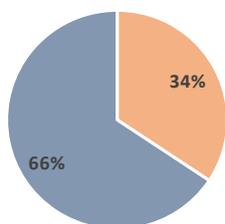
- **Aérospatial :**

Le groupe ECA est présent tout au long du cycle de vie de l'aéronef et conçoit aussi bien des postes d'assemblage, des outillages de production et de maintenance, des équipements électroniques embarqués (balises de détresse, équipements de connectivité et conversion d'énergie), et des équipements de tests pour les constructeurs aéronautiques que des équipements mécatroniques de réparation et de maintenance (GSE – Ground Support Equipment) pour les exploitants d'aéronefs.

Dans le domaine spatial : le pôle offre des stations sol et des systèmes ballons (nacelle plateforme et station sol associée) ainsi que des équipements électroniques à dominante Radiofréquence, Hyperfréquence et Traitement du signal.

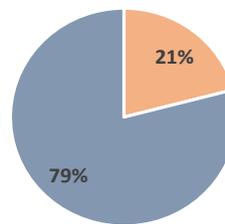
Le chiffre d'affaires à fin 2019 s'établit à 112 millions d'euros (en croissance de 10,2 % par rapport à 2018) dont 49 % a été réalisé à l'international. Le résultat opérationnel s'établit à 9,9 millions d'euros. Ces agrégats se ventilent comme suit :

Ventilation du CA 2019 par ligne de métier



■ Aérospatial ■ Robotique et simulation

Ventilation du Résultat Opérationnel 2019



■ Aérospatial ■ Robotique et simulation

L'effectif total s'élève au 30 juin 2020 à 660 collaborateurs.

1.2 Structure du marché

1.2.1 Les marchés de la Robotique et de la simulation

Robotique

Le marché mondial de la robotique mobile, principal marché d'ECA, est aujourd'hui en forte croissance pour plusieurs raisons :

- Le développement des conflits armés dans le monde a incité les États à se doter de nouveaux moyens permettant d'assurer la sécurité de leurs forces armées et de réduire leur exposition aux menaces et aux risques. Cet effet est renforcé avec d'un côté les « armées matures » qui cherchent à limiter leurs pertes humaines en s'appuyant sur des systèmes de drones et de robots et de l'autre les « nouvelles armées » qui cherchent à accéder immédiatement aux solutions les plus modernes ;
- L'accroissement d'actes et de menaces terroristes pousse les États à sécuriser au maximum leurs sites sensibles ;
- La raréfaction des ressources naturelles pousse les industriels à faire appel à des technologies avancées pour accéder à de nouvelles réserves dans des environnements de plus en plus extrêmes à un coût optimum.

Le groupe ECA fait face à des concurrents, différents selon le type d'applications, ayant pour point commun d'être pratiquement tous des groupes internationaux de taille significative :

- Sur les robots sous-marins, les groupes KONGSBERG et BLUEFIN Robotics pour les AUV (Autonomous Underwater Vehicles), les groupes ATLAS ELEKTRONIK et BAé SYSTEMS sur les robots de déminage sous-marins, le groupe SAAB Seaeye sur les ROV (Remotely Operated Vehicles) ;
- Sur les drones navals, le groupe ELBIT SYSTEMS et la société L3 pour les USV (Unmanned Surface Vehicles) ;
- Sur les robots terrestres, les groupes NEXTER, IROBOT et TELEROB ;
- Sur les drones aériens, les groupes AIRBUS, AIRROBOT, MICRODRONES, AERYON LABS, AEROVIRONNEMENT ou encore BERTIN Technologies.

Simulation

Le marché de la simulation est un marché de niche. La concurrence est exercée par des acteurs internationaux de très grande taille, d'une part, et des acteurs locaux *low-cost*, d'autre part :

- Les concurrents de grande taille évoluent notamment sur le marché spécifique de la simulation de conduite militaire et de la simulation tactique (BAE SYSTEMS, THALES Simulation, LOCKHEED MARTIN, SAAB et L3 ...)
- Sur le marché de la simulation de conduite civile, les concurrents sont essentiellement des concurrents nationaux, plus ou moins nombreux en fonction des pays (EDISER et DEVELTER en France, DORON et L3 aux États-Unis ...).

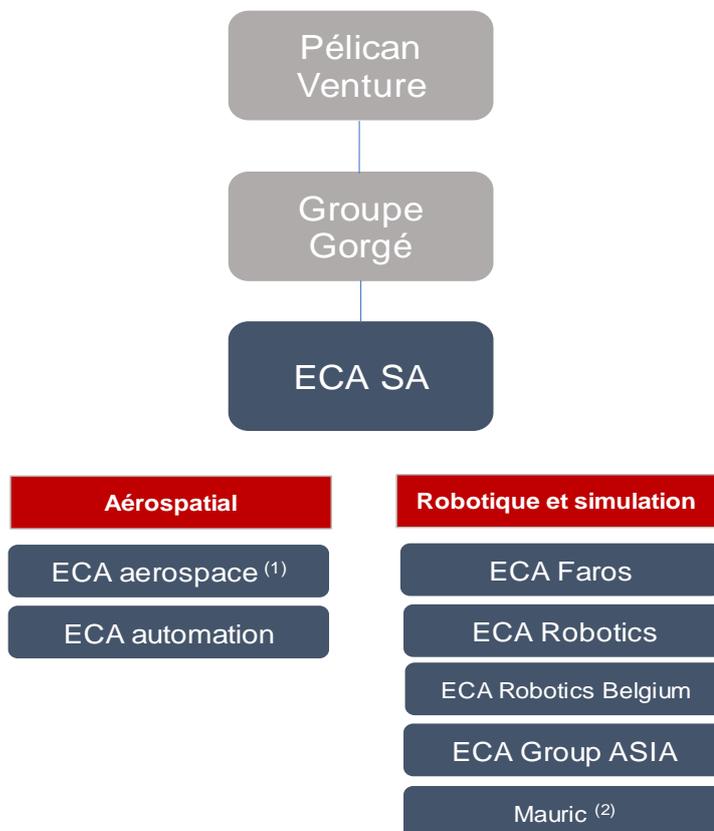
1.22 Pôle Aérospatial

Sur un marché en pleine mutation économique, ECA affronte une concurrence hétérogène avec à la fois des filiales de multinationales tels que GE Power Conversion sur ses solutions d'équipements de tests ; id3D sur la partie outillages de production et de maintenance ou encore SEROMA sur la totalité des métiers du groupe ECA sur ce pôle (équipements de tests, lignes d'assemblage, outillages de production).

Dans les domaines de l'électronique sécuritaire, la transmission radio et la mesure, le groupe ECA fait face à des acteurs comme le groupe français OROLIA spécialisé dans les applications GPS ou encore HONEYWELL spécialisé dans les appareils de mesure, contrôle et détection et la fourniture de boîtes noires.

1.3 Organigramme du groupe

Les principales filiales du groupe en activité au 31 décembre 2019 sont présentées ci-après :



⁽¹⁾ ECA Sinters et ELTA ont fusionné avec ECA Aerospace en date du 3 janvier 2019

⁽²⁾ Détenue à 60 %

2. Performances historiques

ECA publie ses états financiers conformément au référentiel IFRS adoptées par l'Union Européenne au 31 décembre 2019.

Il convient de préciser que le groupe a mis en œuvre la norme IFRS 15 – *Revenus des contrats avec les clients* en 2018 et la norme IFRS 16 – *Contrats de location* en 2019.

Les comptes consolidés au titre des derniers exercices clos ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes⁵.

⁵ RSM Paris et PricewaterhouseCoopers Audit

2.1 Compte de résultat

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

en K€	2017 ⁽²⁾	2018	2019 ⁽¹⁾
Chiffre d'affaires	113 490	102 063	112 486
Production immobilisée	5 049	4 955	3 580
Production stockée	-419	1 385	2 877
Autres produits de l'activité	5 101	4 243	4 496
Achats consommés	-62 743	-53 933	-62 154
Charge de personnel	-45 103	-42 593	-41 044
Impôts et taxes	-1 386	-1 334	-1 101
Autres produits et charges d'exploitation	239	-276	1 614
EBITDA	14 228	14 510	20 754
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,2%</i>	<i>18,5%</i>
Dot. Aux amort. et prov. nettes de reprises	-10 110	-7 448	-10 823
Résultat opérationnel courant	4 118	7 062	9 931
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,6%</i>	<i>6,9%</i>	<i>8,8%</i>
Eléments non courant	-5 331	88	-333
Résultat opérationnel	-1 213	7 150	9 598
Charges et produits financiers	-454	668	-80
Impôt sur le résultat	-1 359	-1 908	-1 255
Quote-part dans les résultats des entreprises associées	-1	0	0
Résultat net	-3 027	5 910	8 263
<i>Dont résultat attribuable aux actionnaires de la mère</i>	<i>-2 998</i>	<i>5 831</i>	<i>8 084</i>

⁽¹⁾ Après application de IFRS 16 - Contrats de Location

⁽²⁾ Retraité des effets de l'application de IFRS 15 - Revenus des contrats avec les clients

Après deux années de forte croissance, les années 2017 et 2018 sont marquées par un ralentissement des prises de commandes et des décalages en cascade. Les efforts du Groupe pour améliorer sa rentabilité et les restructurations menées (cession ou fermeture de deux filiales des pôles Robotique et Simulation déficitaires non stratégiques⁶) lui ont cependant permis d'améliorer sa rentabilité en 2018. L'année 2018 se termine en outre par un carnet de commandes record pour la Robotique.

Depuis 2019, les perspectives à moyen-terme du groupe ont été bouleversées par le gain d'un contrat majeur portant sur la fourniture d'équipements de déminage pour les marines belge et hollandaise.

En mars 2019, au terme d'un appel d'offres lancé à l'été 2018, la marine belge a attribué la fourniture de 12 navires de chasse aux mines équipés au total d'une centaine de drones au consortium BELGIUM NAVAL & ROBOTICS réunissant NAVAL GROUP et ECA ROBOTICS. Six navires sont destinés à la marine belge. Les six autres seront livrés à la marine néerlandaise. La part d'ECA dans ce contrat représente un montant d'environ 450 millions d'euros. Ce contrat est, de loin, le plus gros contrat jamais gagné par le groupe ECA, son montant étant supérieur à 4 années de chiffre d'affaires du Groupe, et s'étalera sur 8 ans (dont environ trois années pour le *design*).

Selon plusieurs analystes, le gain de ce contrat représente, au-delà de la dimension financière, un atout stratégique car il positionne le groupe favorablement pour les prochains appels

⁶ ECA Sindel et SSI

d'offres dans la guerre des mines. Plusieurs marines importantes dont la France, l'Angleterre, et l'Inde vont renouveler leur flotte dans les prochaines années.

L'exercice 2019 se caractérise par une croissance à deux chiffres des ventes et un carnet de commande sans précédent liée à l'obtention de ce plus gros contrat de son histoire. Cet exercice fait par ailleurs ressortir une nette amélioration de la profitabilité (résultat opérationnel /chiffre d'affaires) qui s'établit à 8,8 % à fin 2019 (vs 6,9 % en 2018).

Le compte de résultat consolidé appelle les précisions suivantes :

- Les autres produits de l'activité sont principalement constitués de subventions publiques, de Crédit d'impôt recherche (CIR) et de crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) ;
- L'augmentation des dotations aux amortissements est principalement liée à l'amortissement des droits d'utilisation pour un montant de 2 millions d'euros, consécutifs à la mise en œuvre, pour la première fois en 2019, de la norme IFRS 16 – *Contrats de location* (applicable au 1^{er} janvier 2019).
Conformément aux dispositions de cette norme, le groupe comptabilise un actif correspondant aux droits d'utilisation des actifs sous-jacents, d'une part, et des passifs de loyers au titre des obligations à payer les loyers pour les contrats de location, d'autre part. Le droit d'utilisation comptabilisé à l'actif est amorti sur la durée restante des contrats de location.
- La croissance de l'EBITDA telle qu'elle ressort du compte de résultat consolidé présenté ci-dessus est liée à une amélioration de la profitabilité, d'une part, et à l'application d'IFRS 16, d'autre part (les loyers n'étant plus comptabilisés en charges).

2.2 Evolution de la situation bilantielle

Le bilan fonctionnel consolidé simplifié de ECA sur les trois derniers exercices est présenté ci-dessous :

en K€	2 017	2018 ⁽²⁾	2019 ⁽¹⁾
Ecart d'acquisition	17 483	17 079	17 079
Aures immobilisations incorporelles	20 166	20 046	19 686
Coûts d'acquisition des contrats	2 193	1 435	1 493
Immobilisations corporelles	12 332	10 156	19 022
Autres actifs non courants	1 478	1 709	2 615
Impôts différés actif	1 204	1 908	2 636
Total actifs non courants	54 856	52 333	62 531
BFR	45 038	47 804	45 622
Provisions pour risques et charges	-12 560	-7 687	-8 730
Endettement financier net	-14 456	-13 673	-6 643
Dettes de loyers			-9 652
Autres passifs financiers	-1 031	-663	-782
Capitaux propres	71 847	78 114	82 346
Intérêts minoritaires	-157	-333	-452
Capitaux propres (part de groupe)	71 690	77 781	81 894

(1) Publié - Mise en œuvre de IFRS 16

(2) Publié - Mise en œuvre de IFRS 15

L'actif économique est principalement composé :

- Des écarts d'acquisition résultant essentiellement de la stratégie active d'acquisition menée en 2006 suite à l'introduction en bourse et de l'acquisition d'Infotron en 2014 (absorbée par ECA Robotics en 2015). La quasi-totalité (97 %) des écarts d'acquisition est affectable au pôle Robotique.
- Des immobilisations incorporelles correspondant essentiellement à l'activation des dépenses de développement de nouveaux projets. En effet, afin de maintenir et développer des avantages concurrentiels, le Groupe engage un niveau élevé d'investissements en matière de recherche et développement.
- La rubrique « coûts d'obtention des contrats » créée suite à l'application de IFRS 15 est classée en actifs non courants mais correspond à un élément de besoin en fonds de roulement.
- Les immobilisations corporelles sont principalement composées de terrains, constructions et matériels de production.

En 2019, ils incluent les « Droits d'utilisation » (rubrique créée suite à l'application d'IFRS 16) pour un montant de 9,4 millions d'euros. Le montant des « dettes de loyers » comptabilisées au passif s'élève à 9,6 millions d'euros.

- Les autres actifs non courants comprennent les prêts, dépôts et participations non consolidées (dont une participation de 4,02 % dans la société Wandercraft).
- Le besoin en fonds de roulement intègre un montant significatif de créances fiscales liée à la politique en matière de R&D menée par le Groupe (dont 12,7 millions d'euros de créances de crédit d'impôt recherche et 1,4 millions d'euros de créances de CICE qui n'ont pas pu être imputées sur de l'impôt à payer).

L'endettement financier net est principalement constitué de dettes financières courantes et non courantes contractées auprès d'établissements de crédit diminuées de la trésorerie.

Les provisions pour risques et charges comprennent les provisions pour retraites (5 276 K€), d'une part, et les provisions pour risques et charges (litiges, garanties et perte à terminaison), d'autre part.

2.3 Comptes au 30 juin 2020

Les comptes au 30 juin 2020 font ressortir une baisse significative de l'activité avec un recul de 24,5% de l'activité au niveau consolidé, dont 18,9% pour le pôle Robotique et 36,1% pour l'Aérospatial. Le semestre est marqué par l'impact de la crise Covid 19 qui a entraîné une forte contraction du marché de l'aéronautique et des perturbations importantes de production du fait du ralentissement des commandes et du report de nombreux projets d'investissements chez les clients du Groupe.

Les mesures opérationnelles qui ont été mises en œuvre comportent :

- l'adaptation de l'outil de production avec la mise en place de mesures sanitaires et le recours au chômage partiel,
- la réduction immédiate des dépenses liées aux déplacements, participation à des salons ou marketing,
- l'accroissement de la liquidité du Groupe via le tirage sur les lignes de crédit existantes, recours au PGE et report de charges sociales.

Comme indiqué lors de la publication du Chiffre d'affaires semestriels, le Groupe a également constaté sur le semestre des pertes de valeur d'actifs après une étude approfondie de son portefeuille d'actifs. La perte de valeur, qui atteint 1,6M€ mais n'a pas d'impact cash, porte essentiellement sur des projets de recherche et développement dont les perspectives sont

devenues plus aléatoires, notamment du fait de l'impact de la Crise Covid 19 sur le pôle aérospatial.

Au final, sur le 1^{er} semestre 2020, le groupe ECA génère un chiffre d'affaires de 43M€, un résultat d'exploitation très légèrement positif et une perte opérationnelle compte tenu des dépréciations d'actifs.

Le flux généré par l'activité atteint cependant un peu plus de 6M€ après réintégration des éléments non cash et impact positif de la variation de BFR dû à la baisse de l'activité.

Les capitaux propres s'élèvent à 76,9M€ en part du groupe après distribution d'un dividende de 0,40€ par action au titre de 2019, équivalent à celui versé au titre de 2018.

3 Matrice SWOT

Points forts

- Des positions de leader sur des marchés de niche avec de fortes barrières à l'entrée
- Une structure financière saine
- Visibilité accrue grâce au méga contrat dans la Robotique
- Un portefeuille de clients fourni (pas de dépendance à un seul client)
- Notoriété à l'international

Points faibles

- Signatures de contrats dans le nucléaire et la défense souvent liées au contexte réglementaire et politique
- Marge brute influencée par les variations de changes
- Encore un petit acteur sur le marché
- Peu présent en Asie

IV Evaluation d'ECA

1 Critères écartés et retenus

Les critères suivants ont été écartés :

-L'actif net comptable social ou consolidé qui ne reflète pas la valeur de la totalité des actifs et ne prend pas ou imparfaitement en compte les éléments prévisionnels. A titre informatif, l'actif net consolidé d'ECA s'élève à 9,3€ par action au 31/12/2019 et 8,8€ au 30/06/2020 après distribution du dividende au titre de l'exercice 2019 ;

-Les approches par le dividende qui sont tributaires de la politique discrétionnaire de l'actionnaire majoritaire ;

-La référence aux transactions comparables qui ne nous semble pas pertinente pour une OPAS portant sur un maximum de 10% des titres et qui est difficile d'application au niveau de chaque activité du fait de leurs spécificités et de leur taille. Au cas particulier d'ECA, la méthode des transactions comparables, basée sur des éléments historiques ne permettrait pas d'intégrer en tout ou partie l'impact des appels d'offres remportés récemment.

Les critères suivants ont été retenus à titre principal :

-La référence à la valeur boursière d'ECA, complétée par l'étude des objectifs de cours des analystes financiers qui suivent le titre ;

-La valeur ressortant de l'actualisation des cash-flows d'exploitation.

La valeur ressortant des comparaisons boursières a été retenue à titre secondaire car elle ne prend en compte que partiellement les perspectives de croissance et de rentabilité induites par les contrats pour les marines belges et néerlandaises.

2 Passage de la Valeur d'Entreprise à celle des Fonds Propres

L'ensemble des calculs-cours de bourse, comparables, taux sans risque et prime de risque-a été arrêté aux 14 septembre et 15 septembre 2020.

Nombre de titres

Le nombre d'actions retenu est de 8 781 173. Il correspond au nombre d'actions composant le capital de la société au 30 juin 2020, soit 8 857 913, duquel est déduit le nombre d'actions auto-détenues, soit 76 740. Aucun instrument dilutif n'a été émis.

Ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à celle des fonds propres

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 pour l'exercice clos au 30 juin 2020.

L'ajustement s'établit à un montant négatif de 13 832 K€ et comprend :

- Un endettement financier net de 9 647 K€ (hors impact de IFRS 16) correspondant aux dettes financières à long terme diminuées de la trésorerie ;
- Le montant de la provision pour indemnité de départ à la retraite après prise en compte de la fiscalité pour un montant de 3 957 K€ ;
- La valeur nette comptable des intérêts minoritaires pour un montant de 463K€ ;
- Les litiges provisionnés au 30 juin 2020 pour un montant de 1 261 K€ ;
- La juste valeur de la participation de 4,02 % dans la société Wandercraft pour un montant de 1 496K€.

3 Actualisation des Cash-Flows Disponibles

Analyse du plan d'affaires de la Société

Les travaux d'évaluation ont été menés sur la base des plans d'affaires communiqués par le management pour chacun des pôles d'activité (Robotique, Aerospace et Structure).

Les plans d'affaires transmis couvrent une période de six exercices incluant le budget 2020 et les prévisionnels pour les années 2021 à 2025. Ils ont été réalisés dans la perspective de la présente opération en suivant une approche *bottom-up* entre le dernier trimestre 2019 et le premier trimestre 2020. Le Budget 2020 a en revanche été établi dans le cadre du processus de planification budgétaire usuel et a fait l'objet d'une présentation au conseil d'administration en décembre 2019.

Fin mai, les plans d'affaires ont été révisés afin de prendre en compte les conséquences de la pandémie de Covid 19. Les deux pôles d'activité ont été affectés par la crise sanitaire dès la mi-mars 2020 mais de manière inégale. L'activité Aérospatial est en effet la plus pénalisée dans un contexte où compte tenu de l'effondrement du trafic aérien mondial, les grands clients donneurs d'ordre ont pris la décision d'interrompre ou de réduire fortement la production des avions commerciaux. Le Groupe a engagé un plan de mise en œuvre des synergies commerciales et technologiques entre ses pôles depuis 2018. Celui-ci va être accéléré compte tenu de l'évolution des marchés.

Le Pôle Robotique est plus résilient compte tenu notamment du projet chasse aux mines pour les marines belge et néerlandaise.

Les prévisions sont établies avant prise en compte d'IFRS 16. Autrement dit, les loyers sont pris en compte directement en charge.

La valeur d'entreprise du Groupe ECA a été déterminée en additionnant la valeur de chacun des pôles.

Pôle Robotique

Le plan d'affaires Robotique distingue les prévisions relatives à l'activité Robotique au Benelux (contrat des 12 navires de chasse aux mines pour les marines belge et néerlandaise), d'une part, et celles relatives aux autres activités (Robotique hors Benelux, Simulation, Mauric...), d'autre part.

Il repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires sur la période explicite (2020 – 2025) à deux chiffres essentiellement portée par le contrat conclu avec les marines néerlandaise et belge en 2019 ;
- Une marge sur coûts directs qui bénéficie également de ce contrat ;
- Une augmentation modérée des frais de structure permettant une diminution sensible de leur poids par rapport au chiffre d'affaires ;
- Des coûts de Recherche et Développement sur la durée du plan représentant en moyenne 6 % du chiffre d'affaires entre 2020 et 2024. Ce niveau est toutefois ramené à 2 % du chiffre d'affaires à l'horizon du plan ;
- Une sensible augmentation de l'EBITDA ;
- Des investissements immobiliers en 2020 et 2021 intégrant la construction d'une usine en Belgique ;
- Un Besoin en fonds de roulement annuel basé sur les deux années précédentes étant précisé que concernant le poste client, une analyse différenciée est effectuée (en isolant le contrat avec les marines néerlandaise et belge).

Compte tenu de l'impact structurant du contrat conclu en 2019, nous avons construit une période d'extrapolation de cinq années complémentaires afin de faire converger les agrégats vers un flux normatif. Elle repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Une croissance du chiffre d'affaires de 1,5 %. Il convient de rappeler que le chiffre d'affaires relatif au contrat conclu avec les marines belge et néerlandaise n'est que partiellement pris en compte sur la durée du plan d'affaires communiqué par le management. L'extrapolation permet ainsi d'appréhender le chiffre d'affaires résiduel sur l'horizon explicite ;
- Une marge sur coûts directs correspondant à la moyenne observée sur les quatre dernières années du plan ;
- Des frais de structure affectés d'une croissance de 1,5 % ;
- Un ratio de frais de recherche et développement rapporté au chiffre d'affaires maintenu à son niveau moyen planifié sur les quatre dernières années du plan ;
- Des hypothèses de subventions et de CIR en ligne avec le niveau planifié pour 2024 ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés de 25,8 % correspondant au taux légal en France à compter du 1^{er} janvier 2022 (y compris contribution additionnelle de 3,3 %) ;

Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- Un niveau de Besoin en Fonds de Roulement ramené progressivement à 30 % du chiffre d'affaires. Ce niveau, correspondant au ratio moyen observé sur la durée du plan, est jugé normatif par le management.

Flux normatif

Le flux normatif sur lequel est basé le calcul de la valeur terminale est fondé sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires à l'infini de 1,25 %.
- Un taux de profitabilité basé sur la dernière année de la période transitoire ;
- Des investissements en matière de Recherche et Développement et un niveau d'investissement hors Recherche et Développement en ligne avec le niveau moyen planifié sur les quatre dernières années du plan ;
- Un niveau de Besoin en fonds de roulement représentant 30 % du chiffre d'affaires ;
- Des dotations aux amortissements égales aux investissements ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égal à 25,8 % correspondant au taux légal anticipé (augmenté de la contribution additionnelle de 3,3 %) ;

Pôle Aérospatial

Le plan d'affaires porte sur la période 2020 – 2025 et repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne modérée du chiffre d'affaires sur la période explicite car impactée par la crise du Covid ;
- Une relative stabilité de la marge sur coûts directs ;
- Une augmentation de l'EBITDA soutenue par les restructurations et réductions de charges ;
- Un Besoin en fonds de roulement stable sur la période.

Flux normatif

Le flux normatif sur lequel est basé le calcul de la valeur terminale est fondé sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires à l'infini de 1,0 % ;
- Un taux de profitabilité basé sur la dernière année du plan ;
- Un niveau de Besoin en fonds de roulement stable ;
- Des dotations aux amortissements égales aux investissements ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égal à 25,8 % correspondant au taux légal anticipé (augmenté de la contribution additionnelle de 3,3 %) ;

Comme usuellement pour cette méthode, dans l'impossibilité de reproduire un cycle sectoriel qui se traduira par des variations significatives des principaux éléments constitutifs du cash-flow (Chiffre d'Affaires, Marges, BFR), le flux normatif intègre un lissage de ces éléments.

BP Structure

La société ECA SA est seule redevable de l'impôt sur les sociétés en tant que tête du groupe d'intégration fiscale formé par elle-même et par ses principales filiales. Par ailleurs, la société bénéficie d'un stock de CIR à fin 2019 imputable ou remboursable.

Aucune valeur terminale n'a été retenue dès lors que les déficits fiscaux et le crédit d'Impôts Recherche ont été consommés sur la durée du plan.

Actualisation des Cash-Flows d'Exploitation Disponibles (DCF)

Nous avons valorisé ECA à partir des prévisions de flux de trésorerie communiquées par pôle d'activité, Robotique, Aérospatial et Structure, prolongées et normées selon les éléments communiqués précédemment. Nous avons actualisé ces flux selon un taux différencié, basé notamment sur le beta médian (béta moyen pour le pôle Aérospatial compte tenu du nombre limité de comparables) calculé en données hebdomadaires sur 3 ans de sociétés comparables.

L'échantillon retenu pour la branche Robotique est constitué de Thalès, Elbit Systems Ltd, Saab AB, Kuka AG, Kongsberg Gruppen ASA et Ultra Electronics Holdings Plc.

L'échantillon retenu pour la branche Aérospatial est constitué de Latécoère SA, Astronics Corporation et Ducommun Inc.

Nous avons actualisé les flux issus du pôle structure composés principalement de crédit d'impôts aux taux d'actualisation des deux branches précédemment calculés pondérés par leur poids respectif dans l'EBITDA 2019 du groupe.

Paramètres d'évaluation

$$E(R_i) = R_f + (E(Rm) - R_f) \times \beta_i + S$$

Les principaux paramètres d'évaluation des flux de trésorerie par branche, arrêtés au 15 septembre 2020, sont les suivants :

-taux sans risque R_f de -0,11% correspondant à la moyenne de l'OAT 10 ans sur les 6 derniers mois ;

-prime de risque du marché action France ($E(Rm) - R_f$) de 8,62% (moyenne sur les 6 derniers mois - source Bloomberg) ;

- β désendetté de :

0,95 pour le pôle Aérospatial

0,74 pour le pôle Robotique

- β_i réendetté calculé selon la formule $\beta_L = \beta_u \times (1 + (1 - \text{taux IS}) \times \frac{D}{E})$:

1,11 pour le pôle Aérospatial (levier de 22% correspondant au ratio dettes/fonds propres sectoriel européen Aéronautique/Défense)

0,76 pour le pôle Robotique (gearing médian des sociétés comparables limités à 2,9%)

Les coûts du capital par pôle s'établissent à :

-8,65% pour le pôle Robotique après prise en compte d'une prime de taille S de 2,25% (Duff & Phelps) adaptée à la taille de l'actif

-12,81% pour le pôle Aérospatial incluant une prime de taille S de 3,39% (micro-cap Europe Duff & Phelps)

Les coûts moyens pondérés du capital ressortent ainsi à :

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

- 10,71% pour le pôle Aérospatial après prise en compte d'un levier de 22%, d'un coût de la dette k_d de 1,1% après impôts
- 8,65% pour le pôle Robotique avec absence de recours à de la dette ;
- 9,03% pour les flux issus du pôle Structure (moyenne pondérée des cmpr par le poids respectif de chaque pôle dans l'EBITDA 2019).

Les valeurs d'entreprise par pôle ainsi calculés ressortent à 23,6 M€ pour le pôle Aérospatial et 266,4M€ pour la Robotique. Les flux en provenance de la Structure représentent une valeur de 11,2 M€.

Sensibilité de l'actualisation des cash-flows d'exploitation au taux d'actualisation et de croissance à l'infini :

Valeur d'Entreprise du Pôle Aérospatial (M€) :

		Taux d'actualisation				
		11,21%	10,96%	10,71%	10,46%	10,21%
Taux de croissance	0,50%	21,4	22,0	22,7	23,4	24,1
	0,75%	21,8	22,5	23,1	23,9	24,6
	1,00%	22,3	22,9	23,6	24,4	25,2
	1,25%	22,7	23,4	24,1	24,9	25,7
	1,50%	23,2	23,9	24,7	25,5	26,4

Valeur d'Entreprise du Pôle Robotique (M€) :

		Taux d'actualisation				
		9,15%	8,90%	8,65%	8,40%	8,15%
Taux de croissance	0,75%	230,8	238,9	247,6	256,9	266,9
	1,00%	233,7	242,1	251,2	260,8	271,2
	1,25%	236,7	245,5	254,9	265,0	275,8
	1,50%	240,0	249,2	259,0	269,5	280,8
	1,75%	243,6	253,1	263,3	274,3	286,2

La valeur d'ECA est constituée de la somme des valeurs d'entreprises calculées par pôle auxquelles nous avons retranché comme souligné précédemment un montant de 13,83 M€ (passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Capitaux Propres).

en M€	Bas	Centrale	Haut
VE ECA Robotics	242,1	254,9	269,5
VE ECA Aerospace	22,5	23,6	24,9
VE ECA Structure	11,1	11,2	11,3
VE Groupe ECA	275,7	289,8	305,7
Ajustement EVEQ	-	13,8 -	13,8 -
VFP	261,9	276,0	291,9
nbre de titre	8,8	8,8	8,8
Valeur / action	29,8 €	31,4 €	33,2 €

La valeur de l'action ECA ressort entre 29,8 € et 33,2 € et à 31,4€ par action en valeur centrale selon l'actualisation des cash-flows d'exploitation.

4 Cours de Bourse et Objectifs des analystes financiers

Cours de Bourse

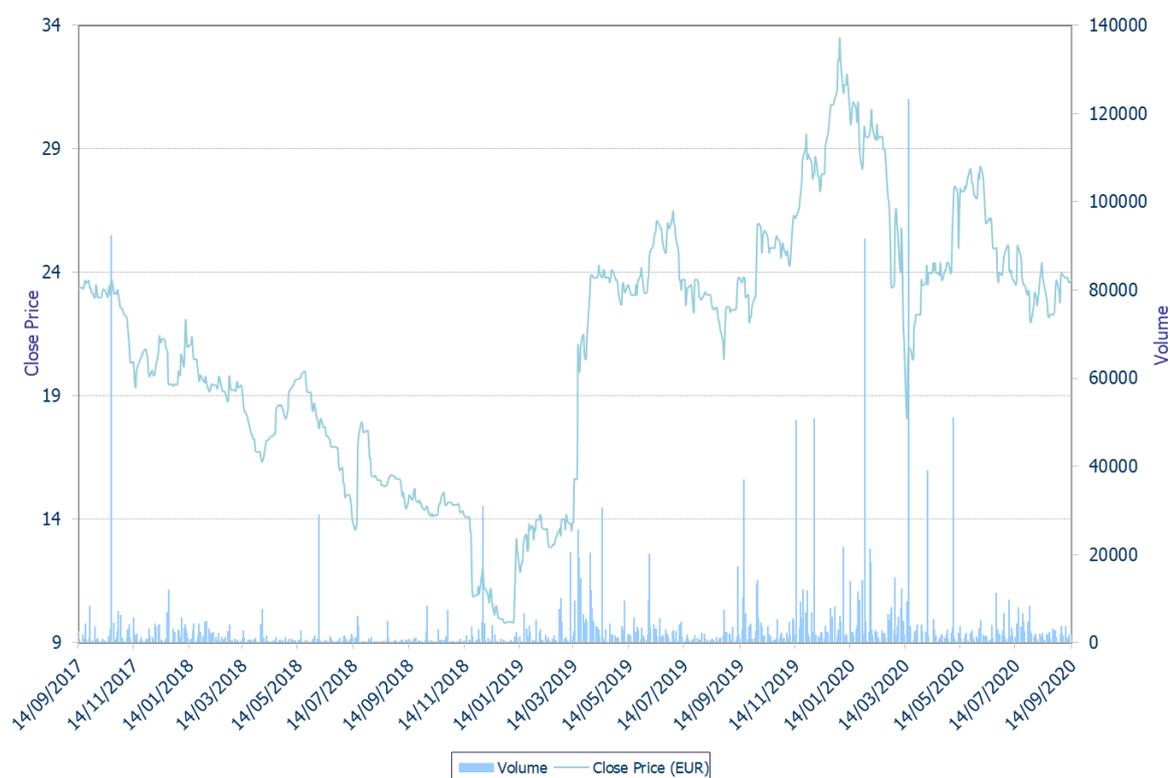
ECA est une small cap valorisée environ 200M€ sur Euronext Paris. Elle fait partie du compartiment B qui comprend les sociétés cotées ayant une capitalisation boursière comprise entre 150 millions d'euros et 1 milliard d'euros. Elle répond aux critères d'éligibilité PEA-PME.

L'action est régulièrement échangée dans des volumes limités à 2 000 titres/jour, soit des échanges journaliers d'environ 50k€.

La performance récente de l'action ECA est marquée par l'impact Covid 19 sur les marchés financiers, avec un recul de 27,3% depuis le début de l'année.

L'action ECA affiche aux cours actuels (23€/24€), malgré cet impact, une quasi-stabilité sur 1 an et 3 ans et une croissance de 66% sur 5 ans.

Historique du cours de bourse d'ECA sur 3 ans



L'historique de cours de bourse fait clairement ressortir :

- la baisse du cours passé de 24€ à 10€ entre 2017 et début 2019 du fait notamment d'un contexte de marché peu favorable et de publications de résultats en retrait,
- la prise en compte du changement de dimension du Groupe suite à la signature du contrat avec les marines belges et néerlandaises annoncée en mars 2019. Le cours d'ECA est alors passé de 14€ à 24€, soit une hausse de 70%,
- une stabilisation du cours autour de 24€ entre avril et novembre 2019,
- une nouvelle hausse fin 2019 avec un plus haut de 34€ atteint en janvier 2020 suivie d'une période de consolidation,
- l'impact Covid en mars 2020 avec la baisse du cours de bourse vers un plus bas de 18€ et une remontée rapide vers des niveaux proches de ceux constatés avant l'impact Covid 19,
- une consolidation suite à la publication du Chiffre d'affaires semestriel fin juillet 2020 et la mise à jour à la baisse des objectifs de cours de bourse des analystes financiers qui suivent le titre avec un cours de bourse qui s'est stabilisé autour de 23€-24€ depuis cette publication.

Analyse du cours de bourse

14/09/20	Spot	20D	60D	120D	250D
VWAP	23,70 €	23,15 €	23,68 €	24,68 €	26,17 €
+ haut		24,00 €	25,10 €	28,30 €	33,50 €
+ bas		22,20 €	22,00 €	22,00 €	18,10 €

Le prix de 28€ par action ECA offre des primes comprises entre 7% (moyenne 250 jours) et 21% (moyenne 20 jours) sur les cours de bourse arrêtés au 14 septembre 2020.

Objectifs des analystes financiers

Trois bureaux d'analyses financières rattachés à des sociétés de bourse suivent régulièrement le titre ECA. Il s'agit de Gilbert Dupont, Oddo et Portzamparc.

Les dernières mises à jour datent de fin juillet 2020 suite à la publication du Chiffre d'Affaires semestriel d'ECA au 30/06/2020. Le fort ralentissement de l'activité aérospatiale a conduit les analystes qui suivent le titre ECA à ajuster à la baisse leurs objectifs de cours de bourse tout en restant à l'achat sur le titre.

Société de Bourse	Date publication	Cours de Bourse	Objectif	Upside
Gilbert Dupont	28/07/2020	23,30 €	30,00 €	29%
ODDO BHF	28/07/2020	23,30 €	26,00 €	12%
Portzamparc	28/07/2020	23,30 €	25,40 €	9%
Moyenne		23,30 €	27,13 €	16%

Les objectifs de cours de bourse sont compris entre 25,4€ et 30€, avec une moyenne de 27,1€ par action ECA.

Le prix de 28€ par action ECA est supérieur à l'objectif de cours moyen publié par les Analystes qui suivent le titre.

5 Comparaisons Boursières (à titre secondaire)

Comme indiqué plus haut, ce critère est mis en œuvre à titre complémentaire car il ne peut intégrer la spécificité du contrat pour les marines néerlandaises et belges, même si les comparables retenus sont sur des modèles économiques proches.

Il convient également de dire que les récents changements de normes comptables, et plus spécifiquement l'introduction d'IFRS 16, induit des retraitements complémentaires qui rendent la mise en œuvre de cette méthode plus fastidieuse et est susceptible d'affecter la pertinence du résultat obtenu.

Deux échantillons distincts ont été arrêtés pour la partie Robotique d'une part et la partie Aérospatiale d'autre part.

Robotique

L'échantillon des sociétés comparables est composé de Thales (France, CACA 40), Elbit Systems Ltd (Israël, TA 125), Saab AB (Suède, OMXS30), Kongsberg Gruppen ASA (Norvège, OBX), Ultra Electronics Holdings plc (Grande Bretagne, Cboe UK 100).

En l'absence de données prévisionnelles pour Kuka AG (Allemagne, DAX 30) dans notre base de données, cette société n'a pas été intégrée à l'échantillon.

Nous nous sommes également interrogés sur l'inclusion de la société AeroVironment (USA, NASDAQ 100) que nous avons écartée après analyse de ce groupe très spécialisé sur la conception de drones aériens sophistiqués pour l'armée américaine.

-Thales (thalesgroup.com) : Groupe français spécialisé dans les secteurs : aéronautique, espace, transport, défense et sécurité, identité et sécurité numérique, il est présent dans 80 pays et emploie 80 000 salariés. Lors de la publication de ses résultats semestriels, Thales s'est fixé pour nouveaux objectifs 2020, notamment un EBIT entre 1300 et 1400 millions d'euros et un chiffre d'affaires entre 16,5 et 17,2 milliards.

-Elbit Systems (elbitsystems.com) est une [entreprise israélienne](#) de la défense, fondée en [1967](#) et basée à [Haïfa](#). C'est un groupe de haute technologie cotée sur la bourse d'Israël et au Nasdaq. Elle réalise plus de 4Mds€ de Chiffre d'Affaires et génère une marge d'Ebitda proche de 10%.

-Saab AB (saabgroup.com) est un groupe suédois présent dans les secteurs défense, sécurité et aéronautique. Depuis la séparation de l'activité automobile en 1995, Saab AB est focalisée sur la conception et la fabrication de produits de haute technologie pour le secteur de la Défense. Le chiffre d'affaires du Groupe atteint environ 3,4Mds€. L'action cote aujourd'hui un peu moins de 300 SEK pour un plus bas à 160 SEK et un plus haut à 360 SEK.

-Kongsberg Gruppen est une entreprise norvégienne spécialisée dans la défense, avec des activités navales, aéronautiques et électroniques, qui a repris en juillet 2018, les activités maritimes regroupant 3 600 employés de Rolls-Royce. Les trois principales divisions du

Groupe sont le maritime, la défense et aérospatial et le digital pour les secteurs maritimes et pétroliers.

-Ultra Electronics Holding est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes et de sous-systèmes électroniques et électromécaniques destinés à des applications de défense, de sécurité et aérospatiales. Le CA par famille de produits se répartit entre les systèmes tactiques et sonars (41,5%), les systèmes d'information et d'alimentation (32,9%) et les systèmes aériens et véhicules (25,6%).

Les 5 sociétés composant l'échantillon sont d'une taille plus importante, en particulier Thales dont la capitalisation boursière atteint presque 15Mds€.

	Capitalisation Boursière	Passage VE	Valeur d'Entreprise	VE/Ebitda 2020	VE/Ebitda 2021
Thales SA	14 391	4 753	19 144	9,7	7,9
Elbit Systems Ltd	4 915	1 018	5 933	12,8	12,6
Saab AB	3 470	553	4 024	8,8	8,7
Kongsberg Gruppen ASA	2 230	(714)	1 516	5,8	5,3
Ultra Electronics Holdings plc	1 792	239	2 031	12,4	11,7
Moyenne				9,9	9,3

Aérospatial

L'échantillon des sociétés comparables est composé de Latécoère, Figeac Aero, Astronics Corporation et Ducommun Incorporated.

Ce sont des sociétés qui interviennent majoritairement comme équipementiers de grands groupes aéronautiques et qui sont touchées par la crise actuelle, mais qui évoluent dans un environnement réglementaire différencié, les sociétés françaises ayant recours au chômage partiel mais ayant annoncé des plans de réduction d'effectifs alors que les sociétés anglo-saxonnes ont réduit leurs effectifs dès le second semestre 2020.

Latécoère un équipementier aéronautique spécialiste des Aérostructures et des Systèmes d'Interconnexion. Fournisseur de premier rang des grands constructeurs aéronautiques, Latécoère emploie aujourd'hui près de 5 000 personnes à travers le monde. Le Groupe Latécoère est notamment numéro 1 mondial pour les meubles avioniques. Il a connu un changement d'actionariat en 2019, suivi d'une OPA du fonds d'investissement Searchlight Capital Partners.

Figeac Aero réalise plus des 2/3 de son activité en France, le reste à l'international (Amérique du Nord, Maghreb). Le Groupe produit principalement des pièces pour le secteur aéronautique, trains d'atterrissage, cloisons, glissières de sécurité... Figeac Aero a annoncé un PSE visant son usine du Lot et a d'ores et déjà supprimé 600 emplois dans ses filiales à l'étranger. La direction de l'entreprise n'exclut pas un rapprochement avec un autre acteur du secteur compte tenu des difficultés rencontrées.

Astronics Corporation est une société américaine d'électronique aérospatiale fondée en 1968. Ses actions sont négociées sur le NASDAQ. C'est un équipementier aéronautique de renommée mondiale dans le domaine des systèmes d'actionnement, d'éclairage et de divertissement à bord dédiés à la cabine. L'activité d'équipementier pour l'aéronautique représente environ 2/3 de son chiffre d'affaires. Le Groupe prévoit une baisse significative de son chiffre d'affaires en 2020 du fait de l'impact de la crise Covid 19, mais devrait générer une marge d'Ebitda significativement positive grâce aux réductions de coûts réalisées dès le 2^e trimestre 2020.

Ducommun Incorporated opère principalement en Amérique du Nord et s'adresse aux industries de l'Aérospatial et de la Défense. Les produits du Groupe sont constitués de systèmes électroniques (circuits imprimés, interconnexions) et de systèmes structuraux (composants, ailettes, panneaux).

	Capitalisation Boursière	Passage VE	Valeur d'Entreprise	VE/Ebitda 2020	VE/Ebitda 2021
Ducommun Inc.	355,0	245,7	600,62	8,4	8,0
Astronics Corp.	190,4	124,5	314,89	11,9	10,0
Latecoere SA	178,2	113,7	291,94	11,4	5,4
Figeac Aero SA	114,2	273,4	387,58	13,6	8,7
Moyenne				11,3	8,0

Les écarts entre les sociétés composant l'échantillon sont significatifs et l'on peut distinguer les deux groupes anglosaxons, plus diversifiés des deux groupes français qui subissent plus fortement l'impact de la crise du Covid 19. Il convient également de souligner que, s'agissant de Latécoère, le retournement attendu depuis plusieurs exercices, le changement de contrôle suivi du récent changement de direction et le faible suivi par les analystes affectent de façon significative la visibilité sur les perspectives du Groupe.

La valeur d'ECA par application des multiples boursiers comparables est la suivante :

En M€	2020	2021
VE Robotics	127,4	171,2
VE aéro	1,6	26,4
VE totale	129,0	197,6
Passage VE	-13,8	-13,8
Valeur Fonds Propres ECA	115,2	183,7
Nombre d'actions	8,8	8,8
Valeur/action ECA	13,1	20,9

La valeur d'ECA ressort à 13,1€ pour 2020, horizon non significatif compte tenu de l'impact de la Crise Covid 19 notamment sur le pôle aérospatial.

La valeur s'établit à 20,9€ par action ECA selon la méthode des comparaisons boursières.

Le prix de 28€ par action ECA offre une prime de 34% sur la valeur par comparaisons boursières qui n'est retenue qu'à titre secondaire.

V Ecart avec les éléments d'appréciation de l'OPAS présentés par DEGROOF PETERCAM

Nous avons retenu comme Degroof Petercam une approche de valorisation par partie qui est la plus adaptée au cas présent, ECA étant présent dans deux secteurs, la Robotique et l'Aérospatial qui ont des caractéristiques et des perspectives de croissance bien différenciées. Nous n'avons pas de divergence sur les critères écartés et les critères retenus. Les écarts avec les travaux de l'Évaluateur concernent donc la mise en œuvre des critères d'évaluation.

Critères	Farthouat Finance	Degroof Petercam	Origine des écarts
Cours de Bourse	En €	En €	
Moyenne 20 jours	23,2	23,3	Date arrêté
Objectifs des analystes financiers	27,1	27,1	Pas d'écart
Actualisation des cash flows			taux actualisation (-0,5€)
Valeur centrale	31,4	30,6	taux de croissance à l'infini (-0,4€)
Comparables boursiers	20,9	16,2/24	Ajout multiple Ebit et horizon 2022

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

Nous ne constatons pas d'écart significatif sur le calcul de passage au 30 juin 2020 de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Cours de Bourse

Nous n'avons pas de divergence avec Degroof Petercam, les écarts minimes constatés dans les moyennes de cours et de volumes provenant de la date d'arrêté et de la source utilisée et n'ayant pas d'incidence sur le prix d'Offre.

Actualisation des Cash-Flows d'exploitation disponibles

Les principaux écarts portent sur :

-la normalisation des flux au-delà de l'horizon du Business Plan de la société pour le pôle Robotique :

Nous avons estimé les niveaux de BFR sur une période intermédiaire (2026-2029) à partir des flux réels en provenance du contrat BNL communiqués par la société, les autres postes du BFR évoluant en ligne avec la croissance du Chiffre d'affaires. Nous avons normalisé le BFR à 30% de l'activité dans notre flux terminal normatif.

L'Évaluateur a progressivement augmenté le niveau du BFR extériorisé en fin de plan d'affaires de 13% en 2025 à 30% dès l'exercice 2028.

Le taux de croissance à l'infini diffère entre nos travaux et ceux de l'Évaluateur qui retient un taux de 1% contre 1,25%. Il est identique pour le pôle branche Aérospatial.

- un niveau d'investissement au-delà du plan d'affaires supérieur à celui de l'Évaluateur avec pour contrepartie un taux de marge d'exploitation plus élevé, les écarts sur les flux de trésorerie étant in fine limités ;

-le calcul du taux d'actualisation :

Le taux d'actualisation de la branche Aérospatiale s'établit à 10,7% selon nos calculs contre 12,2% pour l'Évaluateur, l'écart provenant d'un horizon de calcul des betas des sociétés comparables et de sources de données différentes.

Nous n'avons pas tenu compte d'un ratio d'endettement cible sur la branche robotique, compte tenu du faible levier des sociétés de notre échantillon (levier dettes financières nettes/capitalisation boursière médian de 2,9%), alors que l'Évaluateur applique un levier cible de 25%. L'écart au niveau du coût moyen pondéré du capital est en fait faible puisque notre taux ressort à 8,6% contre 8,7% pour l'Évaluateur.

- la prise en compte des cash-flows de l'exercice en cours.

Nous avons retranché des flux de trésorerie du business plan de l'année 2020 communiqué, les montants réalisés au premier semestre 2020 alors que l'Évaluateur a pris en compte l'intégralité des flux du business plan de 2020 et appliqué un pas d'actualisation plus élevé que le nôtre.

Comparables boursiers

Pour la composition des échantillons, nous n'avons pas retenu Kuka dans l'échantillon Robotique du fait du défaut d'informations sur ses résultats prévisionnels. Pour la partie Aerospace, nous avons maintenu Figeac dans notre échantillon alors que l'Évaluateur l'a exclu.

Pour les multiples, Degroof Petercam retient les multiples d'Ebitda et d'Ebit pour 2021 et 2022 alors que nous avons privilégié le seul multiple d'Ebitda, les multiples d'Ebit ne conduisant pas à un résultat très cohérent.

Nous n'avons pas retenu l'horizon 2022 compte tenu de la faible visibilité des résultats d'une partie des sociétés composant l'échantillon.

Les autres écarts sont dus :

-aux dates d'arrêtés des travaux, qui sont au cas particulier très proches

-aux bases de données utilisées et donc au consensus de prévisions pour chacune des sociétés,

-aux retraitements effectués qui peuvent légèrement diverger s'agissant notamment des éléments pris en compte, pour chacune des sociétés composant l'échantillon, pour le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres.

Au final, les calculs retenus par l'Évaluateur aboutissent à des valeurs par action ECA comprises entre 16€ et 24€, l'application du seul multiple d'Ebitda 2020 conduisant à une valeur de 21€ par action ECA équivalente à celle que nous retenons.

VI Impact de l'opération sur ECA et opération de fusion annoncée

Impact de l'OPAS pour ECA

Impact sur la structure financière

Le rachat d'actions réalisé via la présente OPAS, pour un montant maximum de 24,5M€, est financé par la trésorerie disponible du Groupe.

ECA conserve une structure financière très équilibrée à l'issue de l'OPAS avec une dette nette d'environ 34M€ pour des capitaux propres de 77M€.

Impact sur l'actionnariat

Selon les estimations réalisées par la société, le taux de détention de Groupe Gorgé, actionnaire majoritaire d'ECA passerait de 65,21 % à 72,44% du capital si le taux d'apport est de 100% et en faisant l'hypothèse que les actions apportées à l'OPAS n'ont pas de droit de vote double.

PROJET DE FUSION AVEC GROUPE GORGE

Les informations qui nous ont été transmises font état d'un projet de fusion-absorption d'ECA par Groupe GORGE sur la base d'une parité indicative de 1,8 actions Groupe Gorgé pour 1 action ECA. Il ne nous appartenait pas de nous prononcer sur la parité de fusion qui n'a pas encore été définitivement arrêtée et qui fera l'objet du rapport des Commissaires à la fusion nommés pour l'opération de fusion.

Nous avons néanmoins eu accès aux premières informations sur la parité envisagée afin notamment de nous assurer de la cohérence des approches suivies pour ECA, étant souligné qu'il s'agit de deux opérations de nature différentes n'impliquant donc pas une stricte équivalence de la méthodologie.

En effet la présente évaluation est réalisée dans le but d'arrêter des valeurs absolues d'ECA permettant de fixer un prix alors que les travaux pour le projet de fusion reposent sur des valeurs relatives permettant d'arrêter une parité.

La parité envisagée est notamment basée pour ECA sur l'analyse multicritères développée par l'Evaluateur et dont les résultats ont conduit à arrêter le prix de 28€ par action ECA. Elle est donc cohérente de ce point de vue avec les travaux réalisés dans le cadre de la présente opération.

VII Conclusion sur le caractère équitable du prix de 28€ par action ECA offert dans le cadre de l'OPAS

Récapitulatif de l'analyse multicritères	Valeur	Primes/(Décotes)
Cours de Bourse (arrêtés au 14/09/2020)		
Dernier	23,7	18%
Moyenne 20 jours	23,2	21%
Moyenne 60 jours	23,7	18%
Moyenne 120 jours	24,7	13%
Moyenne 250 jours	26,2	7%
Objectifs des analystes financiers	27,1	3%
Actualisation des Cash-Flows Disponibles		
Bas fourchette	29,8	-6%
Valeur centrale	31,4	-11%
Haut fourchette	33,2	-16%
Comparables boursiers (à titre secondaire)		
Ebitda 2021	20,9	34%

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée porte sur 875.000 actions ECA représentant 10% de son capital.

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée permet aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent de céder une partie de leurs titres préalablement à la fusion-absorption de ECA par Groupe Gorgé qui devrait être mise en œuvre dans les mois qui viennent.

Le prix de 28€ par action ECA offre une liquidité pour les actionnaires minoritaires sur 29% de leur participation avec une prime d'environ 20% sur les cours de bourse.

Le prix de 28€ par action ECA est inférieur de 6% à 16% à la valeur ressortant du DCF selon nos calculs.

Le prix de 28€ par action est supérieur à la valeur selon les multiples de comparables boursiers, méthode qui n'est retenue qu'à titre secondaire.

Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Le prix de 28€ par action ECA a été arrêté à un prix d'équilibre entre la valeur de marché (cours de bourse) et la valeur intrinsèque (actualisation des cash flows) pour une opération qui porte sur un pourcentage limité du capital et dont le prix ne sert pas de référence pour un retrait obligatoire.

Le prix de 28€ par action ECA est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de la présente Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Le 20 septembre 2020


Marie-Ange Farthouat, Associée gérante

ANNEXES

Programme de travail

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

- Revue de presse et recherches documentaires,
- Analyse du marché et du contexte concurrentiel dans lequel évolue la société,
- Etude de l'opération et de son cadre juridique,
- Analyse détaillée des transactions intervenues sur les titres ECA,
- Etude 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 ECA opère (à défaut de notes d'analystes suivant la société elle-même),
- Analyse du budget et revue du plan d'affaires existant avec le management de la société permettant d'apprécier les principales hypothèses retenues,
- 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 ECA (si pertinent actualisation des cash-flows disponibles, comparables boursiers, transactions sectorielles, analyse du cours de bourse).

C. Rapport d'expertise

- Rédaction de la lettre d'affirmation devant être approuvée par le management de ECA,
- 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.

Calendrier de la mission

Le calendrier de la mission s'est déroulé entre février 2020 et septembre 2020, soit une durée longue liée à la crise du Covid 19 (réflexion des actionnaires sur l'opération, mise à jour du Business Plan).

Les principales étapes ont été :

- Février 2020 : premiers contacts, prise de connaissance des principaux éléments de l'opération envisagée, proposition de mission soumise au Conseil d'Administration d'ECA, réception des principaux documents ;
- Mars 2020 : non opposition de l'AMF (3 mars 2020), conférence téléphonique avec l'Evaluateur (3 mars 2020), réception de la lettre de mission signée (5 mars 2020), réunion avec le management (5 mars 2020), mise en œuvre des travaux d'évaluation, questions-réponses sur le BP (mail) ;
- Avril et Mai 2020 : interruption des travaux ;
- Juin 2020 : reprise des travaux, réception des documents mis à jour, y compris la nouvelle version du BP accompagné d'une note explicitant les principales modifications apportées (10 juin 2020) ;
- Juillet 2020 : questions-réponses sur le Business Plan modifié, analyse des publications récentes de la société (CA semestriels) et des bureaux d'analyse qui suivent le titre ;
- Août 2020 : mise à jour des travaux d'évaluation ;
- Semaine du 7 septembre 2020 : rédaction du projet de rapport et de la lettre d'affirmation ;
- Semaine du 14 septembre 2020 : conférence téléphonique avec les représentants de la société sur le projet de comptes d'ECA au 30/06/2020, analyse du rapport de l'Evaluateur, contrôle qualité, finalisation des travaux d'expertise ;
- Semaine du 21 septembre 2020 : finalisation du rapport d'expertise, présentation des travaux au Conseil d'Administration, dépôt auprès de l'AMF.

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Pour ECA et Groupe Gorgé

Loïc Le Berre : Directeur Général Adjoint Finances de Groupe Gorgé SA, Censeur d'ECA

Céline Leroy : Directrice juridique de Groupe Gorgé SA, Censeur d'ECA

Hélène de Cointet, Directrice générale déléguée de Groupe Gorgé, Administratrice d'ECA

Pour Degroof Petercam Finance : Franck Cedahha, Philippe Personne, Ivan Huet, Franck Fournier, Antoine Cicchi.

Documentation

Les principaux documents analysés sont les suivants :

- Statuts d'ECA ;
- Comptes sociaux et consolidés des trois derniers exercices arrêtés au 31/12/2019,
- Document d'enregistrement universel 2019,
- Business Plan ECA mis à jour,
- Note décrivant les principales hypothèses retenues,
- Fichier détaillant les éléments de dette nette, provisions et intérêts minoritaires au 31/12/2019,
- Projet de comptes au 30/06/2020,
- Notes des analystes suivant le titre ECA,
- Rapport d'évaluation de Degroof Petercam,
- Projet de Note d'information relative à l'OPAS d'ECA

Nous avons complété ces documents avec les éléments disponibles via la base de données Infront Analytics ainsi que sur les sites des sociétés cotées du secteur.

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), Note de travail sur l'évaluation des BSAAR (SFEV, avril 2010, www.sfev.org), Primes et Décotes (SFEV 2008, mise à jour).

Joëlle Lasry –Analyste Sénior

Joëlle Lasry a une expérience de plus de 20 ans dans les domaines de l'évaluation financière (titres et actifs spécifiques) et de l'évaluation de préjudice.

Avant de créer sa propre structure, elle a notamment collaboré au développement du cabinet Ricol Lasteyrie pendant près de 10 ans et comme associé de 2010 à 2017 et a participé à de nombreuses opérations financières :

-Conseil financier dans le cadre d'opérations stratégiques (sociétés cotées et non cotées) : Accompagnement, évaluation et ingénierie financière notamment

-Expertise indépendante requise par le règlement général de l'AMF dans le cadre d'opérations publiques ou à l'attention des organes de gouvernance

-Evaluation financière de titres et d'actifs spécifiques dans des contextes transactionnels, comptables (affectation du prix d'acquisition - IFRS 3, tests de valeurs des actifs - IAS 36), fiscaux ...

-Assistance à partie dans le cadre de contentieux, expertise judiciaire et médiation

-Commissariat aux apports, à la fusion, à la scission et aux avantages particuliers

Joëlle Lasry est expert-comptable inscrite au tableau de Paris et Commissaire aux comptes.

Elle a un Diplôme d'Expertise-Comptable (2002) et une Maîtrise de Sciences de Gestion (1996) – Option gestion financière – Paris I – Panthéon Sorbonne.

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 Farhouat 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 Détruyat 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.

Relation avec les actionnaires minoritaires d'ECA

Nous n'avons connaissance d'aucune contestation de la part des actionnaires minoritaires d'ECA, étant souligné que la présente opération a été rendue publique postérieurement à l'émission de notre rapport.

Rémunération

La rémunération pour la présente mission s'élève à 50k€ HT.

Le nombre d'heures passées sur cette mission, initialement évalué à 200 heures pour l'ensemble de l'équipe, s'est élevé à 300 heures.

Lettre de mission (pages suivantes)



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

Paris, le 5 mars 2020

Madame,

Notre conseil d'administration en date du 19 février 2020 vous a pressenti pour être expert indépendant dans un projet d'OPAS dans lequel notre actionnaire de contrôle, la société Groupe Gorgé, n'a pas l'intention d'apporter ses actions.

Dans la mesure où notre société n'a pas été en mesure de constituer le comité ad hoc mentionné au III de l'article 261-1, nous avons soumis votre nomination à l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») conformément à l'article 261-1-1 de son Règlement général.

Nous avons le plaisir de vous confirmer que celle-ci n'a pas exercé son droit d'opposition. Par conséquent, votre nomination est devenue effective.

Par la présente lettre de mission, nous vous confirmons les termes et modalités de votre mission, le fondement réglementaire de celle-ci, ainsi que les situations de conflit d'intérêt et d'opérations connexes identifiées.

1. Fondement réglementaire de la mission

Notre société envisage de lancer une offre publique d'achat simplifiée (« OPAS ») sur ses propres actions dans le cadre de son programme de rachat d'actions approuvé par l'Assemblée Générale en date du 6 juin 2019 (11ème résolution). Cette OPAS porterait sur un maximum de 10% du capital.

Groupe Gorgé, qui détient 62,2% du capital et 76,5% des droits de vote de notre société, n'a pas l'intention d'apporter sa participation à l'OPAS. Par conséquent, *votre nomination en tant qu'expert indépendant dans l'OPAS envisagée intervient au titre des dispositions de l'article 261-1 I 3° du Règlement général de l'AMF.*

Nous vous précisons que l'OPAS serait suivie d'une absorption de ECA par Groupe Gorgé.

Votre mission consistera à établir un rapport sur les conditions financières de l'OPAS dont le contenu est précisé par l'article 3 de l'instruction de l'AMF DOC-2006-08 modifiée le 10 février 2020. Ce rapport devra contenir notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. Sa conclusion sera présentée sous la forme d'une attestation d'équité.

ECA SA

Siège social/Head office: 262 rue des frères Lumière, Z.I. Toulon Est, 83130 La Garde, France
Adresse postale/Postal address: 262 rue des frères Lumière, Z.I. Toulon Est, BP 242, 83078 Toulon Cedex 9, France
Tél/Phone: +33 4 94 08 90 00 • Fax: +33 4 94 08 90 70 • ecagroup@ecagroup.com • www.ecagroup.com

S.A. au capital de 4 428 956,50 euros • RCS TOULON 562 011 528 (SIRET 000711) • APE 7010 Z • TVA Intracommunautaire : FR 93 562 011 528

UNE SOCIÉTÉ DU GROUPE GORGÉ
A GROUPE GORGÉ COMPANY



2. Situations de conflit d'intérêt identifiées et opérations connexes

A ce jour, aucune situation de conflit d'intérêt n'a été identifiée ou n'est anticipée. De plus, il n'existe pas, à notre connaissance, d'opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'OPAS.

3. Termes et modalités de la mission

Conformément à la réglementation en vigueur, vos travaux consisteront principalement en :

- l'analyse de l'activité et des performances financières passées et futures de ECA tenant compte de spécificités du secteur et des zones géographiques dans lesquels le groupe opère,
- l'évaluation des actions de ECA selon une analyse multicritères,
- l'analyse de l'évaluation et des éléments d'appréciation préparés par la banque conseil en charge de l'évaluation,
- la rédaction du rapport d'expertise comportant une conclusion sur le caractère équitable du prix proposé pour les actions ECA dans la perspective de l'OPAS.

Votre mission n'intègre pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertises immobilières, techniques et environnementales.

A partir des informations publiques ainsi que des documents, états financiers et prévisionnels que nous vous transmettrons, votre programme de travail détaillé pourrait être le suivant :

A. Travaux préliminaires et prise de connaissance des principales caractéristiques de ECA 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 ECA,
- 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 ECA opère (à défaut de notes d'analystes suivant la société elle-même),
- analyse du budget et revue du plan d'affaires existant avec le management de la société permettant d'apprécier les principales hypothèses retenues,
- 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 ECA (si cela est pertinent actualisation des cash-flows disponibles, comparables boursiers, transactions sectorielles, analyse du cours de bourse).

Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF



C. Rapport d'expertise

- rédaction de la lettre d'affirmation devant être approuvée par le management de ECA,
- 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.

4. Rémunération

Le montant de votre rémunération forfaitaire est de 50 000€ HT.

Nous vous prions d'agréer, Madame, l'expression de notre considération distinguée.

Raphaël Gorgé
Président du Conseil d'administration

5. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le Conseil d'administration de ECA s'est réuni le 21 septembre 2020, sous la présidence de M. Raphaël Gorgé, Président du Conseil d'administration, à l'effet d'examiner l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Étaient présents la totalité des six membres du Conseil d'Administration ainsi que les deux censeurs.

Au cours de cette séance du 21 septembre 2020, le Conseil d'administration de la Société a pris connaissance (i) de l'ensemble des termes de l'opération envisagée, telle que présentée dans le projet de note d'information établi par la Société qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les motifs et intentions de la Société et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Degroof Petercam Finance et (ii) du rapport établi par le cabinet Farthouat Finance représenté par Marie-Ange Farthouat agissant en qualité d'expert indépendant, en application de l'article 261-1 I 3° du Règlement général de l'AMF concluant au caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil d'administration a aussi constaté que :

- Groupe Gorgé ayant d'ores et déjà fait part de son intention de ne pas apporter ses titres à l'Offre représentant 65,21 % du capital et 77,78 % des droits de vote théoriques de la Société ; l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate, même si partielle, pour l'ensemble des autres actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre, au prix de 28 euros par action ; étant précisé que ce prix offre une prime de 25 % par rapport au cours de clôture du 21 septembre 2020 et une prime de 20,9% sur le cours moyen sur une période d'un mois avant l'annonce de l'Offre ;
- L'Offre s'inscrit dans un projet plus global de fusion entre Groupe Gorgé et ECA et permet d'offrir de la liquidité partielle aux actionnaires d'ECA s'ils le souhaitent au regard de leur stratégie patrimoniale propre ;
- L'Offre n'aura aucun impact sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ; et
- L'Offre n'aura aucune conséquence sur l'orientation en matière d'emploi ni sur la politique de distribution de dividendes.

Ces éléments ayant été compris et constatés, le Conseil a considéré que l'Offre était réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et qu'elle constituait une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate, même si partielle, avec une prime attractive par rapport au cours de bourse, le Conseil estimant que le prix proposé est équitable.

En conséquence, le Conseil a approuvé le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté dans les termes du projet de note d'information, et a décidé en conséquence d'émettre un avis favorable sur l'Offre, et de recommander aux actionnaires concernés de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Conseil d'administration a pris acte du fait que Monsieur Guénaël Guillaume (administrateur et propriétaire de 30.489 actions ECA par l'intermédiaire de sa société SAS Guénaël) et Madame Catherine Gorgé (administratrice et propriétaire de 18.747 actions ECA) avaient déclaré chacun avoir l'intention d'apporter leurs actions ECA à l'Offre et que les autres administrateurs et censeurs n'avaient pas l'intention d'apporter leurs actions (s'ils en détiennent) à l'Offre.

Ces avis et prise d'acte ont été pris à la majorité, Monsieur Guénaël Guillaume s'abstenant.

Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

6. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de ECA sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon des modalités propres à en assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

Pour la Société

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

Monsieur Raphaël Gorgé

Président du Conseil d'Administration

Pour l'Etablissement présentateur de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Banque Degroof Petercam France, Etablissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par ECA et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Banque Degroof Petercam France