**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**

**OROLIA**

**INITIÉE PAR**

***Financière Orolia***

**PRESENTÉE PAR**

Invest Securities

**NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS**

**PRIX DE L'OFFRE : 20,00 EUROS PAR ACTION OROLIA**

**DUREE DE L'OFFRE : 10 JOURS DE NÉGOCIATION**

Le calendrier de l'offre sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF.

**Avis important**

A l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet de la présente note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L.433-4 II du code monétaire et financier, applicable sur renvoi de l'article L. 433-4 V du même code et par les articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, sera mise en œuvre. Les actions Orolia qui n'auront pas été apportées à la présente offre publique de retrait seront transférées, à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'offre publique de retrait, à la société Financière Orolia, moyennant une indemnisation de 20,00 euros par action Orolia, nette de tous frais.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique de retrait du 6 septembre 2016, apposé le visa n° 16-417 en date du 6 septembre 2016 sur la présente note d'information conjointe. Cette note d'information conjointe a été établie par les sociétés Financière Orolia et Orolia et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financier présentés.

La présente note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Orolia (www.orolia.com) et peut être obtenue sans frais auprès de :

| **OROLIA** | **FINANCIÈRE OROLIA** | **INVEST SECURITIES** |
|---|---|---|
| 2405 route des Dolines, Bâtiment Drakkar 2, Sophia-Antipolis 06560 Valbonne, France | 2 rue de Thann 75017 Paris France | 73, boulevard Haussmann 75008 Paris France |

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, des sociétés Financière Orolia et Orolia seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

# Table des matières


1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION ..... 5

1.1 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE ..... 6

1.1.1 Historique ..... 6

1.1.2 Répartition du capital de la Société à la date du dépôt de l'Offre ..... 9

1.1.3 Motifs de l'Offre : intérêts pour la Société et ses actionnaires ..... 15

1.1.4 Autorisation règlementaire ..... 16

1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS ..... 16

1.2.1 Intentions sur le Retrait Obligatoire ..... 16

1.2.2 Stratégie et poursuite des activités de la Société ..... 16

1.2.3 Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre ..... 16

1.2.4 Orientation en matière d'emploi ..... 17

1.2.5 Politique de distribution de dividendes ..... 17

1.2.6 Structure du Groupe ..... 17

1.2.7 Synergie envisagée ..... 18

1.2.8 Avantages de l'opération pour les actionnaires de la Société ..... 18

2 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE ..... 18

2.1 TERMES DE L'OFFRE ..... 18

2.2 NOMBRE D'ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ÊTRE APPORTÉES À L'OFFRE ..... 18

2.3 MODALITÉS ET PROCÉDURE DE PRÉSENTATION À L'OFFRE DES ACTIONS OROLIA ..... 19

2.3.1 Modalités de l'Offre ..... 19

2.3.2 Procédure de présentation des actions Orolia à l'Offre ..... 20

2.4 RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION DU MARCHÉ ALTERNEXT ..... 20

2.5 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE ..... 21

2.6 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE À L'ÉTRANGER ..... 22

2.7 RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE ..... 23

2.7.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations ..... 24

2.7.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés ..... 28

2.7.3 Autres actionnaires ..... 29

2.7.4 Droits d'enregistrement ..... 29

2.7.5 Taxe sur les transactions financières ..... 30

2.8 FINANCEMENT ET COÛTS DE L'OFFRE ET DE LA MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE ..... 30

3 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE ..... 30
4 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE ..... 31
4.1 Informations préliminaires ..... 31
4.2 Données financières de base ..... 31
4.2.1 Agrégats de référence ..... 31
4.2.2 Présentation des activités ..... 32
4.2.3 Historique des résultats ..... 32
4.2.4 Bilan économique 2007-15 ..... 35
4.2.5 Analyse du plan d'affaires 2015-18 ..... 36
4.2.6 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ..... 38
4.2.7 Nombre d'actions retenu ..... 38
4.3 Méthodes retenues pour l'appréciation du prix de l'offre ..... 39
4.3.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles ..... 39
4.3.2 Approche par les comparables boursiers ..... 40
4.3.3 Approche par les cours boursiers ..... 43
4.3.4 Approche par les transactions récentes sur le capital ..... 44
4.3.5 Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions Orolia ..... 45
4.4 Méthodes écartées ..... 45
4.4.1 Cours cibles des analystes ..... 45
4.4.2 Actualisation des dividendes ..... 46
4.4.3 Actif Net Comptable ..... 46
4.4.4 Multiples de transactions comparables ..... 46
5 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT ..... 47
6 INFORMATION RELATIVE A LA SOCIETE ..... 88
6.1 Structure du capital ..... 88
6.2 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a eu connaissance en vertu des articles L. 233-7 du Code de commerce ..... 88
6.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions ..... 89
6.3.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions ..... 89
6.3.2 Accords entre actionnaires portés à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce ..... 89
6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 89
6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier ..... 89
6.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote ..... 90

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société ..... 90
6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ..... 90
6.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts ..... 91
6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relativement à l'émission ou au rachat d'actions ..... 91
6.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts ..... 92
6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique. ..... 92
7 AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OROLIA ET INTENTIONS ..... 93
7.1 Avis motivé du conseil d'administration ..... 93
7.2 Intentions des membres du conseil d'administration ..... 94
7.3 Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues ..... 95
8 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE ..... 95
8.1 Pour l'initiateur Financière Orolia ..... 95
8.2 Pour la société visée OROLIA ..... 95
8.3 Etablissement présentateur ..... 95

# 1 PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 235-1, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Financière Orolia, société par actions simplifiée au capital de 75.454.537 euros, dont le siège social est situé 2, rue du Thann 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 817 469 497 R.C.S. Paris (l'« **Initiateur** » ou « **Financière Orolia** »), offre irrévocablement aux actionnaires de la société Orolia, société anonyme à conseil d'administration au capital de 14.929.668 euros, dont le siège social est situé 2405 route des Dolines, Bâtiment Drakkar 2, Sophia-Antipolis, 06560 Valbonne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Grasse sous le numéro 492 370 622 (« **Orolia** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext à Paris (« **Alternext** ») sous le code ISIN FR0010501015, mnémonique « ALORO », d'acquérir, dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait »**) qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire »**, l'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire étant définis ensemble comme l'« **Offre »**), la totalité des actions Orolia que l'Initiateur ne détient pas directement ou indirectement au prix unitaire de 20,00 euros (le « **Prix de l'Offre »**) dans les conditions décrites ci-après. La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

L'Offre fait suite à l'acquisition par Financière Orolia de 95,22 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non-diluée par (i) l'acquisition hors marché le 13 mai 2016 de 3.232.407 actions représentant 86,08% du capital et 86,08% des droits de vote de la société Orolia sur une base non-diluée, (ii) l'acquisition de 290.835 actions Orolia dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée ouverte du 20 juin au 6 juillet 2016 inclus (l'« **OPAS** ») portant la participation de Financière Orolia de 86,08% du capital et 86,08% des droits de vote de la société Orolia sur une base non-diluée à 93,83 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée, (iii) l'acquisition sur le marché de 5.000 actions Orolia (2.643 actions Orolia le 11 juillet 2016 et 2.357 actions Orolia le 14 juillet 2016) portant la participation de Financière Orolia de 93,83 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée, à 93,96 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée[1], (iv) l'annulation de 22.500 actions ordinaires Orolia, représentant une partie des actions auto-détenues, par décision du conseil d'administration d'Orolia en date du 22 juillet 2016 sur délégation consentie par l'assemblée générale d'Orolia en date du 15 juin 2015, portant le capital social d'Orolia de 15.019.668 euros (soit 3.754.917 actions ordinaires de 4 euros de valeur nominale chacune) à 14.929.668 euros (soit 3.732.417 actions ordinaires de 4 euros de valeur nominale chacune) et faisant ainsi passer la participation de Financière Orolia de 93,96 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée à 94,53 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée et (v) une acquisition réalisée hors marché le 26 juillet 2016, pour un nombre total de 25.606 actions Orolia portant ainsi la participation de Financière Orolia à 3.553.848 actions sur un total d'actions de 3.732.417 représentant 95,22 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée[1].

[1] Il est précisé que ces acquisitions n'ont pas donné lieu et ne donneront pas lieu au paiement d'un complément de prix à leur prix d'acquisition respectif au bénéfice des cédants.

L'Offre vise la totalité des actions existantes de la Société non détenues par Financière Orolia, soit à la date des présentes un maximum de 173.979 actions Orolia, étant précisé que la Société détient 4.590 actions auto-détenues au titre d'un contrat de liquidité qui ne seront pas apportées à l'Offre.

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, à l'exception des bons de souscription d'actions émis par Orolia décrits au paragraphe 6.1 ci-dessous, intégralement détenus, directement ou indirectement, par l'Initiateur.

L'Initiateur détenant à la date du dépôt du projet d'Offre 3.553.848 actions Orolia représentant 95,22 % du capital et 95,22 % des droits de vote représentant autant de droits de vote théoriques de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Orolia, autres que celles détenues par l'Initiateur et qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à Financière Orolia moyennant une indemnisation identique au Prix de l'Offre, soit 20,00 euros par action, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire est, pour sa part, nette de tous frais.

La présente note d'information est établie conjointement par Financière Orolia et Orolia.

## 1.1 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

### 1.1.1 Historique

#### *1.1.1.1 Acquisition du bloc de contrôle hors marché*

L'acquisition du bloc de contrôle hors marché du 13 mai 2016 est l'aboutissement d'un processus concurrentiel de levée de fonds dont la structuration finale a évolué en un rachat des participations directes et indirectes dans Orolia (le « **Bloc de Contrôle** ») détenues par Calabasas S.A., Airtek Capital Group, la famille Courtois, Monsieur Christophe François, Monsieur Irwin Rodrigues, Monsieur Pascal Rochat, des fonds d'investissement gérés par Euromezzanine Conseil et ISATIS Capital (ensemble les « **Actionnaires de Contrôle** »).

Le 13 mai 2016, Financière Orolia a ainsi acquis 86,08% du capital et 86,08% des droits de vote de la Société sur une base non-diluée, conformément aux termes d'un contrat d'apport et de cession intitulé le « **Contrat de Cession et d'Apport** », le projet ayant été rendu public le 11 février 2016.

La réalisation du transfert prévu dans le cadre du Contrat de Cession et d'Apport était soumise à plusieurs conditions suspensives usuelles et notamment (i) l'obtention des autorisations réglementaires nécessaires, (ii) le respect des clauses de changement de contrôle stipulées dans plusieurs contrats conclus entre la Société et ses filiales et leurs principaux partenaires commerciaux respectifs et (iii) le refinancement de l'ensemble de la dette senior et mezzanine souscrite par la Société. Ces conditions ont été levées et pour la dernière d'entre elles le 13 mai 2016.

En application du Contrat de Cession et d'Apport, certains des Actionnaires de Contrôle et l'Initiateur ont également conclu, le 11 février 2016, un protocole d'investissement suivi de traités d'apport en date du 13 mai 2016.

En outre, l'Initiateur a conclu avec Monsieur Ronald Buckly, administrateur indépendant de la Société, un contrat de cession de ses BSA en date du 9 mai 2016 (cet accord est ci-après désigné avec le Contrat de Cession et d'Apport, le protocole d'investissement et les traités d'apport susvisés, les « **Accords** »).

Conformément aux termes de ces différents Accords :

- Calabasas S.A. a procédé à un apport en nature à l'Initiateur de 1.768.036 actions Orolia sur une base de valorisation de 20 euros par action et à une cession de 240 724 actions Orolia au prix de 20 euros par action à l'Initiateur représentant l'intégralité de sa participation dans Orolia, soit 2 008 760 Actions ;

- Airtek Capital Group a procédé à la cession de l'intégralité de sa participation, soit 115 000 actions Orolia au prix de 20 euros par action ;

- Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Adrien Courtois et Madame Julie Courtois ont procédé à l'apport en nature à l'Initiateur de (i) 78.750 actions Orolia sur une base de valorisation de 20 euros par action, (ii) 150.000 BSA sur une base de valorisation de 20 euros par action soit 7,50 euros par BSA et (iii) l'ensemble des actions de la société Lattice Investissement détenant 40.000 BSA externalisant par transparence un prix de 20 euros par action Orolia correspondant à 6,04874 euros par action Lattice Investissement ainsi qu'à la cession de 102 009 actions Orolia au prix de 20 euros représentant la totalité des titres détenus dans Orolia, soit 180 759 actions Orolia et 190 000 BSA ;

- Monsieur Irwin Rodrigues a procédé à un apport en nature à l'Initiateur de 12 500 actions Orolia sur une base de valorisation de 20 euros par action et à une cession de 26 943 actions Orolia au prix de 20 euros par action et 70 000 BSA à un prix par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'OPAS (20 euros par action) et le prix d'exercice respectif des BSA concernés représentant la totalité des titres détenus dans la Société, à savoir 39 443 Actions et 70 000 BSA ;

- Monsieur Pascal Rochat a procédé à un apport en nature à l'Initiateur 5.000 Actions sur une base de valorisation de 20 euros par action et à une cession de 8 778 actions Orolia représentant la totalité de sa participation dans Orolia ;

- Monsieur Christophe François a procédé à la cession de l'intégralité de sa participation, soit 48 786 actions Orolia au prix de 20 euros par action ;

- les autres Actionnaires de Contrôle ont cédé à l'Initiateur (i) 825 881 actions Orolia moyennant un prix de 20 euros par action et (ii) 750 BSA moyennant un prix par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'OPAS (20 euros par action) et le prix d'exercice respectif des BSA concernés ; et

- Monsieur Ronald Buckly a cédé 7.500 BSA moyennant un prix de 9,70 euros par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'OPAS (20 euros par Action) et le prix d'exercice desdits BSA.

#### *1.1.1.2 L'offre publique d'achat simplifiée*

Conformément à l'article 233-1, 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, Financière Orolia a déposé une offre publique d'achat simplifiée (« **OPAS** ») visant la totalité des actions Orolia qu'elle ne

détenait pas en raison du franchissement à la hausse du seuil de 50 % du capital et des droits de vote d'Orolia dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Le 15 juin 2016, l'AMF a déclaré conforme le projet d'OPAS et a apposé le visa n°16-254 sur la note d'information relative à l'OPAS. Pendant la durée de l'OPAS visant les actions Orolia, ouverte du 20 juin au 6 juillet 2016 inclus, Financière Orolia a acquis 290.835 actions Orolia sur le marché au prix de 20 euros par action. A la clôture de l'OPAS, l'Initiateur détenait 3.523.242 actions Orolia représentant autant de droits de vote, soit 93,83 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non-diluée.

A la demande de la Société, la cotation des actions Orolia a été suspendue le 6 juillet 2016 avant l'ouverture du marché jusqu'au 11 juillet 2016 avant l'ouverture du marché.

#### *1.1.1.3 Acquisitions d'actions Orolia sur le marché*

Le 11 juillet 2016, l'Initiateur a acquis sur le marché 2.643 actions Orolia au prix de l'OPAS (soit 20 euros par action) pour un montant total de 52.860 euros. Au 12 juillet 2016, l'Initiateur détenait 3.525.885 actions Orolia représentant autant de droits de vote, soit 93,90 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non-diluée.

Le 14 juillet 2016, l'Initiateur a acquis sur le marché 2.357 actions Orolia au prix de l'OPAS (soit 20 euros par action) pour un montant total de 47.140 euros. Au 15 juillet, l'Initiateur détenait 3.528.242 actions Orolia représentant autant de droits de vote, soit 93,96 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non-diluée.

Il est précisé que ces acquisitions n'ont pas donné lieu et ne donneront pas lieu au paiement d'un complément de prix à leur prix d'acquisition respectif au bénéfice des cédants.

#### *1.1.1.4 Annulation des actions Orolia autodétenues*

Le 22 juillet 2016, le conseil d'administration d'Orolia a décidé, par décision en date du 22 juillet 2016 sur délégation consentie par l'assemblée générale d'Orolia en date du 15 juin 2015, de procéder à l'annulation de 22.500 actions ordinaires Orolia, représentant une partie des actions auto-détenues. Cette annulation a porté le capital social d'Orolia de 15.019.668 euros (soit 3.754.917 actions ordinaires de 4 euros de valeur nominale chacune) à 14.929.668 euros (soit 3.732.417 actions ordinaires de 4 euros de valeur nominale chacune), faisant ainsi passer la participation de Financière Orolia de 93,96 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée à 94,53 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non diluée.

#### *1.1.1.5 Acquisition d'actions Orolia hors marché*

Le 26 juillet 2016, l'Initiateur a acquis hors marché 25.606 actions Orolia au prix de l'OPAS (soit 20 euros par action) pour un montant total de 512.120 euros. Au 27 juillet, l'Initiateur détenait 3.553.848 actions Orolia représentant autant de droits de vote, soit 95,22 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non-diluée.

A la date de dépôt de la présente note d'information conjointe, l'Initiateur détient directement 3.553.848 actions Orolia représentant autant de droits de vote, soit 95,22 % du capital et des droits de vote de la Société sur une base non-diluée et directement et indirectement 268.250 bons de souscription d'actions émis par Orolia donnant accès à 593.214 actions ordinaires Orolia.

Il est précisé que ces acquisitions n'ont pas donné lieu et ne donneront pas lieu au paiement d'un complément de prix au prix d'acquisition au bénéfice des cédants.

### 1.1.2 Répartition du capital de la Société à la date du dépôt de l'Offre

#### *1.1.2.1 Pactes d'associés de Financière Orolia*

Outre la nouvelle gouvernance décrite au 1.2.3, deux pactes d'associés concertant de l'Initiateur ont été conclus le 13 mai 2016 entre, (i) pour le premier pacte, Eurazeo PME, Calabasas S.A.et le groupe familial de Monsieur Jean-Yves Courtois, (le « **Premier Pacte** ») et (ii) pour le second pacte Eurazeo PME, Calabasas S.A., Monsieur Jean-Yves Courtois et certains autres managers de la Société (le « **Second Pacte** » et ensemble avec le Premier Pacte, les « **Pactes** »).

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

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

- un engagement de conservation de leurs titres Financière Orolia par Eurazeo PME, Calabasas S.A.et Monsieur Jean-Yves Courtois pour une période de 5 ans à compter du 13 mai 2016 (l'« **Engagement de Conservation Principal** ») ainsi qu'un engagement de conservation de leurs titres Financière Orolia par Monsieur Adrien Courtois, Mademoiselle Julie Courtois, tout manager adhérant au Premier Pacte dans le futur, pour une période de 10 ans à compter du 13 mai 2016 (l'« **Engagement de Conservation Courtois** »).

Ces engagements de conservation ne s'appliquent pas (i) dans les cas de Transferts Autorisés (ce terme ayant la définition donnée au terme *Authorized Transfers* dans le Premier Pacte) et (ii) dans le cas d'un transfert initié par Eurazeo PME portant sur l'intégralité des actions émises par Financière Orolia ;

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

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

- en cas de transfert de titres Financière Orolia par Eurazeo PME entrainant un Changement de Contrôle (ce terme ayant la définition donnée au terme Loss of Control dans le Premier Pacte), toutes les parties du Premier Pacte bénéficient du droit de transférer tous les titres Financière

Orolia selon les mêmes termes et conditions, notamment de prix, que ceux proposés par le tiers acquéreur à Eurazeo PME ;

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

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

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

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

Le Premier Pacte contient également des dispositions relatives à la gouvernance de Financière Orolia, qui complètent les dispositions figurant dans les statuts de Financière Orolia. Ainsi, Financière Orolia est administrée par un conseil de surveillance qui a la possibilité de constituer un directoire à tout moment.

Certaines décisions importantes relatives à Financière Orolia ou à ses filiales et participations directes et indirectes, en ce compris la Société, ne peuvent être prises par le président, les directeurs généraux ou les directeurs généraux délégués de Financière Orolia qu'après avoir été débattues et préalablement autorisées par le conseil de surveillance de Financière Orolia. Ces décisions portent sur les participations de la Société (création, cession ou acquisition), la direction de Financière Orolia (nomination, révocation et rémunération), la conclusion de conventions réglementées, la modification des statuts ou l'émission de valeurs mobilières, le financement et l'endettement de Financière Orolia, et tout projet de radiation des actions de la Société d'Alternext sur lequel Financière Orolia aurait à se prononcer.

Les autorisations préalables conférées par le conseil de surveillance sont décidées à la majorité simple de ses membres présents ou représentés.

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

- un engagement de conservation de leurs titres Financière Orolia par Monsieur Irwin Rodrigues et Monsieur Pascal Rochat pour une période de 10 ans à compter du 13 mai 2016 (l'« **Engagement de Conservation Manager** »).

Cet engagement de conservation ne s'applique pas dans les cas de Transferts Autorisés (ce terme ayant la définition donnée au terme Authorized Transfers dans le Second Pacte) ;

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

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

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

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

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

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

Les Pactes n'incluent aucune stipulation prévoyant un prix de sortie garanti pour les parties aux Pactes ni aucune clause de complément de prix ou clause assimilable. Ils ne conduisent pas à consentir aux signataires un avantage particulier susceptible d'occasionner une rupture d'égalité avec les actionnaires minoritaires de la Société auxquels s'adresse l'Offre.

#### *1.1.2.2 Options conclues avec Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Irwin Rodrigues et Monsieur Pascal Rochat*

Des options de vente et d'achat ont été conclues le 13 mai 2016 entre (i) le FPCI Eurazeo PME II-A, le FPCI Eurazeo PME II-B, représentés par leur société de gestion Eurazeo PME, (ii) Calabasas et chacune des

personnes suivants : (x) la famille Courtois, (y) Monsieur Irwin Rodrigues et (z) Monsieur Pascal Rochat, pour la durée du Premier Pacte.

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

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

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

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

#### *1.1.2.3 Plan de participation au capital des salariés et dirigeants de Financière Orolia et de ses filiales*

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

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

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

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

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

Il est précisé que les bénéficiaires des attributions gratuites d'actions devront adhérer au Second Pacte, seront tenus par l'Engagement de Conservation Manager y figurant et devront souscrire simultanément à des options de vente et d'achat dans des conditions similaires à celles présentées au paragraphe 1.1.2.2.

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

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

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

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

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

Par ailleurs, le FPCI Eurazeo PME II-A, le FPCI Eurazeo PME II-B, représentés par leur société de gestion Eurazeo PME (414 908 624 RCS Paris) et Calabasas (B 113442 RCS Luxembourg), associés de Financière Orolia, ont souscrit à l'émission d'actions de préférence de catégorie B (représentant 1.954.543 ADP B, soit 2,59 % du capital) qui pourront être à terme cédées à des salariés et mandataires sociaux de Financière Orolia selon la formule de prix suivante :

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

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

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

#### *1.1.2.4 Acquisitions au cours des 12 derniers mois*

Au cours des 12 derniers mois, Financière Orolia a acquis 3.553.848 actions de la société Orolia. Un tableau récapitulatif des actions acquises par Financière Orolia figure ci- dessous :

| **Date d'acquisition** | **Nombre d'actions Orolia acquises** | **Nombre d'actions Orolia détenues par Financière Orolia** | **Pourcentage du capital et des droits de vote d'Orolia sur une base non-diluée** | **Commentaires** |
|---|---|---|---|---|
| 13 mai 2016 | 3.232.407 | 3.232.407 | 86,08 % | Acquisition du Bloc de Contrôle au prix unitaire de 20 euros |
| 20 juin 2016 | 22.515 | 3 254 922 | 86,68% | OPAS |
| 21 juin 2016 | 72.030 | 3 326 952 | 88,60% | |
| 22 juin 2016 | 9.231 | 3 336 183 | 88,85% | |
| 23 juin 2016 | 8.538 | 3 344 721 | 89,08% | |
| 24 juin 2016 | 7.410 | 3 352 131 | 89,27% | |
| 27 juin 2016 | 14.679 | 3 366 810 | 89,66% | |
| 28 juin 2016 | 12.771 | 3 379 581 | 90,00% | |
| 29 juin 2016 | 2.841 | 3 382 422 | 90,08% | |
| 30 juin 2016 | 20.739 | 3 403 161 | 90,63% | |
| 01 juillet 2016 | 2.457 | 3 405 618 | 90,70% | |
| 04 juillet 2016 | 75.648 | 3 481 266 | 92,71% | |
| 05 juillet 2016 | 30.903 | 3 512 169 | 93,54% | |
| 06 juillet 2016 | 11.073 | 3 523 242 | 93,83% | |
| 11 juillet 2016 | 2.643 | 3.525.885 | 93,90 % | Acquisition sur le marché au prix unitaire de 20 euros |
| 14 juillet 2016 | 2.357 | 3.528.242 | 93,96 % | Acquisition sur le marché au prix unitaire de 20 euros |
| **Annulation d'une partie des actions auto-détenues par Orolia** | | | | |
| 26 juillet 2016 | 25.606 | 3.553.848 | 95,22 % | Acquisition hors marché au prix unitaire de 20 euros |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **Total** | **3.553.848** | **3.553.848** | **NA** | **NA** |

#### *1.1.2.5 Répartition du capital et des droits de vote d'Orolia à la date du dépôt de l'Offre*

À la date du dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur détient au total 95,22 % du capital social et 95,22 % des droits de vote de la Société sur une base non-diluée, selon le détail décrit ci-après :

| **Capital non-dilué** | **Actions** | | **Droits de vote théoriques*** | |
|---|---|---|---|---|
| **Actionnaire** | **Nombre** | **Pourcentage** | **Nombre** | **Pourcentage** |
| Financière Orolia | 3.553.848 | 95,22 % | 3.553.848 | 95,22 % |
| Autocontrôle | 4.590 | 0,12 % | 4.590 | 0,12 % |
| Public | 173.979 | 4,66 % | 173.979 | 4,66 % |
| **Total** | **3.732.417** | **100,00** | **3.732.417** | **100,00** |

| **Capital dilué** | **Actions** | | **Droits de vote théoriques*** | |
|---|---|---|---|---|
| **Actionnaire** | **Nombre** | **Pourcentage** | **Nombre** | **Pourcentage** |
| Financière Orolia | 4.147.062 | 95,87 % | 4.147.062 | 95,87 % |
| Autocontrôle | 4.590 | 0,11 % | 4.590 | 0,11 % |
| Public | 173.979 | 4,02 % | 173.979 | 4,02 % |
| **Total** | **4.325.631** | **100,00** | **4.325.631** | **100,00** |

*Calculés conformément à l'article 223-11 I 2ème alinéa du règlement général de l'AMF.

### 1.1.3 Motifs de l'Offre : intérêts pour la Société et ses actionnaires

Les actionnaires minoritaires d'Orolia représentant moins de 5 % des droits de votes de la Société, Financière Orolia a déposé auprès de l'AMF la présente Offre conformément aux dispositions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF.

L'Offre permettra à Orolia de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses titres sur le marché Alternext et dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés. Ainsi, compte tenu du faible flottant, ainsi que des coûts récurrents induits par la cotation, l'Initiateur estime que la cotation de la Société sur le marché Alternext n'est plus justifiée.

L'Offre permettra aux actionnaires minoritaires d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale sur leurs actions, en leur permettant de recevoir un prix de 20,00 euros par action apportée.

En application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, Orolia a procédé à la désignation de la société Associés en Finance, représentée par Monsieur Philippe Leroy, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre.

Il est par ailleurs précisé que la société Associés en Finance, représentée par Monsieur Philippe Leroy, avait été précédemment mandatée par Orolia en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS. La société Associés en Finance avait rendu à ce titre, le 7 juin 2016, une attestation confirmant le caractère équitable du prix offert dans la cadre de l'OPAS et de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS (l'« **Attestation Initiale** »).

Dans le cadre de l'Offre, l'Expert Indépendant a rendu un complément d'attestation en vue d'actualiser l'Attestation Initiale qui est intégralement reproduit à la section 5 ci-après.

### 1.1.4 Autorisation règlementaire

L'Offre n'est soumise à aucune autorisation règlementaire en France.

## 1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES DOUZE PROCHAINS MOIS

### 1.2.1 Intentions sur le Retrait Obligatoire

En application des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, l'Initiateur demandera le Retrait Obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société de la cote compte tenu du fait que les actions Orolia alors détenues par les actionnaires minoritaires ne représentent, d'ores et déjà, pas plus de 5% du capital ou des droits de vote d'Orolia, et ce le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

### 1.2.2 Stratégie et poursuite des activités de la Société

L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société. En ce sens, la conduite des activités de la Société ne sera pas affectée par l'Offre.

La mise en œuvre de l'Offre a principalement pour objectif de :

- simplifier la gestion opérationnelle de la Société dans les domaines administratif, juridique et comptable, initialement régie par les exigences inhérentes à son statut de société cotée ;
- et réduire les coûts induits par son statut de société cotée, de l'ordre de 75.000 euros / an.

### 1.2.3 Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre

Le 13 mai 2016, afin de tenir compte de la nouvelle composition de l'actionnariat, le conseil d'administration de la Société a fait l'objet d'une recomposition de la façon suivante :

- démission d'Isatis Capital, représentée par Monsieur Brice Lionnet, de ses fonctions d'administrateur de la Société et de membre des comités d'audit et des rémunérations ;

- co-optation de Financière Orolia, représentée par Monsieur Erwann Le Ligné, en qualité d'administrateur de la Société en remplacement d'Isatis Capital ;

- démission de Monsieur Ronald Buckly de ses fonctions d'administrateur de la Société et de ses fonctions au sein de certaines filiales de la Société ;

- co-optation de Monsieur Andrew Swart en qualité d'administrateur de la Société en remplacement de Monsieur Ronald Buckly ;

- démission d'Euromezzanine Conseil, représentée par Monsieur Charles Mercier, de ses fonctions de censeur du conseil d'administration de la Société et de membre des comités d'audit et des rémunérations ;

- désignation de Financière Orolia en qualité de membre du comité d'audit et du comité des rémunérations ; et

- désignation de Monsieur Andrew Swart en qualité de membre du comité des rémunérations.

Les cooptations réalisées ont été ratifiées par décisions de l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 28 juin 2016, conformément aux dispositions de l'article L. 225-24 du code de commerce.

La direction générale d'Orolia est assurée par Monsieur Jean-Yves Courtois (président directeur général d'Orolia).

La composition des organes sociaux et de direction ne sera pas affectée par l'Offre.

### 1.2.4 Orientation en matière d'emploi

L'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité et du développement d'Orolia et n'entraînant pas de changement de contrôle de cette dernière, elle ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi.

### 1.2.5 Politique de distribution de dividendes

La réalisation de l'Offre n'affectera pas la politique de distribution de dividendes de la Société qui sera déterminée en fonction de ses résultats, de ses perspectives et de son environnement économique et financier général.

Il est dans l'intention de l'Initiateur de mettre en œuvre une politique de distribution conforme à la capacité de distribution d'Orolia et à ses besoins de financement.

### 1.2.6 Structure du Groupe

À la date de la présente note d'information conjointe, il n'est pas envisagé de procéder à la fusion de la Société avec l'Initiateur. De plus, il n'existe aucun projet de rapprochement avec des entités autres que l'Initiateur, notamment avec des sociétés tierces.

### 1.2.7 Synergie envisagée

En dehors des économies liées à une radiation de la Société du marché Alternext, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date de dépôt du projet d'Offre.

### 1.2.8 Avantages de l'opération pour les actionnaires de la Société

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate. Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont précisés au paragraphe 4 de la présente note d'information conjointe. Son caractère équitable est par ailleurs attesté par l'expert indépendant mandaté par la Société (paragraphe 5 ci-après).

# 2 CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

## 2.1 TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 235-1, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Invest Securities, en qualité de banque présentatrice et agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 22 août 2016 le projet d'Offre sous la forme d'une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire portant sur la totalité des actions OROLIA non encore détenues à ce jour par l'initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires d'OROLIA à acquérir, au prix de 20,00 euros par action, les actions OROLIA qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Les actions OROLIA qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait, seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation de 20,00 euros par action de la Société, nette de tous frais.

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

## 2.2 NOMBRE D'ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ÊTRE APPORTÉES À L'OFFRE

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes OROLIA non détenues par l'Initiateur, à savoir un maximum de 173.979 actions. Il est précisé que les 4.590 actions auto-détenues ainsi que les 268.250 bons de souscription d'actions détenus par

l'Initiateur et émis par Orolia donnant accès à 593.214 actions ordinaires Orolia ne seront pas apportés à l'Offre.

## 2.3 MODALITÉS ET PROCÉDURE DE PRÉSENTATION À L'OFFRE DES ACTIONS OROLIA

### 2.3.1 Modalités de l'Offre

La présente Offre est soumise au droit français.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF et aux termes d'une lettre de dépôt en date du 22 août 2016, Invest Securities, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé un projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions Orolia non encore détenues par l'Initiateur, au prix de 20,00 euros par action Orolia.

Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, la présente note d'information conjointe tel que déposée auprès de l'AMF est tenue gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur et de la Société ainsi qu'auprès d'Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre, et disponible en ligne sur les sites Internet ,de la Société (www.orolia.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

En outre, conformément aux dispositions des articles 231-16 et 231-17 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux principaux éléments du projet de note d'information conjointe a été diffusé par l'Initiateur et la Société et mis en ligne sur leurs sites Internet.

L'AMF a publié 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 législatives et règlementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité a emporté visa de la présente note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF, de l'Initiateur et de la Société et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges de la Société et de l'Initiateur et auprès d'Invest Securities.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié conjointement par l'Initiateur et la Société au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité.

Enfin, un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur aux Petites Affiches conformément aux dispositions de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait et Euronext Paris publiera un avis

rappelant la teneur de l'Offre et annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

### 2.3.2 Procédure de présentation des actions Orolia à l'Offre

#### *2.3.2.1 Procédure générale*

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation. L'acquisition des actions pendant l'Offre Publique de Retrait se fera, conformément à la règlementation applicable, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur, Invest Securities, agissant au nom et pour le compte de l'Initiateur, au Prix de l'Offre, soit 20,00 euros par action.

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

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

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

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

## 2.4 RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION DU MARCHÉ ALTERNEXT

À l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions Orolia qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait, quel que soit le pays de résidence de leur porteur, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit un montant de 20,00 euros par action Orolia, à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, conformément aux articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF. Le même jour, les actions Orolia seront radiées d'Alternext.

Le montant de l'indemnisation sera versé par l'Initiateur, au plus tard à cette date, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Parel, agissant pour le compte du centralisateur des opérations d'indemnisation, Invest Securities. C'est auprès de ce dernier que les intermédiaires financiers teneurs de

compte devront demander l'indemnisation, correspondant aux avoirs de leurs clients. Euroclear France clôturera le code de négociation ISIN FR0010501015, mnémonique « ALORO », des actions Orolia ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions Orolia. Invest Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Orolia de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par la BRED, agissant pour le compte d'Invest Securities, pendant une durée de 10 ans à compter de la date de prise d'effet du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

## 2.5 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

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

| | |
|---|---|
| 22 août 2016 | Dépôt du projet d'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire auprès de l'AMF et du projet de note d'information conjointe<br><br>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Orolia (www.orolia.com) du projet de note d'information conjointe<br><br>Diffusion et mise en ligne sur les sites Internet d'Orolia du communiqué de presse conjoint annonçant le dépôt du projet de note d'information conjointe |
| 6 septembre 2016 | Déclaration de conformité de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe |

| | |
|---|---|
| 7 septembre 2016 | Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Orolia (www.orolia.com) de la note d'information conjointe visée par l'AMF<br><br>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Orolia (www.orolia.com) des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d' Orolia et de Financière Orolia<br><br>Diffusion et mise en ligne sur le site Internet d'Orolia du communiqué conjoint relatif aux modalités de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Orolia et de Financière Orolia<br><br>Publication aux Petites Affiches de l'avis informant le public du Retrait Obligatoire |
| 8 septembre 2016 | Ouverture de l'Offre Publique de Retrait |
| 21 septembre 2016 (inclus) | Clôture de l'Offre Publique de Retrait |
| 22 septembre 2016 (inclus) | Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait<br><br>Mise en œuvre du Retrait Obligatoire<br><br>Radiation des actions Orolia d'Alternext |

## 2.6 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE À L'ÉTRANGER

L'Offre est faite exclusivement en France.

La présente note d'information conjointe n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa hors de France. Les titulaires d'actions Orolia en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

La publication et la diffusion de la présente note d'information conjointe, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions Orolia peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession de la présente note d'information conjointe 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 dans l'un de ces pays. L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

La présente note d'information conjointe et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale.

Notamment, concernant les États-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente note d'information conjointe, et aucun autre document relatif à la présente note d'information conjointe ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire d'Orolia ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter d'ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États, et le District de Columbia.

## 2.7 RÉGIME FISCAL DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les informations qui sont données ci-après ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en l'état actuel de la législation fiscale française, donné à titre d'information générale. Elles sont fondées sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et sont donc susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties, le cas échéant, d'un effet rétroactif), ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de la Société. Il est donc recommandé aux actionnaires de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui 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 État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application des dispositions d'une convention fiscale visant à éviter les doubles impositions conclue entre la France et cet État.

Il est par ailleurs rappelé que le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées consécutivement à l'Offre.

### 2.7.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations

#### *2.7.1.1 Régime de droit commun*

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du code général des impôts (« **CGI** »), les plus-values de cession d'actions réalisées par les personnes physiques susvisées, égales à la différence entre, d'une part, le prix de cession et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions apportées à l'Offre, sont imposables, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

En cas de détention des titres pendant une certaine durée avant la cession, des abattements réduisent l'assiette imposable à l'impôt sur le revenu (sans pour autant réduire l'assiette soumise aux prélèvements sociaux) comme suit :

- détention de deux à moins de huit ans : taux d'abattement de 50 % ; et
- détention de plus de huit ans : taux d'abattement de 65 %.

La plus-value est également soumise, sans application des abattements précités, aux prélèvements sociaux suivants au taux global de 15,5 % constitué de :

- la contribution sociale généralisée (la « **CSG** ») de 8,2 % ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « **CRDS** ») de 0,5 % ;
- le prélèvement social de 4,5 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 0,3 % ; et
- le prélèvement de solidarité de 2 %.

Ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles de la base imposable à l'impôt sur le revenu sous réserve d'une quote-part de la CSG retenue à hauteur de 5,1% ; cette quote-part est déductible du revenu imposable de l'année où les prélèvements sociaux sont payés.

Une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus est éventuellement applicable lorsque le revenu fiscal du contribuable 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 pour la fraction de ce même revenu comprise entre 500.000 euros et 1.000.000 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 pour la fraction de ce même revenu supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence s'entend du montant net des revenus et plus-values retenus pour l'établissement de l'impôt sur le revenu, majoré notamment des abattements qui s'appliquent en cas de détention des titres pendant une certaine durée avant la cession susmentionnée ci-dessus.

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

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11 du CGI, les moins-values de cession subies au cours d'une année sont imputables exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année ou des dix années suivantes.

#### *2.7.1.2 Plan d'épargne en actions et/ou d'un Plan d'Epargne en Actions destiné au financement des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire («PEA PME »)*

Les personnes qui détiennent des actions dans un plan d'épargne en actions (« **PEA »**) pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu et de contributions sociales à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles, étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus- values réalisées dans le même cadre ; toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

Aux termes de sa doctrine, l'administration fiscale considère que l'abattement pour la durée de détention ne s'applique pas notamment (i) ni aux gains nets réalisés depuis l'ouverture d'un PEA en cas de retrait de titres ou de liquidités ou de rachat avant l'expiration de la cinquième année de fonctionnement, (ii) ni à la perte globale réalisée depuis l'ouverture d'un PEA en cas de clôture du plan après l'expiration de la cinquième année de fonctionnement, lorsque, à cette date, la valeur liquidative du plan est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture (BOI-RPPM-PVBMI-20-20-10, n°130).

Le régime fiscal applicable au PEA décrit ci-dessus s'applique également au PEA-PME.

Les personnes qui détiennent leurs actions OROLIA dans le cadre d'un PEA ou d'un PEA-PME sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

#### *2.7.1.3 Régime spécifique applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'impôt sur la fortune (« ISF ») au titre de l'article 885-0 V bis du CGI ou d'une réduction d'impôt sur le revenu (« IR ») au titre de l'article 199 terdecies-0 A du CGI*

<u>Régime applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'ISF</u>

L'article 885-0 V bis du CGI, issu de l'article 16 de la Loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat n°2007-1223 du 21 aout 2007 dite « TEPA », prévoit une réduction d'ISF en faveur de l'investissement dans les petites et moyennes entreprises (« PME ») au sens communautaire.

Ce dispositif permet aux redevables d'imputer sur leur ISF :

- 50% (75% pour les souscriptions antérieures au 13 octobre 2010) du montant des versements effectués au titre de la souscription, directe ou indirecte via une société holding non-animatrice (dans cette dernière hypothèse, le montant des versements du contribuable pris en compte pour l'assiette de la réduction d'impôt est proportionnel aux versements effectués par la société holding au titre de souscription de capital de sociétés éligibles), au capital de PME au sens communautaire ou de titres participatifs de sociétés coopératives, dans la limite globale annuelle de 45.000 euros (pour les souscriptions antérieures au 13 octobre 2010, le montant était de 50.000 euros) ;
- 50% du montant des versements effectués au titre de la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité (« FIP »), de fonds commun de placement dans l'innovation (« FCPI ») et jusqu'au 1er janvier 2011 de fonds communs de placement à risque (« FCPR »), dans la limite annuelle de 18.000 euros (pour les souscriptions effectuées dans les fonds constitués avant le 1er janvier 2011, le montant était de 20.000 euros).

Le bénéfice de la réduction est notamment subordonné à la conservation des titres reçus par le bénéficiaire de la réduction d'ISF en contrepartie de son investissement pendant une durée minimale de cinq (5) ans. Ce délai court à compter de la date de souscription jusqu'au 31 décembre de la cinquième année suivant l'année de la souscription des titres, sous réserve notamment du respect des conditions suivantes :

- dans le cas d'investissements réalisés par l'intermédiaire de sociétés holding interposées non animatrices, la condition de conservation doit également être respectée par ces dernières au titre de leurs participations au capital des sociétés cibles ;
- dans le cas d'investissements réalisés par l'intermédiaire de FIP, FCPI ou FCPR (tel que mentionnés ci-dessus), ces derniers ne sont pas tenus de respecter le délai de conservation de cinq ans au titre de leurs participations au capital de sociétés cibles mais notamment les règles relatives à leur quota minimum d'investissement ;
- il est admis qu'en cas de cession partielle ou de rachat partiel des titres soumis à la condition de conservation, la réduction ISF ne soit reprise que partiellement à hauteur du nombre de titres cédés ou remboursés, toutes les autres conditions étant par ailleurs respectées ;
- l'obligation de conservation bénéficie de diverses exceptions spécifiques qui n'ont en principe pas vocation à s'appliquer dans le cadre de l'Offre (en particulier fusion ou scission de la société, donation des titres, cession des titres par un associé minoritaire qui résulte d'une « clause de sortie forcée » prévue par un pacte d'actionnaires, décès ou invalidité de l'Investisseur, etc.).

En outre, l'administration fiscale considère que l'apport à une offre publique d'achat des titres d'une société ayant ouvert droit pour les souscripteurs à la réduction d'ISF au titre de la souscription au capital de PME prévue à l'article 885-0 V bis du CGI conduit à la remise en cause des avantages fiscaux obtenus lorsque l'apport à cette offre publique d'achat intervient avant l'expiration du délai de conservation précité des titres concernés (BOI-PAT-ISF-40-30- 30-10-20150320, n°310 et BOI-IR-RICI-90-30-20150410, n°90).

En conséquence, la cession des actions OROLIA du fait de l'Offre avant l'expiration du délai de cinq ans entraînera, sous réserve des précisions mentionnées ci-dessus, la remise en cause du bénéfice de la réduction d'ISF.

**Il est recommandé aux titulaires d'actions de la Société acquises sous le régime de la Loi TEPA de se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier leur situation particulière liée à la remise en cause de la réduction d'ISF du fait de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre.**

Régime applicable aux investissements ayant bénéficié d'une réduction d'IR

En application de l'article 199 terdecies-0 A du CGI, les contribuables domiciliés en France bénéficient, sous certaines conditions, d'une réduction d'IR égale à 25% des sommes (ce taux a été réduit à 22% pour les versements effectués au titre de l'année 2011 puis à 18% pour ceux effectués à compter du 1er janvier 2012) versées :

- au titre de la souscription en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital de sociétés non cotées sur un marché réglementé (en cas de souscription au capital d'une société holding non-animatrice, le montant des versements du contribuable pris en compte pour l'assiette de la réduction d'IR est fonction des versements effectués par la société holding au titre de ses souscriptions au capital de sociétés éligibles). Les versements effectués jusqu'au 31 décembre 2011 ouvrant droit à réduction d'IR sont retenus dans la limite annuelle de 20.000 euros pour les contribuables célibataires et de 40.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune, ceux effectués à compter du 1er janvier 2012 le sont dans la limite annuelle de 50.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés et de 100.000 euros pour des contribuables mariés soumis à imposition commune ;
- au titre de la souscription aux parts de FIP et de FCPI, dans la limite annuelle de 12.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés et de 24.000 euros pour les contribuables mariés soumis à imposition commune.

Lorsque tout ou partie des actions ou parts ayant donné lieu à la réduction d'IR est cédée avant le 31 décembre de la cinquième année suivant celle de la souscription, il est procédé à une reprise des réductions d'IR obtenues, sous réserve notamment des précisions suivantes :

- dans le cas d'investissements réalisés par l'intermédiaire de sociétés holdings interposées non animatrices, la condition de conservation doit également être respectée par ces dernières au titre de leurs participations au capital des sociétés cibles ;
- dans le cas d'investissements réalisés par l'intermédiaire de FIP ou FCPI (tels que mentionnés ci-dessus), ces derniers ne sont pas tenus de respecter le délai de conservation de cinq (5) ans au titre de leurs participations au capital de sociétés cibles mais notamment les règles relatives à leur quota minimum d'investissement ;
- en cas de cession partielle par le contribuable ou la société holding des titres ayant donné lieu à la réduction d'IR, celle-ci n'est reprise que partiellement, à hauteur des titres cédés ;
- l'obligation de conservation bénéficie de diverses exceptions spécifiques qui n'ont en principe pas vocation à s'appliquer dans le cadre de l'Offre (en particulier fusion ou scission de la société, donation des titres).

Par une décision de rescrit référencée RES N°2011/31 (ENR) en date du 15 novembre 2011 et intégrée au paragraphe 90 du Bulletin Officiel des Finances Publiques-Impôts BOI-IR-RICI-90-30-20150410, l'administration fiscale a considéré que l'apport à une offre publique d'achat des titres d'une société ayant ouvert droit pour les souscripteurs aux réductions d'impôt sur le revenu au titre de la souscription au capital de PME prévues à l'article 199 terdecies-0 A du CGI conduit à la remise en cause des avantages fiscaux obtenus lorsque l'apport à cette offre intervient avant l'expiration du délai de conservation précité des titres concernés.

En conséquence, la cession des titres de la Société du fait de l'Offre avant l'expiration du délai de cinq (5) ans entraînera, sous réserve des précisions mentionnées ci-dessus, la remise en cause du bénéfice de la réduction d'IR.

**Il est fortement recommandé aux titulaires d'actions de la Société de se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier leur situation particulière liée à la remise en cause de la réduction d'IR du fait de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre.**

### 2.7.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés

#### *2.7.2.1 Régime de droit commun*

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession de titres de portefeuille ou de titres de participation détenus depuis moins de deux ans à la date de la cession, égales à la différence entre, d'une part, le prix de cession et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions apportées à l'Offre, seront incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3% éventuellement majoré (i) de la contribution sociale de 3,3%, prévue à l'article 235 *ter* ZC du CGI et qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés qui excède 763.000 euros (pour un exercice de douze mois) et, (ii) pour les sociétés (ou les groupes de sociétés au sens de l'article 223 A du CGI) ayant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros, une contribution exceptionnelle de 10,7%, prévue à l'article 235 *ter* ZAA du CGI, assise sur l'impôt sur les sociétés tel que déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôt et des créances fiscales de toute nature – soit un taux global maximal d'impôt sur les sociétés de 38%.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219, I, b et 235 *ter* ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% sur une fraction de leur résultat fiscal et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre, viendront en principe, en déduction du résultat imposable à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun applicable à la personne morale.

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

#### *2.7.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions*

Conformément aux dispositions du troisième alinéa de l'article 219, I, a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par cet article et qui ont été détenus pendant au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, moyennant la réintégration – dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés majoré le cas échéant de la contribution sociale de 3,3% et de la contribution exceptionnelle de 10,7% mentionnées ci-dessus, soit un taux global maximal de 38% - d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values.

Constituent notamment des titres de participation pour l'application de l'article 219, I, a *quinquies* précité, les actions revêtant ce caractère au plan comptable, ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visé aux articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou 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 et des titres de sociétés établies dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les moins-values à long terme ne sont imputables que sur les plus-values à long terme exonérées du même exercice . Lorsque la compensation de ces plus et moins-values à long terme fait apparaître une moins-value nette à long terme, celle-ci n'est pas déductible du résultat imposable de l'exercice ou reportable sur les exercices postérieurs.

### 2.7.3 Autres actionnaires

Les titulaires d'actions Orolia participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille, ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, ainsi que les actionnaires qui détiennent des actions Orolia dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat salarié et les non-résidents, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

### 2.7.4 Droits d'enregistrement

Conformément aux dispositions de l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des 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 la cession ne soit constatée par un acte passé en France ou à l'étranger. Dans ce cas, l'acte de cession doit être enregistré dans le délai d'un (1) mois à compter de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1% assis en principe sur le prix de cession ou de la valeur réelle des titres.

Lorsque les cessions s'opèrent par acte passé à l'étranger, ces cessions sont soumises aux droits d'enregistrement susvisés, sauf imputation, le cas échéant, d'un crédit d'impôt égal au montant des droits d'enregistrement effectivement acquittés dans l'État d'immatriculation ou l'État de résidence de chacune des personnes concernées, conformément à la législation de cet État et dans le cadre d'une formalité obligatoire d'enregistrement de chacune de ces cessions. Ce crédit d'impôt est imputable sur les droits d'enregistrement français afférents à chacune de ces cessions, dans la limite des droits d'enregistrement français.

Les droits d'enregistrement qui seraient dus dans l'hypothèse où la cession serait constatée par un acte seront à la charge de l'Initiateur (sauf stipulation contractuelle contraire). Cependant, en vertu des articles 1705 et suivants du CGI, toutes les parties à l'acte seront solidairement tenues du paiement des droits vis-à-vis de l'administration fiscale.

### 2.7.5 Taxe sur les transactions financières

En application de l'article 235 *ter* ZD du CGI, une taxe s'applique – à l'exclusion, le cas échéant, des droits d'enregistrement visés à l'article 726 du CGI – à toute acquisition à titre onéreux d'un titre de capital, au sens de l'article L. 212-1 A du code monétaire et financier, ou d'un titre de capital assimilé, au sens de l'article L. 211-41 du même code, dès lors que ce titre est admis aux négociations sur un marché réglementé français, européen ou étranger, au sens des articles L. 421- 4, L. 422-1 ou L. 423-1 dudit code, que son acquisition donne lieu à un transfert de propriété, au sens de l'article L. 211-17 du même code, et que ce titre est émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1er décembre de l'année précédant celle d'imposition. Une liste récapitulative des sociétés concernées est publiée au Bulletin Officiel des Finances Publiques-Impôts (au BOI-ANNX-000467).

Dans la mesure où, d'une part, la Société avait, au 1er décembre 2015, une capitalisation boursière ne dépassant pas un milliard d'euros, et où, d'autre part, les actions de la Société sont admises aux négociations sur Alternext et que ce dernier n'est pas un marché réglementé français, européen ou étranger, au sens des articles L. 421-4, L. 422-1 ou L. 423-1 du code monétaire et financier, cette taxe ne sera pas applicable aux transferts de propriété de ses titres qui pourraient intervenir dans le cadre de l'Offre.

## 2.8 FINANCEMENT ET COÛTS DE L'OFFRE ET DE LA MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Le montant maximum de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire est de 3.479.580 euros (hors frais divers et commissions), correspondant à l'acquisition d'un maximum de 173.979 actions Orolia au Prix de l'Offre unitaire de 20,00 euros, étant précisé que la totalité des actions Orolia apportées à l'Offre Publique de Retrait ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 180.000 euros (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire est ainsi estimé à environ 3.659.580 euros (hors taxes) et sera financé par Financière Orolia sur ses propres ressources.

Le financement de cette Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire ne devrait pas avoir d'incidence sur les actifs, l'activité ou les résultats de l'Initiateur.

# 3 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Hormis les accords décrits ci-dessus, ni Orolia, ni Financière Orolia n'est partie à un accord ou n'a connaissance d'un accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

# 4 ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Invest Securities, banque présentatrice de l'Offre, pour le compte de l'Initiateur, selon les méthodes usuelles d'évaluation, sur la base d'informations disponibles sur Orolia, son secteur d'activité et ses concurrents.

L'objet de cette section est de présenter les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre soit 20,00 euros par action Orolia.

Les travaux de valorisation ont été réalisés par Invest Securities, banque présentatrice de l'Offre, sur la base des données publiques et d'informations communiquées par l'Initiateur. Il n'entrait pas dans la mission d'Invest Securities de vérifier ces informations ni de vérifier et d'évaluer les actifs ou les passifs de la Société. Par ailleurs, les éléments de valorisation présentés dans la présente note d'information conjointe intègrent les conditions de marché à la date du 28 juillet 2016 et ne préjugent pas des ajustements nécessaires si ces conditions venaient à évoluer.

## 4.1 Informations préliminaires

Le présent projet d'Offre initié par Financière Orolia s'inscrit dans la continuité de l'Offre Publique d'Achat Simplifié qui s'est clôturée le 6 juillet 2016. Lors de l'opération, Financière Orolia a acquis 290 835 titres, voyant sa participation passer de 86,08% à 93,84% du capital et des droits de vote. A la suite d'acquisitions de titres réalisées sur et hors marché depuis la clôture de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Financière a franchi en hausse le 26 juillet  le seuil des 95% du capital et des droits de vote et détient désormais 95,22% du capital (3 553 848 actions sur un total de 3 732 417). Le présent projet d'Offre initié par Financière Orolia porte sur les actions Orolia non détenues à ce stade, soit 178 569 titres (dont 4 590 titres détenus en autocontrôle et non apportés à l'offre) représentant 4,78% du capital et des droits de vote. Le prix de l'offre est de 20 euros, soit un prix identique à l'achat du bloc de contrôle, à l'OPAS lancée le 20 juin 2016 et aux rachats d'actions intervenus sur et hors marché en juillet.

## 4.2 Données financières de base

### 4.2.1 Agrégats de référence

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités d'Orolia pour les exercices 2011, 2012, 2013, 2014 et 2015, les rapports de gestion pour les exercices 2011, 2012, 2013, 2014 et 2015, ainsi qu'un plan d'affaires 2015-2018 établi par la Société en octobre 2015 et actualisé en juillet 2016.

### 4.2.2 Présentation des activités

Constituée en 2006, Orolia est un spécialiste de l'utilisation des systèmes de géolocalisation (Global Navigation Satellite Systems) pour des applications critiques dont les exigences en termes de fiabilité, de performance et de sécurité sont les plus élevées. Depuis son introduction en bourse en juillet 2007, la société a réalisé 9 acquisitions pour se développer sur diverses niches. Orolia compte ainsi de nombreuses filiales et activités regroupées au sein de 2 divisions : Spectracom et McMurdo.

Spectracom (46% du CA 2015)

Issue de la scission des activités d'horodatage et de synchronisation de Temex en 2006, la division a été constituée par les acquisitions de Spectracom en 2007, de Pendulum en 2008 et de Rapco Electronics en 2009. Son offre comprend : des équipements d'horodatage, de synchronisation et de mesure permettant de recaler les horloges des réseaux d'informations et systèmes critiques, de dater certains évènements précis et de contrôler l'exactitude et la précision du temps. Les principaux marchés adressés sont les secteurs de la défense, de l'aérospatial, des télécoms et des diffuseurs TV.

McMurdo (54% du CA 2015)

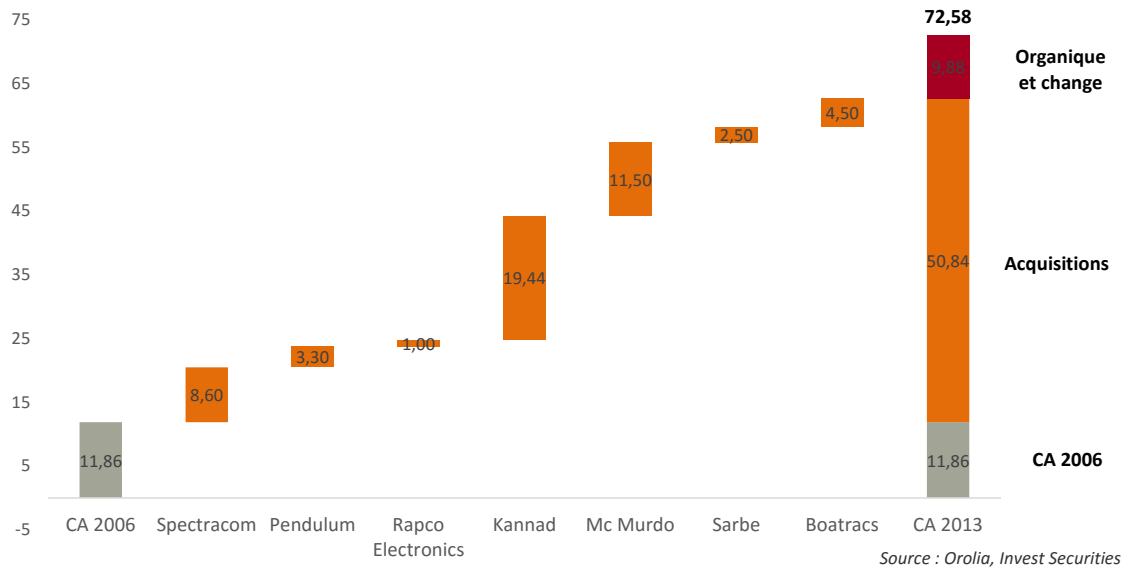
La division a été constituée par les acquisitions de Kannad et Mc Murdo en 2009, de Sarbe en 2011, de Boatracs en 2012 et de Techno-Sciences en 2014. Mc Murdo regroupe les activités spécialisées dans la gestion de situation de Recherche & Sauvetage et dans la surveillance maritime. Son offre comprend à la fois des balises de détresse (AIS ou COSPAS SARSAT), des infrastructures de connectivité satellitaire, des logiciels de surveillance/gestion des interventions de recherche & sauvetage, et des infrastructures sols pour la recherche & sauvetage. Les principaux marchés adressés sont l'aviation commerciale, l'aviation militaire, l'industrie maritime et les gouvernements.

### 4.2.3 Historique des résultats

Depuis 2014, Orolia publie ses résultats en normes IFRS. Une information comparative au titre de l'exercice 2013 a également été présentée. La principale différence avec les normes françaises précédemment utilisées tient au non amortissement des écarts d'acquisition. Afin de respecter cette différence de comptabilité, l'historique des résultats est décomposé en 2 phases : de 2006 à 2013 et de 2014 à 2015.

Historique 2006-13 (normes françaises)

Entre 2006 et 2013, Orolia a vu son CA passer de 11,9 millions d'euros à 72,6 millions d'euros. Comme l'illustre le graphique ci-dessous, 84% de cette croissance est imputable aux acquisitions, la croissance organique (incluant l'impact des changes) représentant les 16% restants.



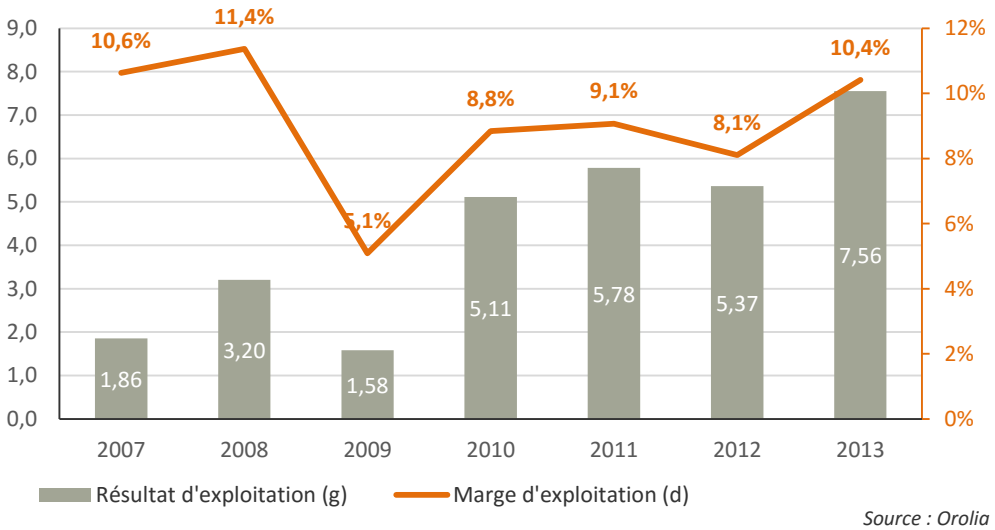

*Source : Orolia, Invest Securities*

La décomposition de la croissance du CA année par année sur 2007-2013 souligne par ailleurs la volatilité de la croissance organique, celle-ci s'établissant à +25% en 2007 et -14% en 2009. Par ailleurs, Orolia n'a pas été en mesure d'afficher une dynamique organique positive plus de deux années de suite. Ceci tient notamment à la nature des activités d'Orolia qui sont dépendantes de certains gros contrats, notamment dans l'aérospatial et la surveillance maritime. La croissance organique moyenne sur la période ressort à +7%.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CA | 17,44 | 28,17 | 31,10 | 57,81 | 63,73 | 66,19 | 72,58 |
| *Croissance lfl* | *+25%* | *+13%* | *-14%* | *+9%* | *+9%* | *-6%* | *+10%* |
| *Effet change* | *-1%* | *-4%* | *+2%* | *+3%* | *-2%* | *+4%* | *-3%* |
| *Effet périmètre* | *+23%* | *+53%* | *+22%* | *+74%* | *+4%* | *+6%* | *+3%* |
| *Variation du CA* | *+47%* | *+61%* | *+10%* | *+86%* | *+10%* | *+4%* | *+10%* |

*Source : Orolia*

En termes de rentabilité opérationnelle, Orolia a également affiché sur 2007-13 une forte volatilité d'une année sur l'autre, la marge d'exploitation étant comprise sur la période entre 5,1% et 11,4% du chiffre d'affaires. L'intégration des acquisitions aux rentabilités très disparates, combinées aux évolutions organique de l'activité, explique une grande partie de cette volatilité. Certains facteurs inhérents à Orolia, comme par exemple une accélération des investissements de R&D ou des décalages de certification, ont amplifié les deux principaux facteurs précédemment cités.




*Source : Orolia*

Historique 2014-15 (normes IFRS)

L'exercice 2014 a été marqué par l'intégration de la société Techno-Sciences à compter du 1er mai 2014, des décalages importants sur les ventes d'horloges atomiques dans le cadre de programmes spatiaux liés à des difficultés temporaires et par un retard de certification COSPAS SARSAT sur deux produits phares. Sur l'ensemble de l'exercice 2014, le chiffre d'affaires ressort à 80,4m€, en croissance de 10,8% par rapport à l'exercice 2013 en données publiées et en repli de 1,1% à périmètre et taux de change constants.

Les résultats 2014 ont quant à eux été marqués par :

- (i) une hausse des dépenses de recherche & développement (+1,46m€) et des investissements de transformation (1,71m€),
- (ii) une rentabilité de Techno-Sciences moindre que les activités du groupe (marge opérationnelle courante de seulement 7%)
- et (iii) plus de 4 millions d'euros d'éléments non récurrents, dont 2 millions d'euros liés des opérations d'acquisitions concrétisées ou avortées, 0,5 million d'euros liés à des litiges sociaux ou rupture de contrat, 0,7 million d'euros liés à une escroquerie aux virements internationaux et 1 million d'euros correspondant à une provision pour des problèmes chez des sous-traitants.

Ainsi, Orolia a dégagé au titre de 2014 un résultat opérationnel courant de 6,72 millions d'euros (-11%), une marge opérationnelle courante de 8,3% en recul de 2,1 points, et une perte nette part du groupe de 3,4 millions d'euros (vs +4,05 millions d'euros en 2013). Le management a qualifié à l'époque l'exercice 2014 de transition et présenté des objectifs plus ambitieux au titre de 2015, visant une croissance soutenue de son activité et une amélioration de sa rentabilité.

Au titre de l'exercice 2015, Orolia a dévoilé le 22 février 2016 un chiffre d'affaires de 98,2 millions d'euros, en croissance de 22% en données publiées et en recul de 3,6% à périmètre et taux de change constant. La société a notamment bénéficié :

- (i) de l'intégration sur 4 mois supplémentaires de Techno-Sciences,
- et (ii) d'un impact change favorable, sachant qu'Orolia réalise plus de 60% de son chiffre d'affaires en dollars et plus de 10% en livre sterling.

Ce niveau d'activité est en ligne avec les indications communiquées lors de la publication du chiffre d'affaires du 1er semestre 2015 le 29 juillet 2015.

Les résultats financiers 2015 publiés le 18 avril 2016 ont confirmé cette dynamique positive, avec une très forte amélioration de la rentabilité imputable à :

- (i) un impact change positif de +1,2 million d'euros sur le résultat opérationnel courant,

- (ii) la nette amélioration de la rentabilité de Techno-Sciences (marge opérationnelle de 11,7% contre 7% en 2014)

- et (iii) une bonne maîtrise des charges opérationnelles pour les activités historiques.

Le résultat opérationnel courant ressort en croissance de 64% à 10,9 millions d'euros, faisant ressortir une marge de 11,2% en hausse de 2,9 points. Cette amélioration de la rentabilité opérationnelle, combinée à une normalisation des charges non récurrentes (1,8 million d'euros en 2015 contre 4,4 millions d'euros en 2014), engendre un résultat net part du groupe de 5,88 millions d'euros, à comparer à une perte nette de 3,44 millions d'euros en 2014.

**Compte de résultat IFRS d'Orolia sur 2013-15**

| en millions d'euros | 2013 | %CA | 2014 | %CA | 2015 | %CA |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **CA** | **72,58** | | **80,42** | | **98,16** | |
| *variation 1 an* | *+9,7%* | | *+10,8%* | | *+22,0%* | |
| Autres produits | 0,63 | 0,9% | 0,41 | 0,5% | 0,08 | 0,1% |
| Achats & charges externes | -40,50 | -55,8% | -45,27 | -56,3% | -51,07 | -52,0% |
| Impôts & taxes | -0,52 | -0,7% | -0,59 | -0,7% | -0,53 | -0,5% |
| Charges de personnel | -20,58 | -28,4% | -24,07 | -29,9% | -28,83 | -29,4% |
| Autres produits et charges opérationnels | -0,15 | -0,2% | -0,41 | -0,5% | -1,09 | -1,1% |
| **EBITDA** | **11,46** | **15,8%** | **10,49** | **13,0%** | **16,73** | **17,0%** |
| *variation 1 an* | | | *-8,5%* | | *+59,5%* | |
| Dotations aux amortissements & provisions | -3,90 | -5,4% | -3,77 | -4,7% | -5,70 | -5,8% |
| **EBITA** | **7,56** | **10,4%** | **6,72** | **8,3%** | **11,03** | **11,2%** |
| *variation 1 an* | | | *-11,1%* | | *+64,2%* | |
| **Eléments non courants** | **-0,33** | **-0,5%** | **-4,40** | **-5,5%** | **-1,80** | **-1,8%** |
| **Ebit publié** | **7,22** | **10,0%** | **2,32** | **2,9%** | **9,22** | **9,4%** |
| *variation 1 an* | | | *-68,0%* | | *+298,4%* | |
| **Résultat financier** | **-1,99** | ***-2,7%*** | **-1,99** | ***-2,5%*** | **-0,87** | ***-0,9%*** |
| **Résultat avant impôt** | **5,23** | **7,2%** | **0,33** | **0,4%** | **8,35** | **8,5%** |
| *variation 1 an* | | | *-93,8%* | | *ns* | |
| IS / Tx IS /RCAIS | -1,12 | *-1,5%* | -3,69 | *-4,6%* | -2,39 | *-2,4%* |
| Intérêts minoritaires | -0,06 | -0,1% | -0,08 | -0,1% | -0,08 | -0,1% |
| **RN pdg** | **4,05** | **5,6%** | **-3,44** | **-4,3%** | **5,88** | **6,0%** |
| *variation 1 an* | | | *ns* | | *ns* | |

*Source : Orolia*

### 4.2.4 Bilan économique 2007-15

L'actif économique d'Orolia comprend les principaux points suivants :

- Des écarts d'acquisitions (23,8 millions d'euros au 31/12/15) compte tenu de la stratégie active d'acquisitions depuis 2007
- Des actifs incorporels (15,8 millions d'euros au 31/12/15) compte tenu de l'approche comptable de capitaliser une partie de ses dépenses de recherche & développement
- Un besoin en fonds de roulement importants (15,9m€ à fin 2015, soit 60 jours de chiffres d'affaires) compte tenu de la nature des clients et des projets

Le passif économique d'Orolia comprend les principaux points suivants :

- Des capitaux propres part du groupe solides (34,9 millions d'euros au 31/12/15), après le placement privé de 10,9 millions d'euros réalisé en 2007, un apport d'actifs rémunéré en actions pour 10 millions d'euros en septembre 2009 et une augmentation de capital de 5,9 millions d'euros réalisée

en décembre 2009. Ce niveau de capitaux propres tient par ailleurs compte de l'Offre Publique de Rachat d'Actions de 7,5 millions d'euros réalisée en juillet 2015.
- Une dette financière nette (17,1 millions d'euros au 31/12/15) consécutives aux acquisitions réalisées depuis 2007
- Des provisions (9,3 millions d'euros au 31/12/15) se décomposant principalement en des provisions retraites (5 millions d'euros au 31/12/15) et des provisions pour garantie (2,9 millions d'euros au 31/12/15).

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013* | 2014* | 2015* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ecart d'acquisitions | 7,6 | 9,4 | 17,4 | 14,3 | 13,2 | 18,8 | 19,1 | 23,8 | 23,8 |
| Autres immobilisations incorporelles | 1,8 | 2,9 | 4,4 | 6,7 | 7,7 | 6,7 | 7,9 | 13,2 | 15,8 |
| Immobilisations corporelles | 1,3 | 1,6 | 3,8 | 4,2 | 4,1 | 3,7 | 3,3 | 3,7 | 3,5 |
| Autres actifs immobilisés | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 0,6 | 0,4 | 0,6 | 3,1 | 2,1 | 3,1 |
| **Total actif immobilisé** | **10,7** | **14,1** | **26,0** | **25,8** | **25,4** | **29,6** | **33,4** | **42,9** | **46,1** |
| Besoin en fonds de roulement | 5,3 | 5,6 | 10,5 | 12,2 | 15,8 | 17,3 | 13,0 | 13,0 | 15,9 |
| **Total actif économique** | **16,1** | **19,7** | **36,5** | **37,9** | **41,2** | **46,9** | **46,3** | **55,9** | **62,0** |
| | | | | | | | | | |
| Capitaux propres part du groupe | 18,3 | 19,8 | 33,3 | 35,5 | 36,6 | 35,5 | 37,7 | 34,9 | 34,9 |
| Intérêts minoritaires | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,7 |
| Provisions | 0,8 | 1,3 | 2,7 | 2,5 | 2,6 | 4,4 | 4,0 | 7,2 | 9,3 |
| Dette financière nette | -3,3 | -2,0 | -0,1 | -0,7 | 1,3 | 6,6 | 4,1 | 13,2 | 17,1 |
| **Total passif économique** | **16,1** | **19,7** | **36,5** | **37,9** | **41,2** | **46,9** | **46,3** | **55,9** | **62,0** |

* en normes IFRS

*Source : Invest Securities, Orolia*

### 4.2.5 Analyse du plan d'affaires 2015-18

Plan d'affaires établi en octobre 2015

La société a établi en octobre 2015 un plan d'affaires 2015-2018, étant entendu qu'elle ne bénéficiait pas à l'époque de l'atterrissage sur ses résultats 2015. A l'échelle des 2 principales divisions d'Orolia, ce plan prévoit notamment sur 2016-18 :

- Pour la division Mc Murdo : (i) une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de +6% portée par ses offres à destination de l'aviation civile et à l'installation des infrastructures Sarsat après les contrats signés depuis 2014 et (ii) une amélioration progressive de la Rentabilité Opérationnelle Courante pour approcher à horizon 2018 un niveau proche de la rentabilité actuelle du groupe (soit 10% du chiffre d'affaires), avec notamment pour principaux leviers une normalisation des dépenses de recherche & développement.

- Pour la division Spectracom : (i) une croissance moyenne annuelle du CA de +9% par an, avec toutefois des dynamiques de croissance différente d'une année à une autre au regard des calendriers des programmes spatiaux et (ii) une légère amélioration de la rentabilité opérationnelle courante pour s'approcher à horizon 2018 des niveaux atteints en 2013 (15,8%).

Ce plan d'affaires intègre par ailleurs :

- Un taux d'imposition normatif de 33%
- Un Besoin en Fonds de Roulement se maintenant sur les niveaux actuels (soit environ 60 jours de chiffres d'affaires)
- Une stabilisation des crédits d'impôts, notamment le CIR, sur les niveaux actuels
- Une normalisation des investissements en matière de R&D.

La très forte amélioration de la rentabilité observée entre 2014 et 2015 permet de crédibiliser des objectifs qui auraient pu être qualifiés jusqu'alors de très ambitieux. Néanmoins, l'analyse de l'historique de résultats

du groupe témoigne d'une certaine volatilité, tant en termes de croissance du chiffre d'affaires que de rentabilité. Le décalage de certains contrats, imputables ou non à Orolia, tout comme une évolution défavorable des changes, seraient de nature à réviser sensiblement à la baisse les prévisions.

Eléments intervenus de nature à influer sur le Plan d'Affaires 2015-18

Le 18 avril dernier, Orolia a publié son chiffre d'affaires pour le premier trimestre 2016, concomitamment à la présentation de ses résultats 2015. Le chiffres d'affaires consolidé ressort à 18,9 millions d'euros, contre 23,7 millions d'euros au premier trimestre 2015, en baisse de 20,2% en données publiées et de 19,1% à périmètre et taux de change constants. La division Spectracom bénéficie d'une bonne dynamique des marchés avec une progression de l'activité de 8,8% (+10,3% à périmètre et taux de change constants) à 11,2 millions d'euros. La division McMurdo affiche en revanche un net repli (-43,2% en données publiées et -41,8% à périmètre et taux de change constants), avec un chiffre d'affaires de 7,7 millions. Cette évolution est expliquée par une base de comparaison défavorable liée à l'exécution en 2015 de contrats importants, notamment en Australie et en Nouvelle-Zélande. Orolia précise que l'objectif prioritaire pour les prochains mois est de reconstituer le carnet de commandes en signant de nouveaux grands contrats. A cet égard, le contrat d'environ 4 millions d'euros en Afrique du Nord annoncé en janvier 2016 constitue une étape importante. Malgré ce début d'année, Orolia a indiqué être confiant dans sa capacité à réaliser en 2016 un nouvel exercice de croissance. S'il n'est pas de nature à remettre en cause le plan d'affaires 2015-18, ce premier trimestre 2016 illustre la volatilité d'activité évoquée précédemment.

Le 27 juillet 2016, Orolia a publié son chiffre d'affaires pour le premier semestre 2016. Le chiffre d'affaires consolidé des six premiers mois de 2016 s'établit à 42,1 millions d'euros, en repli de 14,8% en données publiées et de 14,5% à taux de change constants. Sur le seul deuxième trimestre, l'activité ressort à 23,2 millions d'euros, traduisant une contraction de 17,3% en données publiées et de 16,3% à taux de change constants. A l'image du premier trimestre 2016, Orolia a bénéficié au deuxième trimestre de dynamiques contrastées entre ses deux divisions, Spectracom et Mc Murdo. Spectracom réalise un CA sur les six premiers mois de 24,7 millions d'euros, en croissance de 11,3% en données publiées et de 11,6% à taux de change constants. Cette division a principalement bénéficié de ventes soutenues des produits à destination des marchés liés aux réseaux informatiques de haute performance pour les services financiers, data centers et cloud computing. A l'inverse, la division McMurdo connait une contraction de son activité de 39,4% en données publiées et de 38,5% à taux de change constants sur le premier semestre 2016, dont un repli de -36,6% au deuxième trimestre en données publiées. Ceci est expliqué par un décalage de grands contrats gouvernementaux qui avaient à l'inverse fortement contribué à la croissance au premier semestre 2015. A cette occasion, Orolia a par ailleurs indiqué que l'exercice 2016 devrait afficher un léger repli sans remettre en cause les perspectives à moyen terme.

Actualisation du Plan d'Affaires 2015-18

Tenant compte du décalage de certains contrats pour la division McMurdo et après avoir pris connaissance des premières indications non auditées quant aux résultats du premier semestre 2016, le management d'Orolia a actualisé son plan d'affaires 2015-18. Les modifications concernent uniquement l'exercice 2016, afin d'intégrer les décalages de contrats de cette division qui ont pesé sur le premier semestre et qui devraient perdurer sur le second semestre. Dans une approche jugée prudente, le management a maintenu ses prévisions 2017-2018 eu égard à la reconstitution du carnet de commandes, intégrant de facto un non rattrapage des contrats manquants sur 2016.

Comme évoqué au moment de la communication du plan d'affaires en octobre 2015, Orolia présente une volatilité de ces résultats, imputable au décalage de certains contrats pour sa division McMurdo et dans une moindre mesure à l'évolution des changes. Alors que le plan d'affaires avait finalement pu être jugé conservateur à la lecture des excellents résultats 2015, la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2016 vient contrebalancer cette lecture et illustrer la volatilité des résultats en fonction des

décalages des contrats de la division McMurdo, tel que décrits dans le chapitre Facteurs de risque du rapport de Gestion 2015.

### 4.2.6 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont basés sur les comptes consolidés en normes IFRS telles qu'adoptées par l'Union européenne au 31 décembre 2015.

La Dette Nette ajustée de 26,35 millions d'euros intègre :

- Une Dette Financière Nette de 17,05 millions d'euros au 31/12/15, comprenant 29,60 millions d'euros de dettes bancaires et 1,99 millions d'euros d'affacturages auxquelles est déduite une trésorerie de 14,53 millions d'euros.
- L'indemnisation en numéraire d'un dirigeant de Boatracs pour 0,4 million d'euros en contrepartie de sa renonciation aux actions dues dans le cadre de l'accord d'intéressement en vigueur.
- L'indemnisation des salariés d'Orolia en contrepartie de leur renonciation aux options de souscription pour un montant de 1,05 million d'euros.
- Des provisions pour retraites nettes d'impôts de 3,31 millions d'euros.
- L'ensemble des autres provisions (litiges, garanties, restructurations) pour un montant cumulé de 4,39 millions d'euros.
- Les intérêts minoritaires pour leur valeur au bilan de 0,73 millions d'euros.
- Les reports déficitaires pour leur valeur reconnue en impôts différés actifs (0,59 millions d'euros). En plus de son déficit reportable activé, Orolia dispose d'un déficit reportable non activé et non reconnu en comptabilité de 8,14 millions d'euros pour ces activités françaises. Le groupe ayant déprécié 2,2 millions d'euros d'impôts différés actifs en 2014 en raison de l'absence de visibilité sur leur recouvrement, ces montants n'ont pas été intégrés.

| **en millions d'euros** | |
|---|---|
| Dette Financière Nette fin 2015 | 17,05 |
| Rachat des BSA détenus par dirigeant Boatracs | 0,40 |
| Indemnisation des options de souscription des salariés | 1,05 |
| Provisions retraites après impôts fin 2015 | 3,31 |
| Provisions pour garanties, litiges, restructurations et autres | 4,39 |
| Intérêts minoritaires | 0,73 |
| Reports déficitaires | -0,59 |
| **Dette Nette ajustée** | **26,35** |

### 4.2.7 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions Orolia retenu est de 3 951 107, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation de 3 732 417 tel que communiqué par la société au 22/07/2016, diminué des actions auto-

détenues (4 590) et augmenté des 223 280 actions susceptibles d'être émises par l'exercice des BSA calculées selon la « treasury stock method [2] » sur la base d'un cours de référence de 20€.

| Nombre d'actions retenues | Au 22/07/16 |
|---|---|
| Nombre d'actions en circulation | 3 732 417 |
| - actions auto-detenues | -4 590 |
| + exercice bons de souscription d'actions | 223 280 |
| **Nombre d'actions retenu** | **3 951 107** |

## 4.3 Méthodes retenues pour l'appréciation du prix de l'offre

### 4.3.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles

La méthode DCF (*discounted cash flows*) consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Pour construire nos estimations de flux de trésorerie, nous intégrons le plan d'affaires actualisé par la Société pour la période 2016-2018. Afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale déterminée, Invest Securities a établi un horizon de transition jusqu'en 2025 dont les hypothèses figurent ci-dessous :

- Atterrissage progressif de la croissance du chiffre d'affaires vers le niveau retenu à l'infini (+1%). Ce taux de 1% correspond à la tendance d'inflation anticipée dans les économies développées qui constituent l'essentiel des débouchés d'Orolia.
- Atterrissage progressif entre 2019 et 2025 de la marge d'EBITDA, retraitée de la R&D activée et hors CIR et subventions, pour atteindre 10,5% en 2025, soit la rentabilité moyenne attendue entre 2014 et 2018.
- Maintien à partir de 2019 du CIR sur le niveau atteint en 2018 (0,5 million d'euros).
- Absence de subventions au-delà de 2018.
- Atterrissage des investissements hors R&D vers un niveau représentant 1,5% du chiffre d'affaires et alignement des amortissements sur ce niveau.
- Stabilisation du BFR à un niveau représentant 60 jours de chiffre d'affaires, soit le niveau affiché en 2014 (59,0) et en 2015 (59,1).

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Il intègre :

- Le taux sans risque retenu de 0,39%, qui correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 26 juillet 2016 (source Factset Estimates).
- La prime de risque de marché retenue de 6,50%, correspondant à la moyenne sur 3 mois au 26 juillet 2016 de la prime de risque fournie par Factset Estimates.
- Une prime de risque spécifique de 4,0%, sachant que le Bêta obtenu par la corrélation entre le cours d'Orolia Technologies et l'indice CAC 40 n'a aucune signification compte tenu de la faible liquidité sur le titre (pour information 0,38x sur 1 an et 0,48x sur 3 ans). Cette prime ressort en milieu de fourchette

[2] Pour un plan donnée, nombre d'actions susceptibles d'être émises par exercice des souscriptions d'actions multiplié par la différence entre le cours de référence et le prix de l'exercice des options « dans la monnaie » et divisé par le cours de référence.

des primes de risque spécifique constatées dans le cadre d'offres publiques en France depuis 2014 (2,40% à 4,80%), ce qui se justifie au regard de la taille de la société et de son flottant.

- Un coût de la dette de 4,5% avant impôt et un taux d'imposition normatif de 33%.
- Un levier financier de 25%, sachant qu'Orolia affiche une Dette Nette Ajustée de 26,35 millions d'euros.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 8,92%.

| | |
|---|---|
| Taux sans risque (moyenne 3 mois) | 0,39% |
| Prime de risque du marché (moyenne 3 mois) | 6,50% |
| Prime de risque spécifique | 4,00% |
| **Coût du capital** | **10,89%** |
| Coût de la dette | 4,50% |
| Taux d'imposition | 33,00% |
| Levier financier | 25,00% |
| **Coût moyen pondéré du capital** | **8,92%** |

*Source : Factset Estimates, Invest Securities*

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de 1% à long terme, la valeur d'entreprise d'Orolia ressort à 98,7 millions d'euros, soit une valeur des capitaux propres de 72,4 millions d'euros ou 18,3 euros par action. La valeur terminale représente 48% de la valeur d'entreprise.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,25% du taux de croissance à l'infini et +/- 0,5% du taux d'actualisation. Sur la base de ces analyses, la valeur par action d'Orolia s'établit dans une fourchette de 16,4 euros à 20,6 euros.

| | | WACC | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 7,4% | 7,9% | 8,4% | 8,9% | 9,4% | 9,9% | 10,4% |
| croissance à l'infini | +0,50% | 23,0 | 20,9 | 19,1 | 17,5 | 16,1 | 14,9 | 13,7 |
| | +0,75% | 23,7 | 21,5 | 19,6 | 17,9 | **16,4** | 15,1 | 14,0 |
| | **+1,00%** | 24,3 | 22,0 | 20,1 | **18,3** | 16,8 | 15,4 | 14,2 |
| | +1,25% | 25,1 | 22,6 | **20,6** | 18,7 | 17,1 | 15,7 | 14,5 |
| | +1,50% | 25,9 | 23,3 | 21,1 | 19,2 | 17,5 | 16,1 | 14,7 |

*Source : Invest Securities*

Au-delà des sensibilités usuelles à la croissance à l'infini et au taux d'actualisation, il convient également de souligner le poids du CIR. En excluant cet élément, la valorisation par DCF s'établirait en scénario central à 17,7 euros, contre 18,3 euros dans le scénario central présenté ci-dessus.

### 4.3.2 Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats d'Orolia les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité. Cette méthode a été retenue compte tenu de l'existence d'un nombre suffisant de comparables, bien que certaines différences existent au niveau des modèles d'activité, des positionnements et de la taille.

L'échantillon de sociétés comparables est composé de 12 sociétés :

- Cobham, société anglaise cotée à la bourse de Londres, est un équipementier aéronautique présent à la fois dans les avions ravitailleurs, l'électronique, l'avionique, les radars et le matériel de survie. Le groupe est organisé autour de 4 divisions : Communication & Connectivité (37% du chiffre d'affaires), systèmes de mission (18%), Solutions d'Electronique Avancées (26%) et Services Aéronautiques (19%).

Cobham adresse à la fois les marchés de l'aéronautique, de l'aérospatial et de la défense. La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 2 072 millions de livres.

- Flir, société américaine cotée au Nasdaq, est le leader mondial des caméras et systèmes infra-rouges, ainsi que des solutions de géolocalisation. La société est organisée autour de 6 divisions : surveillance (32% du chiffre d'affaires), détection (7%), Sécurité (15%), instruments de mesure (22%), Automobile (12%) et Marine (11%). La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 1 557 millions de dollars.
- Furuno, société japonaise cotée à Osaka, est un fournisseur de solutions électroniques (GPS, sonars, systèmes de navigation, communication par satellite, positionnement) pour la marine et l'industrie.
- Garmin, société américaine cotée au Nasdaq, est spécialisée dans les systèmes de navigation par GPS. Son offre adresse à la fois des segments grand public dans l'automobile (37% du chiffre d'affaires 2015) et le sport/loisirs (38%), ainsi que des segments industriels comme l'aéronautique (14%) et la marine (11%). La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 2 820 millions de dollars.
- Hexagon AB, société industrielle suédoise cotée à Stockholm, est spécialisé dans les solutions de conception, de mesure et de visualisation. Elle est organisée en 2 divisions : solutions géo spatial (50% du chiffre d'affaires) et solutions de conception pour les entreprises (50% du chiffre d'affaires). Elle adresse principalement les marchés de l'ingénierie/construction et de l'énergie. La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 3 044 millions d'euros, réparti entre l'Amérique du Nord (31%), l'Europe occidentale (30%), l'Asie (28%) et le reste du monde (11%).
- Keysight Technologies, société américaine cotée à New York, est spécialisée dans les équipements de mesure pour les industries des télécommunications (34% du chiffre d'affaires), de l'aéronautique (22%), de l'informatique et des semi-conducteurs (44%).
- Kongsberg, société norvégienne cotée à Oslo, est un fabricant de produits de positionnement, de navigation, d'automatisation et de simulation. La société est organisée autour de 4 divisions : Maritime (60% du chiffre d'affaires) via des systèmes de navigation, d'information et de positionnement, des instruments de mesure sismiques et géologiques, Défense (24%) via des systèmes de guidage, de contrôle, de surveillance et de communication, Protech (9%) via des postes de tir télécommandés et Pétrole & Gaz (5%). La société a réalisé en 2015 un CA de 17 141 millions de couronnes norvégiennes.
- L-3 Communications Holding, société américaine cotée à News York, est spécialisée dans les systèmes sécurisés de transmissions de données à haut débit, les liaisons hertziennes, l'avionique et les communications océaniques. La société adresse principalement les secteurs de la défense et l'armement qui représentent plus de 70% de son chiffre d'affaires. La société a réalisé en 2015 un CA de 10 466 millions de dollars.
- Rockwell Collins, société américaine cotée à New York, est un groupe industriel spécialisé dans l'avionique, à travers des solutions de navigation et de guidage, de communication, de contrôles de vols, d'optique. Rockwell Collins est organisé en 3 divisions : aviation civile (46% du chiffre d'affaires), gouvernement et défense (42%) et services (12%). La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 5 244 millions de dollars.
- Trimble, société américaine cotée au Nasdaq, est un acteur de référence dans les technologies de positionnement de pointe et d'optique (GPS, laser). La société adresse les marchés de l'agriculture, de la construction, de l'architecture/ingénierie, des transports et de la logistique. La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 1 534 millions de dollars.
- Teledyne, société américaine cotée à New York, est un conglomérat spécialisé sur différentes niches technologiques. La société est organisé autour de 4 divisions : (i) Instrumentations (46% du chiffre d'affaire) pour la marine (contrôle & surveillance), l'industrie pétrolière, l'environnement (qualité de l'air et de l'eau) et pour le médical, (ii) Imagerie Digitale (16%) dans les domaines de la santé, des semi-conducteurs, (iii) Electronique pour l'Aéronautique et la Défense (26%) via des solutions de communication et de mesure et (iii) Systèmes d'Ingénierie (12%). La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 2 298 millions de dollars.
- Ultra Electronics, société anglaise cotée à Londres, est un fournisseur de systèmes électroniques (détection, communication et surveillance) pour les marchés de la défense, de l'aéronautique, de la sécurité, des transports et de l'énergie. La société a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de 726 millions de livres.

Nous avons dû exclure de notre échantillon Frequency Electronics, pur comparable d'Orolia dans les systèmes de temps, fréquence et mesure haute précision, en raison de l'absence de suivi dans les bases de données Factset Estimates, Bloomberg et Capital IQ, ainsi qu'Honeywell, conglomérat américain trop diversifié, malgré le fait que ce dernier ait racheté COMDEV, un concurrent d'Orolia.

Les principaux agrégats des sociétés de l'échantillon (capitalisation boursière, valeur d'entreprise, croissance du chiffre d'affaires, et marge d'EBITDA retraitée de la R&D activée) sont détaillés ci-dessous :

| | Pays | Capi | VE | Croissance du CA | | Marge d'EBITDA retraitée R&D | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | (m€) | (m€) | 2015 | 2016e | 2015 | 2016e |
| Hexagon AB | Suède | 12 617 | 14 326 | +16% | +5% | 23,4% | 24,8% |
| L-3 Communications | Etats-Unis | 10 366 | 13 375 | -4% | -4% | 10,5% | 12,0% |
| Garmin | Etats-Unis | 7 984 | 6 069 | +9% | -0% | 22,9% | 21,5% |
| Cobham | Royaume Uni | 3 457 | 5 090 | +18% | -16% | 19,7% | 18,5% |
| Trimble Navigation | Etats-Unis | 5 975 | 6 540 | +7% | +3% | 18,1% | 18,6% |
| FLIR Systems | Etats-Unis | 4 102 | 3 997 | +13% | +4% | 23,1% | 22,9% |
| Teledyne Technologies | Etats-Unis | 3 316 | 3 944 | +7% | -4% | 16,3% | 16,1% |
| Kongsberg Gruppen | Norvège | 1 528 | 1 442 | -3% | +1% | 9,8% | 9,1% |
| Ultra Electronics | Royaume Uni | 1 458 | 1 873 | +7% | -4% | 17,7% | 17,5% |
| Furuno | Japon | 143 | 183 | +16% | +9% | 6,3% | 5,8% |
| Keysight | Etats-Unis | 4 598 | 5 165 | +9% | +1% | 21,4% | 21,3% |
| Rockwell Collins | Japon | 9 958 | 11 681 | +17% | -0% | 24,2% | 24,0% |
| **Moyenne** | | **5 095** | | **+9%** | **-0%** | **17,8%** | **17,7%** |
| **Médiane** | | **3 779** | | **+9%** | **+0%** | **18,9%** | **18,5%** |

*Source : Factset, Invest Securities*

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu uniquement les multiples calculés sur la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA retraité de la R&D activée. Au regard des différentes pratiques en termes de comptabilisation de la R&D et de leur implication en termes d'amortissement et d'impact fiscal, les VE/EBITDA non retraités, ainsi que les VE/EBITA et les PER ne permettent pas de donner une image fidèle et comparable, tandis que l'EV/CA ne reflète pas les écarts potentiels de rentabilité.

Les ratios de valorisation sont déterminés sur la base des cours au 26 juillet 2016. Les estimations de résultats 2015 et 2016 sont issues du consensus Factset Estimates. Les multiples de l'échantillon de comparables sont les suivants :

| | EV/EBITDA retraité R&D | | | EV/EBITDA publié | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2015 | 2016e | 2017e | 2015 | 2016e | 2017e |
| Hexagon AB | 20,1x | 18,1x | 16,5x | 16,3x | 14,8x | 13,5x |
| L-3 Communications | 13,2x | 12,1x | 11,4x | 13,2x | 12,1x | 11,4x |
| Garmin | 10,2x | 10,9x | 10,7x | 10,2x | 10,9x | 10,7x |
| Cobham | 9,2x | 11,6x | 10,8x | 9,2x | 11,6x | 10,8x |
| Trimble Navigation | 17,1x | 16,1x | 13,8x | 17,1x | 16,1x | 13,8x |
| FLIR Systems | 12,0x | 11,6x | 10,8x | 12,0x | 11,6x | 10,8x |
| Teledyne Technologies | 11,4x | 12,0x | 10,8x | 11,4x | 12,0x | 10,8x |
| Kongsberg Gruppen | 8,3x | 8,9x | 7,6x | 7,8x | 8,3x | 7,2x |
| Ultra Electronics | 10,7x | 11,3x | 10,2x | 10,3x | 10,9x | 9,9x |
| Furuno | 4,2x | 4,2x | 4,4x | 4,2x | 4,2x | 4,4x |
| Keysight | 9,2x | 9,1x | 8,8x | 9,2x | 9,1x | 8,8x |
| Rockwell Collins | 10,0x | 10,1x | 9,6x | 10,0x | 10,1x | 9,6x |
| **Moyenne** | **11,7x** | **11,7x** | **10,7x** | **11,2x** | **11,3x** | **10,3x** |
| **Médiane** | **11,1x** | **11,6x** | **10,8x** | **10,9x** | **11,6x** | **10,8x** |

*Source : Factset Estimates*

Appliqués aux estimations de résultats d'Orolia, les EV/EBITDA retraités 2015 et 2016 font ressortir une valeur de 21,1 euros à 26,6 euros par action.

Compte tenu de la différence de taille entre Orolia et les valeurs de notre échantillon de comparables, il est appliqué une décote basée sur l'Abaque d'Eric-Eugène Grena. En s'appuyant sur la table ci-dessous et compte tenu d'un rapport des capitalisations de 2% (77 millions pour Orolia vs médiane à 3 779 millions d'euros pour l'échantillon de comparables), il est appliqué une décote de 34% sur la valorisation d'Orolia.

| Rapport des capitalisations | Décote |
|---|---|
| <2% | 40% |
| 2% | 34% |
| 5% | 26% |
| 10% | 20% |
| 20% | 14% |
| 30% | 10% |
| 40% | 7% |
| 50% | 5% |
| 60% | 4% |
| 80% | 2% |

*source : Invest Securities*

La valorisation par comparables d'Orolia s'établit donc entre 13,9 euros et 17,5 euros.

### 4.3.3 Approche par les cours boursiers

Les actions Orolia sont admises aux négociations sur Alternext depuis le 27 juillet 2007 au sein du groupe de cotation EA et ont été transférées le 6 juillet 2009 au groupe de cotation E2. L'analyse du cours de bourse a été réalisée sur une période d'un an, soit à partir du 26 juillet 2016. Nous faisons également figurer le cours du 11 février, jour de l'annonce de la transaction (acquisition de 88% du capital par Eurazeo PME associé aux fondateurs et au management).

Au cours des 12 derniers mois précédant, les volumes moyens se sont élevés à 821 993 titres, soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 56 milliers d'euros. La liquidité du titre Orolia est suffisante pour que soit retenue l'approche par les cours boursiers, puisque le taux de rotation du flottant ressort à 168% sur 1 an. Il convient de souligner que la période d'observation inclut six mois (à partir du 11/02/16) durant lesquels le marché a été informé de l'intention d'Eurazeo PME de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée au prix de 20 euros.

**Historique de cours d'Orolia entre juillet 2015 et juillet 2016**

*Source : Factset Estimates*

Au 26 juillet 2016, l'action Orolia a clôturé à 20,40 euros. Le cours moyen pondéré s'établit à 20,02 euros sur 3 mois, 19,41 euros sur 6 mois et 17,97 euros sur 12 mois. Le cours a atteint son plus haut sur les douze derniers mois le 21 juillet 2016 à 21,99 euros et son plus bas le 28 juillet 2015 à 13,17 euros.

| | Cours | Volume moyen journalier | Prime/décote |
|---|---|---|---|
| Cours spot au 26/07/16 | 20,40 | 1 333 | -2% |
| Cours spot au 11 février 2016 (date annonce) | 16,35 | 498 | +22% |
| Moyenne pondérée 3 mois (26/04/16 au 26/07/16) | 20,02 | 5 644 | -0% |
| Moyenne pondérée 6 mois (26/01/16 au 26/07/16) | 19,41 | 3 262 | +3% |
| Moyenne pondérée 12 mois (26/07/15 au 26/07/16) | 17,97 | 3 137 | +11% |
| Plus bas 12 mois | 13,17 | | +52% |
| Plus haut 12 mois | 21,99 | | -9% |

*Source : Factset Estimates*

### 4.3.4 Approche par les transactions récentes sur le capital

Cette méthode consiste à observer les transactions récentes sur le capital de la Société.

Le 29 avril 2015, Orolia a fait part de son intention de lancer une Offre Publique de Rachat d'Actions (OPRA) portant sur un maximum de 500 000 actions, soit 11,82% du capital, au prix de 15 euros par action. Les conditions financières ont fait l'objet d'une attestation sur leur caractère équitable pour les actionnaires délivrée par un expert indépendant, le cabinet Farthouat Finance. Un projet de note d'information a été déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2015 et l'AMF a apposé son visa à l'opération le 28 mai 2015 sous le n°15-229.

Le 11 février 2016, Eurazeo PME a annoncé avoir signé un accord en vue de détenir 88% du capital d'Orolia avec les fondateurs et le management. L'accord prévoit l'acquisition de 42% du capital auprès de 2 actionnaires financiers historiques pour la totalité de leur participation et de ses fondateurs et managers. Le solde, 46% du capital, est apporté à Financière Orolia sur la base de la même valeur par titre.

Au cours d'une offre publique d'achat simplifié ouverte du 20 juin au 6 juillet 2016, Financière Orolia a acquis au cours de 20 euros 290 835 actions, soit 9% du capital. A l'issue de l'opération, Financière Orolia déclare détenir 93,83% du capital et des droits de vote.

Depuis, la clôture de l'OPAS, Financière Orolia a annoncé avoir acquis des titres à un prix de 20€ lui permettant de franchir le seuil des 95% du capital pour détenir 95,22% du capital et des droits de vote.

### 4.3.5 Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions Orolia

Le tableau ci-dessous récapitule les primes et décotes induites par rapport au prix de l'offre (20 euros).

| | Valorisation de l'action | Prime / décote |
|---|---|---|
| **Actualisation des flux de trésorerie** | | |
| Scénario central | 18,3 | +9% |
| | | |
| **Comparables** | | |
| EV/EBITDA retraité 2015 | 17,5 | +14% |
| EV/EBITDA retraité 2016 | 13,9 | +44% |
| | | |
| **Cours de bourse** | | |
| Cours spot au 26/07/16 | 20,40 | -2% |
| Cours spot au 11 février 2016 (date annonce) | 16,35 | +22% |
| Moyenne pondérée 3 mois (26/04/16 au 26/07/16) | 20,02 | -0% |
| Moyenne pondérée 6 mois (26/01/16 au 26/07/16) | 19,41 | +3% |
| Moyenne pondérée 12 mois (26/07/15 au 26/07/16) | 17,97 | +11% |
| Plus bas 12 mois | 13,17 | +52% |
| Plus haut 12 mois | 21,99 | -9% |
| | | |
| **Transactions récentes sur le capital** | | |
| OPRA juillet 2015 | 15,0 | +33% |
| Rachat de 88% du capital par Eurazeo en février 2016 | 20,0 | +0% |
| OPAS lancée par Financière Orolia | 20,0 | +0% |
| Acquisitions de titres par Financière Orolia en juillet 2016 | 20,0 | +0% |

## 4.4 Méthodes écartées

### 4.4.1 Cours cibles des analystes

Orolia ne fait l'objet d'un suivi que de la part d'un seul bureau d'analyse (Gilbert Dupont) selon les informations collectées auprès de Bloomberg et Factset Estimates. L'absence de consensus ne nous permet pas de retenir la méthode de valorisation par les objectifs de cours.

A titre d'information, nous présentons ci-dessous l'historique des objectifs de cours de Gilbert Dupont depuis 1 an. Entre le 22 juillet 2015 et le 30 juin 2016, l'objectif de cours de Gilbert Dupont est compris entre 16,5 euros et 20,2 euros.

| Date de publication | Bureau d'analyse | Recommandation | Objectif cours |
|---|---|---|---|
| 22/07/2015 | Gilbert Dupont | Accumuler | 16,5 |
| 29/07/2015 | Gilbert Dupont | Acheter | 16,8 |
| 12/10/2015 | Gilbert Dupont | Acheter | 17 |
| 29/10/2015 | Gilbert Dupont | Acheter | 18 |
| 13/01/2015 | Gilbert Dupont | Acheter | 20,2 |
| 11/02/2016 | Gilbert Dupont | Apporter | 20 |
| 30/06/2016 | Gilbert Dupont | Apporter | 20 |

*Source : Factset Estimates*

### 4.4.2 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue étant donné que (i) elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et (ii) Orolia n'a jamais versé de dividende depuis 2007.

### 4.4.3 Actif Net Comptable

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs d'Orolia sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés.

A titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) d'Orolia ressort à 9,4 euros par action à fin 2015.

### 4.4.4 Multiples de transactions comparables

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers d'Orolia les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité.

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

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction ;
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leurs perspectives de croissance
- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas d'Orolia, ces difficultés se vérifient sur les 22 transactions identifiées depuis 2008, avec notamment des écarts de valorisation très importants, tant en termes de Valeur d'Entreprise (VE) rapportée au Chiffre d'Affaires (0,7x pour ECT Industries à 4,3x pour Veripos) que de VE/EBITDA (6,4x pour Trivec-Avant à 33,3x pour Symmetricom). Par ailleurs, les informations disponibles sont insuffisantes pour déterminer avec précision le traitement comptable de la R&D qui est un enjeu majeur dans cette industrie. Ceci nous conduit à ne pas retenir cette approche.

| Cible | Acquéreur | Date annonce | Prix (m€) | EV/CA | EV/EBITDA |
|---|---|---|---|---|---|
| COM DEV | Honeywell | 05/11/2015 | 311 | 2,2x | 10,0x |
| Kratos Defense | Ultra Electronics | 24/08/2015 | 243 | nd | 12,0x |
| Exelis | Harris Corporation | 29/05/2015 | 3 979 | 1,4x | 8,8x |
| Teltronic | Sepura PLC | 26/05/2015 | 127,5 | 2,0x | 12,6x |
| SkyWave Mobile Communications | ORBCOMM | 01/01/2015 | 70 | 1,4x | 7,8x |
| Aeroflex Holding | Cobham plc | 12/09/2014 | 1 066 | 2,3x | 11,9x |
| Veripos | Hexagon AB | 07/02/2014 | 138 | 4,3x | 11,9x |
| Symmetricom | Microsemi Corporation | 26/11/2013 | 178 | 1,2x | 33,3x |
| Six3 Systems | CACI International | 15/11/2013 | 764 | 2,3x | 17,0x |
| Parvus Corporation | Curtiss-Wright Controls | 01/10/2013 | 28 | 1,9x | 7,8x |
| RigNet | KKR | 24/09/2013 | 364 | 2,4x | 10,2x |
| Thrane & Thrane | Cobham | 19/06/2012 | 346 | 2,4x | 13,1x |
| Thrane & Thrane | Cobham | 05/04/2012 | 335 | 2,3x | 12,7x |
| Trivec-Avant Corporation | Cobham | 31/10/2011 | 104 | nd | 6,4x |
| ECT Industries | NSE Holding | 31/08/2011 | 15 | 0,7x | 11,2x |
| EMS Technologies | Honeywell International | 19/08/2011 | 344 | 1,4x | 12,7x |
| Raytheon Applied Signal Technology | Raytheon Space & Airborne Systems | 28/01/2011 | 363 | 2,1x | 14,6x |
| Excelitas Technologies | Veritas Capital | 29/11/2010 | 379 | nd | 10,0x |
| Harris CapRock Communications | Harris Corporation | 30/07/2010 | 412 | 1,4x | 9,6x |
| Raymarine | FLIR Systems | 14/05/2010 | 144 | 1,2x | 32,8x |
| Axsys Technologies | General Dynamics Advanced Information Systems | 02/09/2009 | 432 | 2,4x | 12,6x |
| DRS Technologies | Finmeccanica | 22/10/2008 | 3 221 | 1,5x | 11,4x |
| | | | **Moyenne** | **1,9x** | **13,2x** |
| | | | **Médiane** | **2,0x** | **11,9x** |

*Source : Capital IQ, sociétés*

# 5 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance représenté par Monsieur Philippe Leroy a été mandaté en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

L'expert indépendant a confirmé que le Prix de l'Offre de 20,00 euros par action Orolia (que Financière Orolia propose dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire) est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Orolia.

Son rapport en date du 30 août 2016 est intégralement reproduit ci-après.

Associés en Finance
JACQUILLAT & DETROYAT ASSOCIÉS

orolia Group
Beyond the Frontier

# COMPLEMENT D'ATTESTATION D'EQUITE DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE INITIEE PAR FINANCIERE OROLIA SUR LES ACTIONS OROLIA

30 août 2016

SOMMAIRE


**I. Missions et moyens ..... 50**

**II. Présentation d'Orolia ..... 52**

II.1. Actionnariat ..... 53

II.2. Activités ..... 53

II.3. Analyse financière et stratégique ..... 55

**III. Mise à jour de l'évaluation d'Orolia ..... 59**

III.1. Analyse du cours de bourse et primes extériorisées par l'Offre ..... 59

III.2. Les méthodes écartées ..... 62

III.3. Les méthodes retenues ..... 62

III.3.a. Paramètres utilisés dans la valorisation ..... 62

III.3.b. Méthode de valorisation intrinsèque : DCF to *firm* ..... 63

III.3.c. Paramètres et mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels par la méthode DCF to *firm* ..... 64

III.3.d. Transactions récentes portant sur le capital de la Société ..... 66

III.3.e. Méthode analogique des multiples boursiers (à titre indicatif) ..... 67

III.3.f. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif) ..... 69

**IV. Analyse des travaux du conseil de l'initiateur ..... 71**

**V. Conclusion d'Associés en Finance sur l'analyse du prix de l'Offre ..... 73**

**VI. Annexes ..... 76**

**Annexe A : Accords préalables à l'Offre ..... 76**

**Annexe B : Présentation de l'expert ..... 80**

**Annexe C : Détails sur la mission ..... 80**

**Annexe D : Présentation de l'échantillon des sociétés comparables ..... 83**

**Annexe E : Présentation du modèle TRIVAL® ..... 85**

## • Missions et moyens

### *Contexte*

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

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

Après la réalisation de ces accords et conformément à ce qui avait été annoncé en février 2016, Financière Orolia (ci-après l'« **Initiateur** ») a lancé une Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'**« OPAS »**) entre le 20 juin et le 6 juillet 2016 inclus, visant les actions détenues par le Public, soit 13,92% du capital existant et des droits de vote. L'Initiateur avait annoncé son intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire des actions de la Société, dans les trois mois suivant la clôture de l'OPAS, si le seuil de détention de 95% du capital ou des droits de vote de la Société par Financière Orolia était franchi à l'issue de l'OPAS. L'OPAS a été lancée au même prix que celui ressortant des accords préalables d'achats de titres, soit 20 € par action. Les résultats de l'OPAS ont été publiés le 7 juillet 2016. A l'issue de l'OPAS, Financière Orolia détenait 93,84% du capital d'Orolia, soit 94,51% du capital hors actions d'autocontrôle.

Suite à l'annulation en juillet 2016 d'actions ordinaires Orolia détenues en autocontrôle, et après acquisition sur le marché et hors marché d'actions Orolia au prix de 20 € par action, Financière Orolia détient, depuis le 26 juillet 2016, 95,22% du capital et des droits de vote d'Orolia.

En conséquence, et conformément à ce qui avait été annoncé lors du dépôt de l'OPAS, Financière Orolia a fait connaître son intention de déposer une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (ci-après l'« **OPR-RO** » ou l'« **Offre** ») visant à acquérir le solde des actions Orolia. La cotation des titres est suspendue à la demande de la Société depuis la clôture du 26 juillet 2016.

### *Mission d'Associés en Finance*

Dans ce contexte, Associés en Finance, représenté par Philippe Leroy, a été mandaté par la Société en tant qu'expert indépendant, afin d'attester du caractère équitable du prix proposé pour les actions Orolia dans le cadre de la présente Offre. Cette intervention est requise en vertu de l'article 261-1 II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** »), qui précise que la société visée désigne un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après la « **Mission** »).

L'initiateur s'engage à acquérir au prix unitaire de 20 €, soit au même prix que lors de l'offre initiale (OPAS), le solde des actions Orolia non détenues par lui-même, représentant 4,78% du capital.

Associés en Finance est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS et a émis à ce titre une attestation d'équité en date du 6 juin 2016.

La mission d'Associés en Finance consiste à établir un complément d'attestation dans le cadre de la procédure d'OPR-RO en vue d'actualiser l'Attestation Initiale.

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, Catherine Meyer, Associée, Laurent Sitri et Viet Do-Quy, Analystes Financiers faisant déjà partie de l'équipe en charge du rapport d'expertise relatif à l'OPAS. Arnaud Jacquillat, Directeur Général, est en charge du Contrôle Qualité.

### *Indépendance*

Dans le cadre de la présente mission qui constitue un prolongement de l'expertise menée au titre de l'OPAS, Associés en Finance confirme sa déclaration d'indépendance : Associés en Finance confirme ne pas avoir de

conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, Détroyat Associés[3], Associés en Finance et leurs salariés :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la Société, de l'Initiateur ou de leurs actionnaires au cours des dix-huit derniers mois susceptible d'affecter son indépendance, autre que celle réalisée dans le cadre de l'attestation d'équité relative à l'OPAS ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente Mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir.
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter leur indépendance.

### *Avertissement*

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

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont Orolia fait ou pourrait faire l'objet. De manière générale, Associés en Finance a tenu pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

### *Déroulement de la mission d'Associés en Finance*

Associés en Finance a été mandaté par la Société le 27 juillet 2016. La mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 27 juillet 2016 au 22 août 2016, date à laquelle la note d'information a été communiquée à l'Autorité des Marchés Financiers.

Compte tenu de la proximité temporelle entre l'OPAS et le projet d'OPR-RO, les diligences conduites ont eu pour objet d'actualiser les éléments ayant changé entre les deux missions d'Associés en Finance en mettant à jour les éléments relatifs à l'appréhension du contexte de l'opération et l'appréciation des conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires par l'actualisation de l'évaluation multicritères menée au titre de l'OPAS.

Dans le cadre de l'exécution de la Mission, Associés en Finance a examiné les documents et éléments d'information nouveaux relatifs à l'Offre, principalement le projet de note d'information relative à l'OPR-RO présentée par Invest Securities et son rapport d'évaluation, le plan d'affaires établi par la Société (ci-après le « **Plan d'Affaires** ») et actualisé en juillet 2016, les nouvelles publications financières de la Société (chiffre d'affaires du 1er semestre 2016), et les éléments financiers relatifs à l'atterrissage budgétaire au 30 juin 2016 et les premiers éléments sur les comptes semestriels préliminaires. Le plan d'affaires révisé est cohérent avec ces éléments financiers du 30 juin 2016.

Pour mener sa Mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données (modèle Trival®), sur les entretiens mentionnés en annexe et sur les diverses sources d'informations disponibles.

[3] Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014

### *Accords préalables à l'Offre*

Orolia et Financière Orolia nous ont confirmé qu'il n'existait pas d'accords connexes à la présente Offre entre ces différentes entités, le management d'Orolia ou des actionnaires minoritaires, autres que ceux présentés dans le rapport d'expertise d'Associés en Finance de juin 2016, et rappelés en annexe A du présent document[4].

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

## • Présentation d'Orolia

S'agissant ici de l'actualisation du précédent rapport d'expertise réalisé au titre de l'OPAS, la section • synthétise ci-après les principales caractéristiques de la Société en termes d'actionnariat, d'activité et d'évolution financière[5]. Les points marquants caractérisant Orolia et mis en exergue dans le rapport d'expertise de juin 2016 étaient les suivants :

Un impact important de la croissance externe,
Une croissance organique volatile, impliquant une forte variabilité des résultats,
Une forte intensité en R&D, caractéristique d'une société à caractère technologique,
Une position forte sur certains marchés,
Et une forte sensibilité aux parités de change.

[4] Cf. également la note d'information conjointe

[5] Cf. la section II du rapport d'expertise de juin 2016 pour plus de détails sur ces différents points

- **Actionnariat**

**Actionnariat d'Orolia au dépôt de l'Offre**

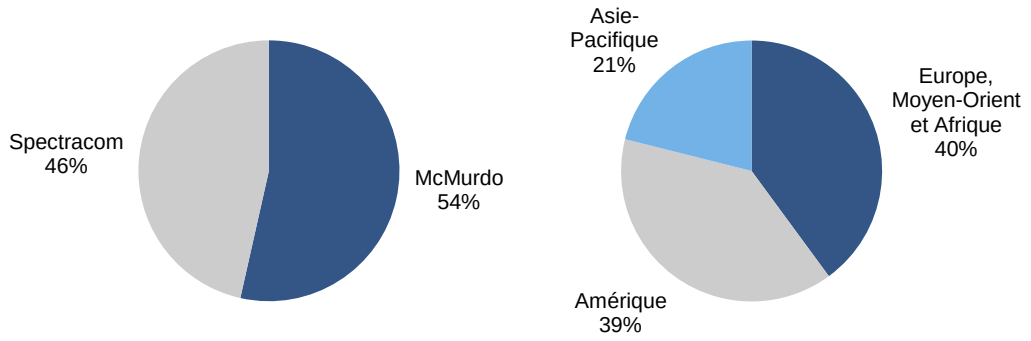
| | Capital | | Droits de vote | |
|---|---|---|---|---|
| Actionnaires | Nombre d'actions | % | Nombre d'actions | % |
| Financière Orolia | 3 553 848 | 95,2% | 3 553 848 | 95,2% |
| Autocontrôle | 4 590 | 0,1% | 4 590 | 0,1% |
| Flottant | 173 979 | 4,7% | 173 979 | 4,7% |
| **Total** | **3 732 417** | **100,0%** | **3 732 417** | **100,0%** |

*Source : Société*

- **Activités**

Depuis fin 2011, les activités d'Orolia sont organisées en deux divisions : (i) McMurdo (anciennement *Positionning, Tracking & Monitoring*), et (ii) Spectracom (anciennement *Timing, Tests & Measurements*).

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




*Source : Société*

### *McMurdo (anciennement Positioning, Tracking & Monitoring)*

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

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

### *Spectracom (anciennement Timing, Test & Measurement)*

La division Spectracom couvre trois grandes fonctions liées à la fiabilisation des services de positionnement, navigation et timing offerts par GNSS[6] : timing de haute précision (horloges atomiques et à quartz de très haute performance), test, simulation, management des signaux GNSS (générateurs de signaux, lutte contre le brouillage ou le leurrage, localisation dans les environnements où les signaux sont perturbés) et positionnement/navigation

[6] GNSS (*Global Navigation Satellite Systems)* : systèmes de géolocalisation par satellites.

GNSS durcis (équipements qui permettent d'assurer la continuité des informations dans les environnements électromagnétiques perturbés).

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

### *Une croissance externe soutenue*

Le développement d'Orolia est caractérisé par une croissance externe soutenue, qui s'est faite par 9 acquisitions depuis sa création en 2006 (*cf. pour plus de détails la section II.2 « activités » du rapport d'expertise de juin 2016*). Les plus importantes acquisitions ont été celles de (i) Spectacrom en 2007, lui permettant de consolider son positionnement dans les solutions de synchronisation et de mesure temps-fréquence ; (ii) McMurdo et Kannad en 2009, permettant à Orolia de se diversifier dans un second métier et devenir le n°2 mondial du marché des balises de détresse ; et (iii) Techno-Sciences en 2014, ajoutant l'intelligence au sol à ses compétences dans le domaine du sauvetage, permettant de recevoir les signaux émis par ses balises.

## ○ Analyse financière et stratégique

### *Analyse du compte de résultat*

**Compte de résultat d'Orolia**

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

*Sources : Société, Associés en Finance*

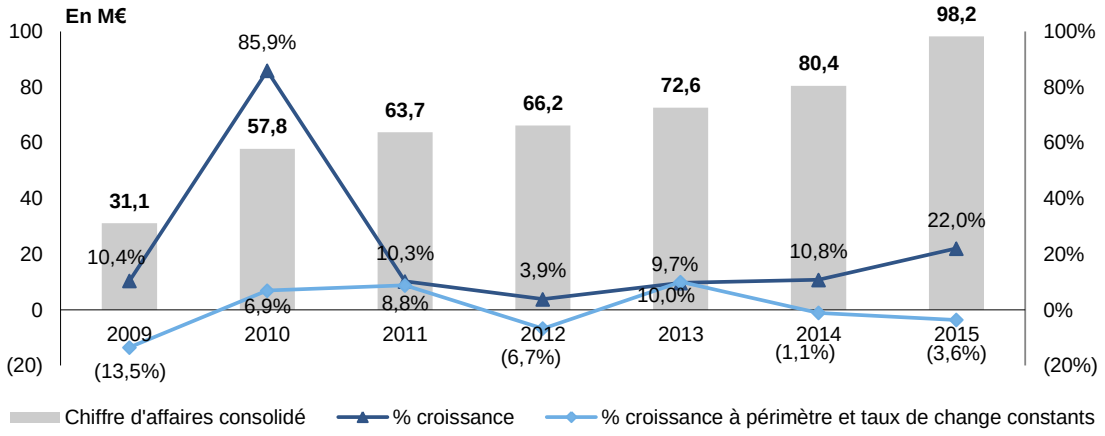
*(1) Autres produits opérationnels courants retraités des reprises de provisions et transferts de charges dans les comptes en normes françaises*

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

La croissance d'Orolia[7] entre 2009 et 2015 a été essentiellement portée par la croissance externe soutenue menée par la Société, la croissance organique à périmètre et taux de change constant ne ressortant qu'à 2,2% par an en moyenne, avec une forte volatilité. Elle est soumise à l'environnement macro-économique global, aux programmes gouvernementaux, aux marchés des balises maritimes et pour l'aviation, ainsi qu'à l'évolution des taux de change, qui impacte également les marges.

[7] Les normes IFRS ont eu peu d'impact sur la comptabilisation du chiffre d'affaires

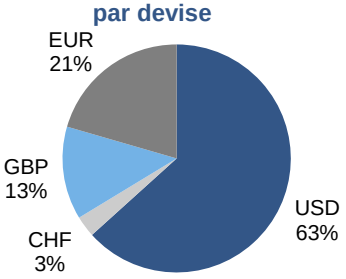
**Croissance du chiffre d'affaires d'Orolia**



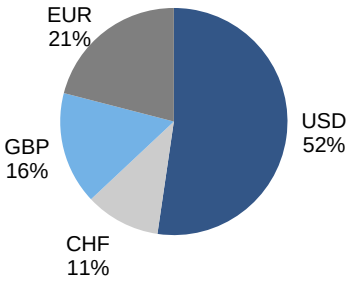

*Sources : Société, Associés en Finance*

**Exposition d'Orolia aux taux de change en 2015**

**Répartition du chiffre d'affaires 2015 par devise**



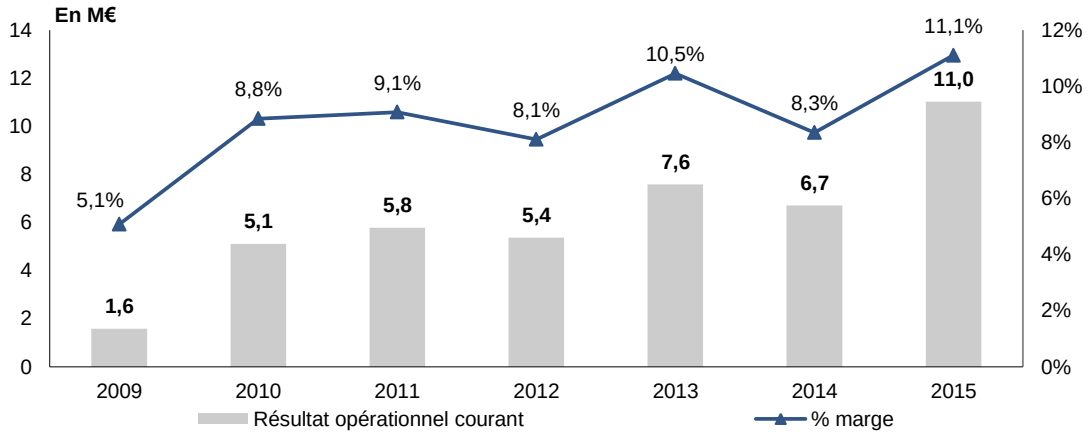

**Répartition des charges d'exploitation 2015 par devise**




*Source : Société*

La marge opérationnelle courante d'Orolia s'est améliorée depuis 2009, grâce à l'amélioration des marges brutes sur les contrats d'infrastructures et aux efforts de R&D, mais reste soumise à la volatilité de la croissance organique, des taux de change et aux effets de la croissance externe.

**Evolution du résultat opérationnel courant et des marges**




*Sources : Société, Associés en Finance*

Comme toute société technologique, Orolia est également caractérisée par une forte intensité en recherche et développement (ci-après « **R&D** ») et bénéficie de subventions et du CICE (crédit d'impôts pour la compétitivité

et l'emploi). Elle immobilise et amortit une partie de ses dépenses de R&D[8], le solde étant comptabilisé en charge. Ces éléments comptables spécifiques influent sur la comparabilité avec d'autres sociétés (cf. sections □ et □).

### *Analyse de la structure du bilan*

**Bilan d'Orolia[9]**

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

*Sources : Société, Associés en Finance*

Une grande partie du total du bilan correspond à des actifs incorporels : écarts d'acquisitions liés à la croissance externe (qui a entraîné une augmentation de la dette nette, qui reste néanmoins maîtrisée) et R&D activée. La comptabilisation du chiffre d'affaires à l'avancement contribue à la volatilité du BFR. Les capitaux propres ont été impactés en 2015 par l'offre publique de rachat d'actions (qui a abouti à l'annulation de 500 000 actions, et un effet de -7,5 M€ sur les fonds propres).

[8] R&D dite « activée »

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

### Bilan économique d'Orolia

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

*Sources : Société, Associés en Finance*

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

### Tableau de flux de trésorerie simplifié d'Orolia

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

*Sources : Société, Associés en Finance*

Sur la période de 2010 à 2015, l'activité d'Orolia a dégagé un montant cumulé de 11,2 M€ de flux de trésorerie disponible avant croissance externe, permettant de financer en partie ses opérations d'acquisitions d'un montant cumulé de 17,3 M€ sur la période. L'acquisition d'Orolia par Financière Orolia (et le soutien de son actionnaire majoritaire Eurazeo PME) devrait permettre de consolider le financement de ces opérations de croissance externe.

### *Perspectives 2016*

La Société avait affiché en début d'année un objectif d'une croissance en 2016 « légèrement supérieure à son *benchmark* historique ». Mais après un chiffre d'affaires au 1er trimestre en baisse de -19,1% à périmètre et changes constants, l'activité sur l'ensemble du 1er semestre 2016 a conduit Orolia à revoir ses objectifs 2016 à la baisse. La Société attend désormais un léger repli de ses ventes, sans que ceci remette en cause les perspectives pour les exercices suivants. Le chiffre d'affaires du 1er semestre 2016 est en recul de -14,8% (-14,5% à périmètre et taux de change constant). L'écart par rapport aux anticipations initiales d'Orolia provient du décalage de grands contrats gouvernementaux pour la division McMurdo.

### *Synthèse sur les forces et faiblesses d'Orolia*

L'analyse financière et stratégique que nous avions conduite dans notre rapport réalisé dans le cadre de l'OPAS nous avait permis de mettre en exergue les points suivants, que nous confirmons aujourd'hui, quant aux forces et faiblesses de la Société :

*Forces / opportunités :*

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

*Faiblesses / menaces*

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

## • Mise à jour de l'évaluation d'Orolia

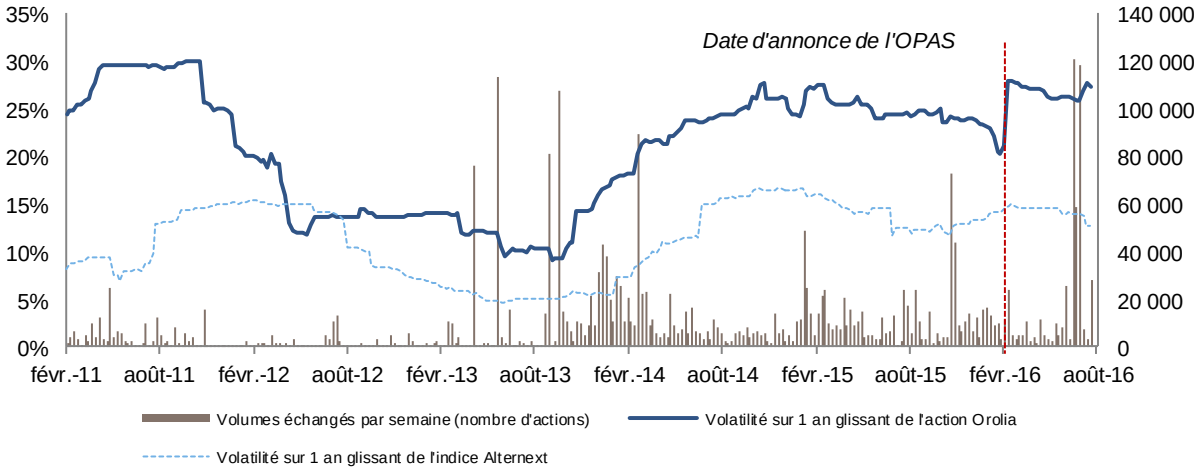
### ○ Analyse du cours de bourse et primes extériorisées par l'Offre

Les titres Orolia sont admis à la cotation sur Alternext depuis le 27 juillet 2007. L'évolution du cours de bourse d'Orolia et de sa volatilité est perturbée par le contexte actuel d'une mise en œuvre récente de l'OPAS, ce qui conduit à distinguer plusieurs périodes dans l'analyse, en particulier la période précédant l'annonce le 11 février 2016 de l'offre initiale (OPAS), période durant laquelle le cours d'Orolia ou les volumes échangés n'étaient pas impactés par l'annonce du changement de contrôle de la Société.

#### *Volatilité et liquidité du titre*

La volatilité de l'action de la Société, supérieure à celle de l'indice Alternext, a connu une pointe pendant l'année 2011, période difficile sur les marchés financiers (crise des dettes souveraines en Europe) et s'établit depuis l'année 2014 autour de 25% en moyenne, niveau assez modéré pour un titre intervenant dans des secteurs technologiques. Depuis l'annonce de l'OPAS, qui a conduit à une forte hausse du cours, la volatilité du titre s'établit autour de 27% à 28%.

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



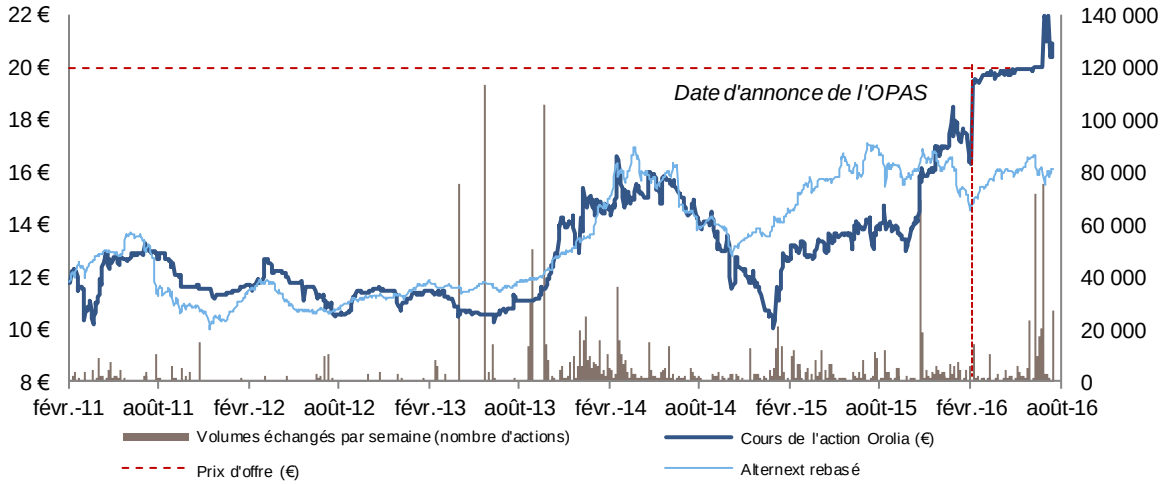

*Sources : Bloomberg, Associés en Finance*

En terme de liquidité, il convient de rappeler qu'Orolia est de taille limitée en bourse, avec une capitalisation de 62,0 M€ avant l'annonce de l'OPAS. Toutefois, le titre fait l'objet d'échanges quotidiens.

En moyenne sur les six mois précédant le 11 février 2016[10], 2 599 titres ont été échangés par jour de négociation (2 093 titres échangés par jour sur la période de trois mois avant le 11 février 2016). Les volumes cumulés durant cette période de six mois ont été de 330 075 actions, soit 8,79% du capital et 67,15% du flottant. Les échanges moyens se sont élevés à 35,5 k€ par jour sur la période de trois mois arrêtée au 11 février 2016, et à 40,5 K€ par jour, sur la période de six mois précédant cette même date.

### *Evolution du cours*

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




*Sources : Bloomberg, Associés en Finance*

Sur une période de cinq ans précédant l'annonce de l'OPAS, le titre Orolia a progressé de 38,8% (*calcul sur cinq ans au 11 février 2016, date d'annonce de l'OPAS*), contre 23,6% pour l'indice Alternext.

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

[10] Pour ne pas biaiser les calculs, ceux-ci portent sur la période post réalisation de l'OPRA en 2015 et pré-annonce de l'OPAS le 11 février 2016.

janvier 2015, grâce à l'intégration réussie de Techno-Sciences, acquise en mai 2014, et l'amélioration des marges de cette dernière. L'action Orolia a ensuite été soutenue par l'offre publique de rachat d'actions clôturée en juillet 2015, à 15€ par action. Le titre Orolia a poursuivi sa surperformance par rapport à l'indice Alternext suite à la publication de bons résultats au cours de l'exercice 2015.

Sur un an au 11 février 2016, date d'annonce de l'OPAS post Bourse, le cours de clôture a atteint son plus haut niveau le 5 janvier 2016 à 18,49 € et son plus bas niveau le 27 mars 2015 à 12,67 €.

En définitive, depuis sa cotation et jusqu'à l'annonce de l'OPAS, le cours n'a jamais dépassé le seuil de 20€, prix de l'OPAS ainsi que de l'Offre.

### *Evolution du cours après l'annonce de l'OPAS*

Depuis l'annonce de l'OPAS, le marché en a ratifié les termes, le cours s'étant progressivement aligné depuis le 12 février 2016 sur le prix de 20€ par action.

Il l'a dépassé de peu et très occasionnellement pendant l'OPAS (20,05 € à la clôture le 22 juin 2016 correspondant à 2 transactions et 339 titres échangés[11], et 20,01 € le 27 juin pour 4 transactions et 339 titres échangés). Sur l'ensemble de la période entre l'annonce de l'entrée d'Eurazeo PME et la fin de l'OPAS, le cours moyen pondéré du titre est légèrement inférieur au prix d'Offre (cf. tableau ci-dessous).

Suite à l'OPAS qui s'est clôturée le 6 juillet 2016, le cours de bourse d'Orolia a atteint un plus haut à la reprise de sa cotation le 11 juillet 2016 (21,99 € en clôture, avec 3 transactions et 101 titres échangés), puis le 19 juillet 2016 (22 € en séance, correspondant à 3 transactions et 747 titres échangés), avant de clôturer à 20,40 € le 26 juillet 2016. Pendant cette période, le cours moyen pondéré par les échanges est apparu un peu supérieur (20,97 €) au prix d'Offre, mais dans des volumes très faibles hors achats de Financière Orolia (649 titres échangés par jour de négociation).

La performance annualisée réalisée par un actionnaire d'Orolia ayant investi il y a cinq ans (entre le 26 juillet 2011 et le 26 juillet 2016) s'est élevée à 9,4% (en retenant le prix d'Offre de 20 €), contre une performance annualisée de 5,3% pour l'indice Alternext (*net return*).

La cotation du titre est suspendue depuis la clôture du 26 juillet, à la demande de la Société.

### *Primes extériorisées par le prix d'Offre*

Au 11 février 2016[12], l'action Orolia a clôturé à 16,35 €. Le cours moyen pondéré par action s'établit à 17,31 €, 16,96 € et 15,57 € respectivement sur 1, 3 et 6 mois au 11 février 2016.

Le prix d'Offre, identique à celui de l'OPAS, soit 20 € par action, fait ressortir des primes significatives par rapport aux cours moyens pondérés calculés avant l'annonce de l'OPAS. La prime s'établit à 22,3% par rapport au cours de clôture de la date d'annonce de l'OPAS le 11 février 2016.

Le cours s'étant depuis l'annonce aligné sur le prix d'Offre, il n'y a logiquement plus d'écart entre les cours cotés et ce prix d'Offre (le prix d'Offre extériorise une prime de 1% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes constaté entre l'annonce de l'OPAS et sa clôture, et est légèrement inférieur au cours moyen post clôture de l'Offre, réalisé dans des volumes de transaction faibles).

---

[11] Source Bloomberg

[12] Le projet d'OPAS a été annoncé le 11 février 2016, post Bourse.

**Primes extériorisées par le prix d'Offre**

| Données boursières Orolia | | Cours moyen pondéré (€) | Prime |
|---|---|---|---|
| Cours de clôture au 11-févr.-16 | | 16,35 | 22,3% |
| Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 10 derniers jours au 11/02/16 | | 17,08 | 17,1% |
| Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois au 11/02/16 | | 17,31 | 15,6% |
| Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois au 11/02/16 | | 16,96 | 17,9% |
| Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois au 11/02/16 | | 15,57 | 28,5% |
| *Plus haut sur 1 an au 11/02/16* | *5-janv.-16* | 18,49 | 8,2% |
| *Plus bas sur 1 an au 11/02/16* | *27-mars-15* | 12,67 | 57,9% |
| Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes depuis l'annonce jusqu'aux résultats de l'OPAS | | 19,81 | 1,0% |
| Moyenne des cours moyens pondérés par les volumes après l'annonce des résultats de l'OPAS et jusqu'au 26/07/16 | | 20,97 | -4,6% |
| Cours de clôture au 26-juil.-16 | | 20,40 | -2,0% |

*Sources : Bloomberg, Associés en Finance*

### ○ Les méthodes écartées

S'agissant d'un complément d'attestation, Associés en Finance a mis en œuvre les mêmes méthodes d'évaluation que lors des travaux menés au titre de l'expertise sur l'OPAS, et a écarté les mêmes méthodes que précédemment, à savoir :

- *Méthode de l'actif net réévalué* : cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, ce que n'est pas Orolia. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par la méthode de valorisation par les flux futurs actualisés.
- *Méthode de l'actif net comptable* : cette méthode ne rend qu'imparfaitement compte de la capacité de la Société à générer des flux futurs de trésorerie. Pour rappel et à titre d'information, la valeur de l'actif net par action telle qu'elle ressort des derniers comptes publiés (comptes à fin 2015) s'élève à 9,4 € par action (hors actions propres).
- *Valorisation par les dividendes* : cette méthode n'a pas été retenue, la Société n'ayant distribué aucun dividende depuis son introduction en Bourse.
- *Objectifs de cours des analystes financiers* : Orolia est suivi par un seul bureau d'analyse financière (Gilbert Dupont), qui avait un objectif de cours de 20 € depuis l'annonce de l'OPAS et une recommandation d'apport à l'OPAS. Ceci est cohérent avec le prix de l'Offre, mais le suivi limité du titre ne permet pas d'en tirer des conclusions pertinentes.

### ○ Les méthodes retenues

#### ▪ Paramètres utilisés dans la valorisation

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

Certaines méthodes de valorisation utilisées dans le cadre de ce rapport permettent de déterminer une valeur d'entreprise d'Orolia. La part de cette valeur qui peut être considérée comme revenant aux actionnaires de la Société est estimée en déduisant de la valeur d'entreprise (i) l'ensemble des dettes financières nettes de la trésorerie et des valeurs mobilières de placement, (ii) la valeur des intérêts minoritaires dans certaines filiales du groupe consolidées globalement, calculée à partir du poids des intérêts minoritaires dans les fonds propres comptables (2,1%), (iii) les provisions inscrites au bilan dont le décaissement futur est considéré comme raisonnablement certain[13] et qui n'ont pas été prises en compte dans le calcul des flux de trésorerie, (iv) les pertes fiscales reportables activées dans les comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2015, (v) l'impact des opérations consécutives à la mise en œuvre des accords liés à l'OPAS[14], enfin, (vi) le produit théorique de l'exercice

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

[14] Annulation des *stock-options* moyennant une indemnisation correspondant à la différence entre le prix de 20€ par action et leur prix d'exercice, et accord avec le dirigeant de Boatracs pour remplacer son accord d'intéressement en actions par une indemnisation correspondant au même prix de 20€ par action Orolia.

des instruments dilutifs sur une base totalement diluée (BSA détenus par Financière Orolia). Les montants retenus sont les suivants :

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

| Au 31-déc.15 (en k€) | | |
|---|---|---|
| - | Dette financière nette | (17 052) |
| - | Valeur des intérêts minoritaires | (1 730) |
| - | Provisions pour engagements sociaux après IS | (3 406) |
| - | Provisions | (4 391) |
| + | Reports déficitaires activés | 590 |
| - | Rachat des BSA détenus par dirigeant Boatracs | (400) |
| - | Indemnisation des options de souscription des salariés | (1 045) |
| + | Produit théorique de l'exercice des instruments dilutifs | 7 316 |
| = | **Total à ajouter / (déduire) de la valeur d'entreprise** | **(20 118)** |

*Sources : Société, Associés en Finance*

### *Détermination du nombre d'actions*

Le nombre d'actions Orolia utilisé pour l'appréciation du prix de l'Offre est calculé en hypothèse de dilution totale, c'est-à-dire en considérant l'ensemble des instruments donnant accès au capital, exerçables à la date du présent rapport (c'est-à-dire « dans la monnaie »). Il correspond au nombre d'actions actuellement en circulation tel que communiqué par la société au 22 juillet 2016 (3 732 417) diminué du nombre d'actions auto-détenues (4 590[15]), et du nombre d'actions potentielles relatives aux bons de souscription d'actions qui ont été apportés ou cédés à Financière Orolia (267 500 actions potentielles liées aux BSA 1 à 4, et 325 714 actions potentielles liées aux OBSAB). Par rapport aux travaux réalisés dans le cadre de l'OPAS, les différences proviennent de la suppression des actions liées à l'exercice des *stock-options*, qui n'ont plus lieu d'être[16]. Le nombre d'actions retenu dans nos calculs s'élève ainsi à 4 321 041 actions sur une base totalement diluée.

- **Méthode de valorisation intrinsèque : DCF to *firm***

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années, des éléments de contexte économique et concurrentiel, du Plan d'Affaires 2016/2018 communiqué par la Société, et de la révision du budget 2016[17], Orolia a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre de son modèle de valorisation Trival®, qui couvre 500 sociétés cotées.

Rappelons que ce modèle Trival® (*cf. annexe)* est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par l'équipe interne d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation « *DCF to equity* », qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation « *DCF to firm* » (ou encore « *Plan Wacc* ») qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

---

[15] Après annulation de 22 500 actions d'autocontrôle en juillet 2016.

[16] Leurs détenteurs ont renoncé à ces stock-options moyennant indemnisation à hauteur de la différence entre le prix d'Offre et le prix d'exercice de ces options. L'impact en trésorerie a été intégré dans les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres.

[17] Les travaux de valorisation d'Associés en Finance ont été réalisés sur la base du budget 2016 révisé, tel qu'il était disponible début août 2016. La communication, après l'issue de nos travaux, des comptes semestriels préliminaires ne fait pas apparaître d'écarts par rapport à ce budget qui seraient de nature à modifier nos conclusions.

Dans le cas d'Orolia, le plan d'affaires communiqué par la Société ne comporte pas de prévisions relatives aux éléments de bilan. Par ailleurs, le modèle de « *DCF to firm* » est plus adapté à la valorisation des petites sociétés[18]. En conséquence, et comme dans le rapport d'expertise de juin dernier, nous avons utilisé une méthode de valorisation « *DCF to firm* » exclusivement.

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

- **Paramètres et mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels par la méthode DCF to *firm***

### *Budget 2016 et plan d'affaires*

Le Plan d'Affaires que nous avons utilisé dans nos travaux réalisés dans le cadre de l'OPAS couvrait les exercices 2016, 2017 et 2018 et détaillait le compte de résultat et les principaux éléments de flux de trésorerie – besoin en fonds de roulement et investissements – jusqu'à fin 2018.

Il a été actualisé à la suite de la publication du chiffre d'affaires semestriel, le 27 juillet. Orolia a révisé le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel courant pour 2016 (de -21% en ce qui concerne ce dernier), sans modifier d'autres éléments (prévisions 2017 et 2018).

C'est de ce Plan d'Affaires actualisé que sont issus les flux prévisionnels auxquels nous nous référons sur les premières années de la modélisation. Au-delà, les flux sont modélisés à long terme conformément aux principes mis en œuvre dans le modèle Trival®.

La méthodologie et les hypothèses appliquées sont identiques à celle utilisées dans les travaux d'évaluation menés dans le cadre de l'OPAS.

### *Taux d'actualisation des flux prévisionnels*

Dans le modèle « *DCF to firm* » d'Associés en Finance *(cf. méthodologie en annexe)*, le risque estimé pour une société est mesuré par la prise en compte de trois éléments : une note de risque de prévision (sur une échelle de risque croissante, entre 1 et 9), une note de risque financier, retenu à une note médiane de 3 dans le modèle « *DCF to firm* »et un risque sectoriel (bêta boursier de l'indice sectoriel). Par rapport aux travaux menés en juin dernier, ces éléments restent inchangés (risque de prévision retenu à 4[19]). Le risque sectoriel, en l'occurrence le bêta boursier du secteur « Aéronautique / Défense », afin de refléter la sensibilité d'Orolia à ce secteur d'activité, s'établit à fin juillet à 1,02, en recul par rapport à son niveau lors des travaux d'évaluation menés précédemment.

La combinaison de ces éléments de risque aboutit à une note de risque relatif de 0,91 (contre 0,93 dans les travaux d'évaluation précédents).

Le calcul du coût du capital dans le modèle Trival® est également fonction de la taille de la société, c'est-à-dire de sa valeur d'entreprise. Dans cette analyse, le coefficient de taille d'Orolia ressort à 1,91 (1,93 dans le rapport d'expertise de juin dernier).

Après application des coefficients propres à Orolia aux paramètres de marché des trois derniers mois indiqués ci-dessous, le taux d'actualisation d'Orolia ressort à 8,73%.

---

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

[19] Rappelons que cette note de risque de prévision résulte de l'analyse des forces et faiblesses de la Société déjà détaillée. Son avantage technologique est solide, le plan d'affaires ne prend pas en compte la croissance externe potentielle et le groupe est protégé par des barrières à l'entrée élevées, même si ses marges sont sensibles à d'éventuels décalages de contrats publics et aux parités de change

**Taux d'actualisation en hypothèse centrale**

| CMPC (%) | Prime de risque opérationnel | Prime de taille | Ordonnée | WACC Orolia |
|---|---|---|---|---|
| **(1) Primes WACC Trival** | **6,59%** | **3,26%** | **-3,49%** | |
| (2) Coefficients spécifiques Orolia | 0,91 | 1,91 | 1,00 | |
| **(3) Niveau pour Orolia = (1) x (2)** | **5,98%** | **6,24%** | **-3,49%** | **8,73%** |

*Source : Associés en Finance*

Ce taux d'actualisation est en baisse par rapport à nos travaux réalisé dans le cadre de l'OPAS (il ressortait alors à 9,43%). La prime de taille du marché est passée de 3,68% à 3,26%, et la prime de taille spécifique d'Orolia de 7,11% à 6,24%.

### *Résultat de la valorisation intrinsèque*

La valorisation d'Orolia obtenue par la méthode « *DCF to Firm* » ressort à 19,8 € par action, après prise en compte des éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres décrits précédemment, contre 18,4 € lors de nos travaux réalisés au moment de l'OPAS, en raison de la baisse du taux d'actualisation :

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

| | |
|---|---|
| **Valeur d'entreprise (en M€)** | **105,8** |
| *Total des éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres* | (20,1) |
| **Valeur des capitaux propres part du groupe (en M€)** | **85,7** |
| Nombre d'actions | 4 321 |
| **Valeur de l'action (en €)** | **19,8** |

*Source : Associés en Finance*

### *Analyse de sensibilité des résultats obtenus*

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

*Sensibilité au taux d'actualisation*

Comme souligné en juin dernier, les paramètres de marché utilisés, et donc le coût du capital pour Orolia, s'entendent dans une situation particulière des marchés, où les taux d'actualisation n'ont quasiment jamais été aussi bas : le contexte d'abondance de liquidités liée aux actions volontaristes de la BCE a, pour conséquence des taux d'intérêt très faibles, qui impliquent des taux d'actualisation eux-aussi faibles.

Le tableau suivant synthétise la valeur de la Société obtenue en fonction du taux d'actualisation utilisé. La fourchette de sensibilité au taux d'actualisation correspond à la prise en compte des données de marché à fin juillet 2016, aux primes de marché les plus élevées constatées depuis la mise en œuvre du « *quantitative easing* » de la BCE fin janvier 2015, et enfin aux primes de marché les plus basses sur la même période[20].

[20] Le taux le plus bas depuis fin janvier 2015 est en fait atteint pour Orolia à fin juillet 2016

**Sensibilité de la valorisation par DCF au taux d'actualisation**

| Valorisation de la Société | Hypothèse centrale | Taux fin juillet 2016 = taux minimum depuis fin janvier 2015 (8,60%) | Taux maximum depuis fin janvier 2015 (10,12%) |
|---|---|---|---|
| *DCF to Firm* | 19,8 € | 20,2 € | 16,4 € |

*Source : Associés en Finance*

Ces résultats se comparent à une fourchette de 16,4 € à 19,7 € pour la même simulation dans la cadre de nos travaux lors de l'OPAS.

*Sensibilité au niveau de marge prévu à long terme*

La marge d'EBITDA moyenne (avant retraitement de la capitalisation des frais de R&D) s'établit en moyenne à 14,7% du chiffre d'affaires entre 2019 et 2050 dans la modélisation des flux à long terme prévus par Associés en Finance, au-delà de l'horizon du plan d'affaires La simulation présentée dans le tableau ci-dessus présente l'impact sur la valorisation d'une variation de + ou – 0.5% de cette marge d'EBITDA moyenne.

Comme en juin dernier, nous avons testé plus spécifiquement la sensibilité de la valorisation à une hypothèse de disparition du Crédit d'impôt recherche (CIR) dès la fin de de l'horizon du plan d'affaires de la Société, dans la mesure où ces crédits d'impôt restent tributaires du maintien de la politique fiscale actuelle, et où leur pérennité à très long terme n'est pas assurée. La valorisation d'Orolia n'est que peu affectée dans cette hypothèse (valorisation de 19,6 € par action).

**Sensibilité de la valorisation par DCF aux hypothèses de marges**

| Valorisation de la Société | Hypothèse centrale | Marge moyenne +0,5% | Marge moyenne -0,5% |
|---|---|---|---|
| *DCF to Firm* | 19,8 € | 21,0 € | 18,7 € |

*Source : Associés en Finance*

*Sensibilité au niveau de croissance prévu à long terme*

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

**Sensibilité de la valorisation par DCF aux hypothèses de croissance à long terme**

| Valorisation de la Société | Hypothèse centrale | Croissance moyenne +0,5% | Croissance moyenne -0,5% |
|---|---|---|---|
| *DCF to Firm* | 19,8 € | 20,7 € | 19,0 € |

*Source : Associés en Finance*

- **Transactions récentes portant sur le capital de la Société**

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

### *Offre publique de rachat d'actions en 2015*

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

A ce prix de 15 €, les actionnaires d'Orolia ont souhaité apporter 1 190 744 actions à cette OPRA, soit 28,1% du capital social d'Orolia et plus du double du nombre de titres maximum visé par l'OPRA. Après réduction

proportionnelle, le nombre de titres rachetés (500 000 actions) représentait 11,8% du capital d'Orolia, soit un montant total de 7,5 M€.

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

### *Acquisitions de titres Orolia par Financière Orolia au cours des 12 derniers mois*

Toutes les acquisitions de titres Orolia par Financière Orolia au cours des 12 derniers mois se sont effectuées au prix de 20 € par action. Le tableau ci-dessous récapitule l'ensemble de ces transactions :

**Acquisitions de titres Orolia par Financière Orolia**

| Date | Nombre d'actions | Prix de référence des actions Orolia acquises | Contexte |
|---|---|---|---|
| 13/05/16 | 3 232 407 | 20,0 € | Acquisition du bloc de contrôle tel qu'annoncé en février 2016 |
| du 20 juin au 6 juillet 2016 | 290 835 | 20,0 € | OPAS |
| 11/07/16 | 2 643 | 20,0 € | Acquisition de titres sur le marché |
| 14/07/16 | 2 357 | 20,0 € | Acquisition de titres sur le marché |
| 26/07/16 | 25 606 | 20,0 € | Acquisition de titres hors marché |

*Source : note d'information conjointe*

Il convient de noter que toutes les opérations d'acquisition de titres par Financière Orolia ou d'apports de titres Orolia le 13 mai 2016 se sont faites aux conditions décrites dans l'annexe A de ce rapport d'expertise *(cf. également la note d'information conjointe).*

- **Méthode analogique des multiples boursiers (à titre indicatif)**

L'échantillon des sociétés retenues est identique à celui présenté dans le rapport d'expertise d'Associés en Finance de juin 2016 relatif à l'OPAS, à savoir Hexagon, Rockwell Collins, L-3 Communications, Garmin, Trimble Navigation, Keysight, Cobham, FLIR Systems, Teledyne Technologies, Kongsberg Gruppen, Ultra Electronics, Furuno Electric (cf. pour plus de détails l'Annexe J).

Comme en juin dernier, nous avons retenu les multiples d'EBITDA retraité de la R&D activée[21] comme multiples pertinents (*cf. section III.3.e. du rapport d'expertise de juin 2016*). De même, nous retenons les multiples médians moins influencés par les valeurs extrêmes que les multiples moyens. Lors de nos travaux dans le cadre de l'OPAS, nous avions retenu uniquement l'agrégat prévisionnel pour l'exercice 2016 uniquement, compte tenu du caractère ambitieux du plan d'affaires sur les horizons plus lointains, impliquant un risque d'exécution. Le décalage de contrats sur la division McMurdo fera de l'exercice 2016 une année tirée vers le bas pour Orolia. En conséquence, nous avons ici retenu également l'exercice 2017, afin de refléter les résultats d'une année plus normative.

Les multiples boursiers, calculés sur la base du cours moyen pondéré sur 1 mois au 29 juillet 2016 sont présentés ci-après :

**Multiples boursiers de l'échantillon de comparables boursiers**

[21] Les EBITDA des comparables Hexagon et Ultra Electronics ont été retraités de la R&D activée. Les autres comparables comptabilisant la totalité de leurs frais de R&D en charges d'exploitation sans immobiliser au bilan la R&D, aucun retraitement n'a été effectué. Les agrégats financiers prévisionnels des sociétés de notre échantillon sont issus de prévisions de consensus d'analystes financiers (source : Capital IQ).

| En M€ | Capi. boursière | Dette nette | VE | VE / EBITDA 2015R | VE / EBITDA 2016E | VE / EBITDA 2017E | VE / EBITDA-R&D 2015R | VE / EBITDA-R&D 2016E | VE / EBITDA-R&D 2017E | VE / EBIT 2015R | VE / EBIT 2016E | VE / EBIT 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Hexagon | 12 102 | 1 619 | 13 828 | 17,1x | 14,2x | 12,6x | 21,6x | 17,3x | 15,2x | 19,5x | 18,2x | 16,1x |
| Rockwell Collins | 9 845 | 1 962 | 12 482 | 11,2x | 10,6x | 9,9x | 11,2x | 10,6x | 9,9x | 13,5x | 13,1x | 12,2x |
| L-3 Communications | 10 283 | 2 674 | 13 503 | 13,9x | 12,4x | 11,7x | 13,9x | 12,4x | 11,7x | 17,1x | 15,0x | 14,0x |
| Garmin | 8 120 | (943) | 7 177 | 12,8x | 11,4x | 10,7x | 12,8x | 11,4x | 10,7x | 14,6x | 13,2x | 12,4x |
| Trimble Navigation | 5 632 | 448 | 6 080 | 15,0x | 12,1x | 11,2x | 15,0x | 12,1x | 11,2x | 17,0x | 13,3x | 11,9x |
| Keysight | 4 429 | 430 | 4 947 | 9,5x | 8,3x | nd | 9,5x | 8,3x | nd | 11,4x | 9,7x | nd |
| FLIR Systems | 3 974 | (119) | 3 861 | 12,1x | 10,9x | 10,5x | 12,1x | 10,9x | 10,5x | 14,1x | 13,5x | 12,5x |
| Cobham | 3 281 | 1 437 | 4 769 | 9,6x | 9,0x | 8,4x | 9,6x | 9,0x | 8,4x | 12,1x | 12,0x | 11,0x |
| Teledyne Technologies | 3 164 | 569 | 3 703 | 9,8x | 8,8x | nd | 9,8x | 8,8x | nd | 13,0x | 11,4x | nd |
| Kongsberg Gruppen | 1 522 | (54) | 1 512 | 9,4x | 9,3x | 7,4x | 9,4x | 9,3x | 7,4x | 13,7x | 13,0x | 9,8x |
| Ultra Electronics | 1 449 | 351 | 1 881 | 13,5x | 10,4x | 9,7x | 13,6x | 10,8x | 10,1x | 13,2x | 11,8x | 11,4x |
| Furuno Electric | 145 | 20 | 183 | 4,5x | 3,8x | 3,8x | 4,5x | 3,8x | 3,8x | 8,9x | 9,1x | 10,1x |
| **Moyenne** | | | **6 161** | **11,5x** | **10,1x** | **9,6x** | **11,9x** | **10,4x** | **9,9x** | **14,0x** | **12,8x** | **12,1x** |
| **Médiane** | | | | **11,7x** | **10,5x** | **10,2x** | **11,7x** | **10,7x** | **10,3x** | **13,6x** | **13,0x** | **12,0x** |

*Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance*
*Note : capitalisations boursières moyennes sur 1 mois au 29-juil.-16 et données financières « calendarisées » au 31-déc. converties en millions d'euros ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré*

### *Application des multiples aux agrégats d'Orolia :*

L'application du multiple médian d'EBITDA retraité de la R&D présenté dans le tableau ci-dessus à la moyenne des agrégats prévisionnels 2016 et 2017 de la Société et compte tenu de la variation de dette nette anticipé fait ressortir une valeur de 23,7 € par action Orolia sur la base de la moyenne des cours sur le dernier mois, et de 22,9 € sur la base de la moyenne des cours sur trois mois.

Cependant, il convient de rappeler que ces résultats sont sujets à caution, pour les raisons suivantes, déjà mentionnées dans le rapport d'expertise du mois de juin 2016 :

- Il n'existe pas de sociétés strictement comparables en termes d'activité.
- Orolia bénéficie d'une structure de rentabilité particulière, en raison de la fiscalité de son activité en France (existence de crédits d'impôts, CIR et CICE, qui impactent favorablement la profitabilité de la Société).
- Surtout, les sociétés retenues présentent une taille significativement plus grande qu'Orolia, tant en terme de chiffre d'affaires que de capitalisation boursière ou valeur d'entreprise, et plus de la moitié des comparables sont cotés au Nasdaq, marché sur lequel les valorisations sont en général plus élevées que sur les marchés européens. A ce titre, et comme en juin dernier, il nous semble justifié d'appliquer une décote de taille aux multiples des sociétés comparées.

Dans le rapport d'expertise relatif à l'OPAS, cette décote de taille était appréhendée de deux manières : d'une part en considérant une analyse de régression entre la valeur d'entreprise et le multiple d'EBITDA (retraité de la R&D) sur l'échantillon des sociétés comparables, et d'autre part par les résultats du modèle Trival® d'Associés en Finance, qui permet de mesurer l'écart de taux d'actualisation qui est constaté sur le marché entre sociétés de taille différent (et qui, par là-même, aboutit à une décote implicite de valorisation liée à la taille). La mise à jour des résultats de mesure de la décote de taille aboutit à des résultats voisins de ceux présentés en juin dernier : l'analyse de régression entre valeur d'entreprise et niveau des multiples appliquée à Orolia ferait ressortir une décote de l'ordre de 30% sur les multiples comme en juin dernier, tandis que la décote sur la valeur d'entreprise mesurée par le modèle Trival® s'établit à 32% (contre 35% en juin dernier).

Ces deux approches font ressortir des décotes cohérentes, entre 30% et 32%, liées à la différence de taille d'Orolia par rapport à celle des sociétés présentées. Comme en juin dernier, nous retenons dans le tableau de synthèse ci-dessous une décote normative prudente de 20% mais plus fondamentalement, nous continuons de considérer que cette différence de taille et son impact sur la valorisation amène à présenter la méthode des multiples à titre indicatif seulement.

**Résultats de la méthode des comparables boursiers**

| En € | Cours de bourses moyens des comparables | |
|---|---|---|
| | Moyenne 1 mois | Moyenne 3 mois |
| **Valeur par action Orolia implicite (en €)** | 23,7 € | 22,9 € |
| **Valeur par action Orolia implicite (en €) avec décote de 20% sur le multiple** | 18,0 € | 17,4 € |

*Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance*
*Note : capitalisations boursières moyennes des comparables boursiers sur 1 mois et 3 mois au 26-juil.-16*

- **Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)**

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnels, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

Nous n'avons pas identifié de nouvelles transactions comparables et pertinentes par rapport à celles présentées dans le rapport d'expertise du mois de juin 2016. Celui-ci présentait 14 transactions comparables récentes (sur les cinq dernières années) et 6 autres plus anciennes remontant à 2007. Le détail de ces transactions est présenté ci-après :

## Echantillon de transactions comparables

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

*Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance*

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

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

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

### *Application des multiples aux agrégats d'Orolia :*

L'application du multiple médian d'EBITDA retraité de la R&D présenté dans le tableau ci-dessus à l'agrégat de la Société sur les 12 derniers mois ferait ressortir une valeur de 24,14 € par action Orolia.

Toutefois, dans la lignée des conclusions du rapport d'expertise de juin 2016, nous estimons que les résultats de cette méthode doivent être considérés à titre indicatif seulement. En effet, les niveaux de multiples sont disparates (fourchette de 5,6x à 16,7x sur l'ensemble de l'échantillon et de 7,1x à 16,7x sur l'échantillon restreint des transactions depuis 2012), disparité qu'il est difficile d'expliquer au regard des informations disponibles. Par ailleurs, s'agissant de transactions parfois privées, les informations pertinentes pour aboutir à un calcul de multiples homogènes (EBITDA retraités de la R&D activée) sont dans certains cas indisponibles. Enfin, les transactions listées portent très majoritairement sur des sociétés technologiques aux Etats-Unis, transactions qui se concluent en général à des prix plus élevés qu'en Europe.

## • Analyse des travaux du conseil de l'initiateur

Conformément aux diligences requises, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation préparé par Invest Securities en qualité d'établissement présentateur.

De manière générale, les méthodologies et références d'évaluation sont identiques, à l'exception de la méthode des multiples sur les sociétés comparables qu'Associés en Finance a retenue à titre indicatif seulement. Les paramètres d'application des méthodes utilisés sont décrits ci-dessous. Simultanément, les différences que nous présentons proviennent des mêmes éléments que ceux mentionnés dans le rapport d'expertise de juin 2016.

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

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres d'Orolia utilisés par Invest Securities différent de ceux utilisés par Associés en Finance (leur montant s'élève à -26,35 M€ pour Invest Securities et à -20,12 M€ pour Associés en Finance), en liaison avec l'utilisation d'un nombre de titres différent.

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

- Associés en Finance a retenu un montant des intérêts minoritaires réévalués en fonction du poids de ces intérêts minoritaires dans les fonds propres comptables ;
- Pour déterminer le nombre de titres à prendre en compte dans la valorisation, Invest Securities utilise la « *Treasury Stock Method* » qui consiste à considérer que la Société utilise les fonds reçus du fait de l'exercice des instruments dilutifs pour racheter sur le marché une partie de ses propres actions. Associés en Finance travaille pour sa part en hypothèse de dilution totale (en considérant la création du nombre total d'actions résultant de l'exercice des instruments dilutifs et sa contrepartie en fonds propres et dettes). La « *Treasury Stock Method* » revient à prendre en compte un nombre de titres inférieur dans les calculs (3 951 107 pour Invest Securities, contre 4 321 041 pour Associés en Finance en hypothèse de dilution totale), sans impact sur la dette nette. Associés en Finance retient en hypothèse de dilution totale un nombre de titres supérieur, mais réduit la dette nette du montant total que la Société toucherait si les instruments dilutifs étaient exercés. L'utilisation de l'une ou l'autre méthode, si elle conduit à prendre en compte des nombres de titres et des montants de dette nette ajustée différents, n'impacte pas significativement les résultats obtenus en valeur par action.[22]

### *Méthode DCF*

[22] Pour illustration, le résultat de la méthode d'actualisation des cash-flows prévisionnels qui aboutit à une valeur centrale de 19,8 € par action selon la méthode de la dilution totale conduit en utilisant les mêmes hypothèses prévisionnelles à une valeur de 19,5 € par action en retenant la « *treasury stock method* ».

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

Invest Securities utilise une méthode indirecte de détermination du coût du capital, par pondération entre le coût des fonds propres et le coût de la dette[23], tandis qu'Associés en Finance utilise une méthode directe d'estimation du coût du capital, par son modèle Trival® qui détermine ce paramètre en fonction des conditions de marché, et des risques et tailles spécifiques de la société considérée. Malgré cette différence méthodologique, les deux méthodes aboutissent à un coût du capital proche, soit 8,92% pour Invest Securities et 8,73% pour Associés en Finance[24].

Par cette méthode, Invest Securities aboutit à une valorisation par action de 18,3 €, contre 19,8 € pour la valorisation présentée par Associés en Finance[25]. Lors des travaux menés dans le cadre de l'OPAS, les valeurs obtenues par Invest Securities et Associés en Finance étaient identiques. Les hypothèses un peu plus volontaristes d'Associés en Finance au niveau des flux de trésorerie (via la croissance, la marge d'EBITDA et le BFR en particulier) étaient compensées par un taux d'actualisation un peu supérieur. A fin juillet 2016, le taux d'actualisation utilisé par Associés en Finance est devenu inférieur à celui utilisé par Invest Securities : il a baissé, alors que celui utilisé par Invest Securities est resté pratiquement stable. Ceci s'explique par la prise en compte du facteur taille dans le taux d'actualisation utilisé par Associés en Finance, qui mesure une baisse de la prime de taille au travers de son modèle Trival®.

### *Primes affichées par le prix d'Offre sur les cours cotés*

Invest Securities présente la plupart des références de cours d'Orolia à une date arrêtée au 26 juillet 2016, avant la suspension du titre, et date à laquelle Financière Orolia a franchi en hausse le seuil des 95% du capital et des droits de vote, conduisant au lancement de l'OPR-RO.

Pour sa part, Associés en Finance présente les calculs de cours à différentes périodes, afin de faire apparaître d'une part les primes par rapport aux cours cotés avant toute annonce de la prise de participation majoritaire par Eurazeo PME, et d'isoler l'évolution des cours depuis cette annonce, ceux-ci ayant logiquement intégré le prix proposé.

### *Transactions récentes sur le capital*

Les transactions récentes sur le capital d'Orolia prises en compte par Invest Securities et par Associés en Finance sont identiques (offre publique de rachat d'actions en 2015 au prix de 15 € par action, mise en œuvre de l'accord signé le 11 février 2016 suivie de l'OPAS à 20 € par action, et acquisitions de titres Orolia par Financière Orolia sur le marché et hors marché en juillet 2016, à 20 € par actions également).

### *Méthode des comparables boursiers*

Comme en juin dernier, l'échantillon des sociétés comparables retenues par Invest Securities est identique à celui présenté par Associés en Finance. Les niveaux de multiples calculés à partir des cours boursiers sont par conséquent quasiment similaires.

Invest Securities retient les multiples de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA retraitée de la R&D activée, tout comme Associés en Finance, à la différence que Invest Securities retient les multiples 2015 et 2016,

---

[23] Pour la détermination du coût des fonds propres, Invest Securities retient le taux de l'OAT dix ans calculé en moyenne sur trois mois (0,39%) et la prime de risque de marché moyenne sur trois mois (6,50%) communiquée par FactSet. A ce taux est ajoutée une prime spécifique de 4,0% reflétant la taille de la société et son flottant, obtenue par le milieu de fourchette des primes de risque spécifiques utilisées dans le cadre d'offres publiques en France depuis 2014. Le coût de la dette est retenu à 4,5% avant impôt, avec un levier financier de 25%.

[24] Ces taux sont cohérents avec le taux utilisé par Orolia pour les tests de dépréciation d'actifs à fin 2015, 9,3%.

[25] Les flux utilisés par Associés en Finance sont en moyenne plus élevés que ceux retenus par Invest Securities.

tandis que Associés en Finance ne retient que les éléments prospectifs, mieux à même de cerner le potentiel de création de valeur, soit les multiples 2016 et 2017.

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

La fourchette de valeur issue de la méthode des comparables boursiers retenue par Invest Securities ressort entre 13,9 € et 17,5 € par action, tandis que les travaux d'Associés en Finance font apparaître une fourchette de 17,4 € à 18,0 € (avec décote) et de 22,9 € à 23,7 € (hors décote). Les résultats d'Associés en Finance après prise en compte de la décote sont plus élevés dans l'ensemble que ceux d'Invest Securities, ce qui s'explique par les agrégats retenus pour l'application des multiples (l'exercice 2017 se comparant favorablement à l'exercice 2015) ainsi que par le retraitement de la dette nette prospective 2017 effectué par Associés en Finance dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (baisse de la dette nette de 4,0 M€ en 2017).

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

#### *Méthode des transactions comparables :*

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

Par ailleurs, sur certaines transactions retenues par Invest Securities comme par Associés en Finance, des écarts de multiples apparaissent du fait du retraitement des agrégats financiers de la cible.

Les résultats aboutissent en définitive à des niveaux de multiples similaires, avec un multiple médian identique de 11,9x dans les travaux d'Invest Securities et d'Associés en Finance. Le manque d'informations disponibles pour aboutir à des multiples cohérents d'un point de vue comptable (EBITDA retraité) et son corollaire, l'hétérogénéité des multiples apparents, conduit Invest Securities à écarter la méthode des transactions comparables, qu'Associés en Finance a présentée à titre indicatif.

## • Conclusion d'Associés en Finance sur l'analyse du prix de l'Offre

Le présent complément d'attestation d'équité correspond à une mise à jour des travaux initialement présentés dans le rapport d'expertise d'Associés en Finance daté du 6 juin 2016, dans le but d'apprécier le caractère équitable du prix de 20 € par action Orolia offert dans le cadre de l'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire projeté par Financière Orolia.

Le tableau ci-dessous résume les fourchettes de valorisation de l'action Orolia auxquelles Associés en Finance aboutit au travers de l'analyse multicritères, ainsi que les primes ou décotes que fait ressortir le prix d'Offre de 20 € par action.

**Synthèse des valorisations obtenues par les différentes méthodes**

| | Méthode | Détails | Valeur par action (en €) | Prime / (Décote) induite |
|---|---|---|---|---|
| Méthodes retenues | Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels | *DCF to Firm* | 19,8 € (dans une fourchette de 16,4 € à 21,0 €) | 1% |
| | Transactions récentes sur le capital | Offre publique de rachat d'actions en 2015 | 15,0 € | 33% |
| | | Accord d'achats de titres préalablement à l'OPAS | 20,0 € | - |
| | | OPAS | 20,0 € | - |
| | | Acquisition de titres par Financière Orolia en juillet 2016 | 20,0 € | - |
| | Examen du cours de bourse au 11 février 2016 | Cours de clôture avant l'annonce de l'Offre | 16,4 € | 22% |
| | | Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois | 17,3 € | 16% |
| | | Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois | 17,0 € | 18% |
| | | Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois | 15,6 € | 28% |
| | Examen du cours de bourse de l'annonce aux résultats de l'OPAS | Cours moyen pondéré par les volumes | 19,8 € | 1% |
| | Examen du cours de bourse après les résultats de l'OPAS | Cours moyen pondéré par les volumes | 21,0 € | (5%) |
| A titre indicatif | Méthode des comparables boursiers | VE / EBITDA-R&D 2016E/2017E moy. 1 mois[1] | 23,7 € | (15%) |
| | | VE / EBITDA-R&D 2016E/2017E moy. 3 mois[1] | 22,9 € | (13%) |
| | | VE / EBITDA-R&D 2016E/2017E moy. 1 mois avec décote[1][2] | 18,0 € | 11% |
| | | VE / EBITDA-R&D 2016E/2017E moy. 3 mois avec décote[1][2] | 17,4 € | 15% |
| | Méthode des transactions comparables | VE / EBITDA-R&D historique | 24,1 € | (17%) |

*Source : Associés en Finance*
*(1) Multiples boursiers calculés sur la base des capitalisations boursières moyennes des comparables sur 1 mois et 3 mois au 29-juil.-16*
*(2) Application d'une décote normative de 20% afin de tenir compte de la différence de taille entre Orolia et l'échantillon de comparables boursiers*

La mise à jour des travaux d'Associés en Finance dans le cadre du projet d'OPR-RO ne remet pas en cause les conclusions présentées dans le précédent rapport d'expertise du mois de juin 2016. En particulier :

- Le prix d'Offre fait ressortir une prime significative par rapport aux cours cotés avant l'annonce de la première offre (OPAS). Depuis cette annonce, le cours s'est logiquement aligné sur le prix de 20 €, prix proposé dans le cadre de l'OPAS et de la présente OPR-RO. Entre l'annonce de l'OPAS et sa clôture, le cours moyen pondéré par les volumes s'est élevé à 19,8€, le prix d'Offre extériorisant une prime de 1% par rapport à ces cours moyens. Post réalisation de l'OPAS, les cours cotés entre la reprise de cotation le 11 juillet 2016 et le 26 juillet 2016, avant annonce du franchissement du seuil de 95% du capital et des droits de vote par Financière Orolia, s'établissent en moyenne pondérée par les volumes un peu au-dessus du prix d'Offre, mais dans des volumes négociés faibles (hors volumes correspondant aux transactions réalisées par Financière Orolia).
- Les dernières transactions sur le capital d'Orolia se sont faites à un prix significativement inférieur au prix d'Offre (offre publique de rachat d'actions en 2015) ou à un prix équivalent au prix d'Offre : l'ensemble des achats de titres par Financière Orolia depuis mai 2016 (mise en œuvre des accords préalables à l'OPAS, prix offert lors de l'OPAS, prix d'achat de titres Orolia par Financière Orolia sur le marché ou hors marché en juillet 2016) ont été réalisés sur la base d'un prix de référence du titre Orolia de 20 €, identique au prix d'Offre.
- La publication du chiffre d'affaires du 1er semestre 2016, en net recul, a conduit à une révision à la baisse des perspectives 2016, et illustre la volatilité de l'activité de la Société, très influencée par la réalisation ou le décalage dans le temps de certains contrats. Cette révision sur l'exercice 2016 n'a pas remis en cause le plan d'affaires dans son ensemble, qui prévoit des niveaux d'activité élevés en 2017 et 2018.

- La prise en compte des données de marché actualisées (variation des primes de marché ou des cours des comparables) fait ressortir une valorisation un peu supérieure à celle obtenue dans le cadre de nos travaux antérieurs, dans un contexte de taux d'actualisation particulièrement bas. La méthode de valorisation retenue à titre principal (approche intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie générés) aboutit en hypothèse centrale à une valeur de 19,8 € par action ; le prix d'Offre extériorise donc une prime de 1% par rapport à cette valeur centrale.

La mission d'Associés en Finance était de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert. La mise à jour des travaux de valorisation menés par Associés en Finance et les éléments qui précèdent nous conduisent à considérer que le prix de 20 € par action est équitable pour les actionnaires de la Société, dans le cadre de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire.

| | |
|---|---|
| Philippe Leroy | Catherine Meyer |
| Président | Associée |

- **Annexes**

## Annexe A : Accords préalables à l'Offre

Orolia et Financière Orolia nous ont assuré qu'aucun nouvel accord connexe à l'Offre n'a été passé depuis l'OPAS, susceptible d'avoir un impact sur le prix de l'Offre.

Associés en Finance avait étudié dans le cadre de l'OPAS les accords connexes à l'opération et en rappelle ci-dessous les conditions, en reprenant le texte originel du rapport d'équité de juin 2016[26] :

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

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

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

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

*Les accords signés prévoient l'accélération des conditions d'exerçabilité des bons de souscription d'actions et des stock-options, de sorte qu'ils soient exerçables au moment de l'Offre. Il est prévu que les bons de souscription d'actions soient rachetés par l'Initiateur au prix de 20 € par action dont est déduit leur prix d'exercice. Les porteurs de stock-options ont individuellement signé des accords de renonciation à leurs stock-options en échange du paiement d'une indemnité en numéraire égale à la valeur des actions ordinaires obtenue par exercice de leurs options dont est déduit le prix d'exercice[27]. . Enfin, le dirigeant de Boatracs avait signé un accord d'intéressement à l'occasion de l'acquisition de cette société en 2012, qui prévoyait que des actions Orolia puissent lui être attribuées. Un nouvel accord a été signé avec ce dirigeant selon lequel il renonce à l'attribution d'actions Orolia en contrepartie d'une indemnisation en numéraire sur la base d'un prix de 20 € par action Orolia.*

*Accords liés à la constitution de Financière Orolia*

*Nous nous sommes assurés que la rémunération au sein de Financière Orolia des apports en actions Orolia et en bons de soucription en actions Orolia a bien été mise en œuvre sur la base des principes indiqués ci-dessus et que la valeur retenue pour les apports n'est pas supérieure à celle résultant de la valeur par transparence des actions Orolia au prix d'Offre, L'ensemble des cessions de titres Orolia et d'apports de titres Orolia à Financière Orolia[28] a bien été réalisé sur la base d'un prix de référence des actions Orolia apportées de 20 €, identique au prix d'Offre. De même, les bons de souscription en actions Orolia apportés à Financière Orolia ont été rémunérés sur la base d'une valeur égale au prix de 20 € dont est déduit leur prix d'exercice.*

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

---

[26] Le texte ci-dessous en italique reprend le texte de la section « Accords préalables à l'Offre » du rapport d'équité de juin 2016. A ce titre, lorsqu'il est fait mention dans ce texte de « l'Offre », il s'agit de l'OPAS.

[27] Cette indemnisation en numéraire est soumise à contributions sociales et impôt

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

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

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

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

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

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

*Les actions de préférence A confèrent à leurs détenteurs un droit de vote et un droit à un dividende préciputaire et cumulatif annuel égal à 10% de la valeur de souscription[29]. Le versement du dividende préciputaire pour un exercice fiscal donné n'est pas garanti, son versement demeurant subordonné à l'existence d'un résultat distribuable suffisant. En l'absence de paiement pour un exercice donné, le dividende préciputaire non payé serait reporté sur les exercices ultérieurs. Il convient de souligner que le droit à dividende préciputaire exclut le droit à tout autre dividende[30] et que ces actions de préférence A ne donnent pas droit à une valeur future garantie.*

*Les actions de préférence B disposent des mêmes droits financiers que les actions ordinaires mais sont privées de droit de vote, pour autant qu'elles représentent moins de de la moitié du capital social. Les actions de préférence B souscrites par Eurazeo PME et Calabasas (Laurent Asscher) ont vocation à être cédées à terme à des salariés ou mandataires de Financière Orolia[31].*

*Il convient de noter que les titres Financière Orolia ne sont pas disponibles pour leurs détenteurs car ils sont soumis à engagement de conservation d'une durée minimale de cinq ans (dix ans pour certains détenteurs). Les différents pactes et accords conclus entre les associés de Financière Orolia ne prévoient aucune stipulation relative à un prix de sortie garanti pour les parties auxdits accords. En outre, il n'existe pas de clause qui permettrait aux dirigeants d'Orolia réinvestissant dans Financière Orolia de bénéficier d'une option de vente de leurs actions Financière Orolia selon une formule prédéterminée de calcul de prix, sauf en cas de décès ou d'invalidité[3233].*

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

*D'un point de vue financier, l'acquisition des actions et BSA Orolia est financée par les fonds propres de l'Initiateur. Les fonds propres de Financière Orolia au 13 mai 2016, de 83 M€[34], sont composées à hauteur de 38,71 M€ des apports décrits précédemment, et à hauteur de 44,29 M€ d'augmentations de capital souscrites par les FCPI d'Eurazeo PME. Ces augmentations de capital ont pour objet de financer l'acquisition des actions et BSA Orolia (pour 30,4 M€) et le paiement à Orolia du prix d'exercice des différents BSA convertis (soit 7,4 M€). En définitive, la valeur des différentes actions émises par Financière Orolia, soit un montant de 83 M€, correspond à la contre-valeur des actions Orolia détenues (3 825 621 actions valorisées à 20 €, soit 76,5 M€) et du cash résiduel (6,5 M€). Du point de vue des actionnaires de Financière Orolia, tous, à l'exception d'Eurazeo PME, sont devenus actionnaires par leurs apports d'actions ou de BSA Orolia. Nous nous sommes assurés que leur quote-part respective du capital social de Financière Orolia correspondait bien à la valeur des titres ou BSA Orolia apportés par chacun d'eux.*

*Dans le souci d'intéresser les dirigeants actuels ou futurs à la bonne marche de la Société, il est prévu que des actions gratuites puissent être émises au profit de mandataires sociaux de Financière Orolia ou de personnel salarié, sous forme d'actions ordinaires (pour un maximum de 0,6% du capital de Financière Orolia au 13 mai 2016) et d'actions*

---

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

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

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

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

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

*[34] 75 454 547 actions (Actions ordinaires, actions de préférence A et B) à une valeur de souscription de 1,1 € par action*

*de préférence B (pour un maximum d'environ 3% du capital de Financière Orolia au 13 mai 2016). L'attribution de ces actions gratuites serait conditionnée à un investissement en capital préalable de leurs bénéficiaires, et à une acquisition définitive au bout d'une période minimum d'un an après leur attribution (condition de présence). L'attribution de ces actions ne permettrait pas à leurs détenteurs de bénéficier d'un prix de cession garanti sur leur investissement. Ces actions gratuites seraient par ailleurs majoritairement constituées de titres privés de droits de vote (actions de préférence B) et soumises aux engagements de conservation déjà décrits. Ces actions gratuites (dont les modalités de mise en œuvre n'ont pas été fixées par le Conseil de Surveillance de Financière Orolia et auquel M. Asscher, principal actionnaire de Financière Orolia (à part Eurazeo PME) et ancien actionnaire d'Orolia, n'est pas éligible), pourrait à l'avenir être attribuées à certains apporteurs de titres dans Financière Orolia en leur qualité de salariés ou dirigeants de Financière Orolia ou de ses filiales, dont Orolia S.A. Pour autant, ce plan d'actions gratuites qui vise à assurer l'implication des managers dans la bonne marché de la Société, s'inscrit dans la pratique habituelle des plans d'intéressement de managers dans des sociétés cotées ou non, et en particulier dans la pratique qui préexistait au sein d'Orolia avant la présente Offre[35]. Ces différents éléments (plan d'intéressement habituel dans les sociétés, et en particulier au sein d'Orolia, pour favoriser l'implication des managers, absence de prix de cession garanti, engagements de conservation, et plan destiné potentiellement à l'ensemble des dirigeants qu'ils aient été parties aux transactions actuelles ou non), nous permettent de conclure que ce plan n'est pas assimilable à un complément de prix au profit des dirigeants actuels d'Orolia.*

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

---

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

## Annexe B : Présentation de l'expert

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

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

| Date | Type de Mission | Société Cible | Société Initiatrice | Banque Présentatrice |
|---|---|---|---|---|
| Juin 2016 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire | Safti Groupe | La Santa Maria | Invest Securities |
| Juin 2016 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | Orolia | Financière Orolia | Invest Securities |
| Novembre 2015 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat | Montupet | Linamar | Natixis |
| Octobre 2015 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'échange | Alcatel-Lucent | Nokia | Société Générale |
| Septembre 2015 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie de retrait obligatoire | Bac Majestic | Millimages | Atout Capital |
| Juillet 2015 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | Serma | Financière Ampère Galilée | Invest Securities |
| Juin 2015 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | SECP | Vivendi | CACIB, CM CIC |
| Octobre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait | Nexeya | Nexeya Invest | Natixis |
| Septembre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique de retrait | Orosdi | Cerep Investment France | Oddo Corporate Finance |
| Septembre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat | Club Med | Global Resorts | Lazard / Unicredito |
| Septembre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée | Cameleon Software | Pros Holdings | Bryan Garnier & Co |
| Septembre 2014 | Attestation d'équité dans le cadre d'une augmentation de capital réservée | Alpha Mos | | Rochefort & Associés |

## Annexe C : Détails sur la mission

### *Liste des personnes rencontrées et/ou contactées dans le cadre de l'OPAS ou de l'OPR-RO*

*Orolia*

Jean-Yves Courtois – Président Directeur Général

Christophe François – Directeur Financier

*Eurazeo PME, actionnaire de référence de l'Initiateur*

Mathieu Betrancourt – *Investment Director*

Erwann Le Ligné - Directeur Associé

*Conseils juridiques*

Maître Renaud Bonnet, Jones Day

Maître Alexandre Wibaux, Jones Day

Maître Florent Le Prado, Jones Day

Maître Alexis Dargent, Dargent Avocats

*Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre*

Gwenaël Le Berre – Associé

Maxime Dubreuil – Responsable recherche marchés secondaires

Khalil Ben Fredj – Chargé d'Affaires

### *Principales sources d'information utilisées lors de l'OPAS et de l'OPR-RO*

Rapports annuels de la Société depuis 2010 et documents financiers
Informations fournies par la Société et son management, notamment le Plan d'Affaires et le Budget 2016 actualisés à la suite de la publication du chiffre d'affaires semestriel le 27 juillet 2016
Eléments préliminaires sur les comptes semestriels
Document « Principaux termes et conditions des accords entre investisseurs et management du groupe Orolia du 10 février 2016 »
Protocole d'investissement du 11 février 2016
Contrat de Cession et d'Apport du 11 février 2016
Second amendement au plan de bonus des salariés de Boatracs, Inc. du 15 avril 2016
Lettres individuelles de renonciation signées par l'ensemble des porteurs de *stock-options* avant l'OPAS
Accords entre détenteurs de titres et managers (Jean-Yves Courtois et Irwin Rodrigues respectivement) de Financière Orolia du 13 mai 2016
Procès-verbal du Conseil d'Administration du 13 mai 2016
Pactes d'Associés du 13 mai 2016
Amendement au Contrat de Cession et d'Apport du 13 mai 2016
Note d'information relative à l'OPAS présentée par Invest Securities
Note en réponse relative à l'OPAS
Tableau de débouclage des plans de stock-options par porteur avant l'Offre
Procès-verbal du Conseil d'Administration du 27 juillet 2016
Projet de Note d'Information conjointe relative à l'OPR-RO présentée par Invest Securities et rapport d'évaluation

### *Diligences effectuées*

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

prise de connaissance de l'Offre et de son contexte ;
collecte des informations nécessaires à la réalisation de la Mission ;
analyse de l'activité de la Société et de son positionnement concurrentiel ;
étude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société ;
mise en œuvre de l'approche intrinsèque et des approches analogiques ;
analyse des références d'évaluation ;

prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre ;
rédaction du rapport d'expertise indépendante ;
revue indépendante du rapport et des travaux réalisés.

### *Calendrier de l'étude*

Les travaux d'Associés en Finance se sont déroulés entre le 27 juillet 2016, date de désignation de l'expert, et le 22 août 2016, date de remise du rapport.

### *Montant de la rémunération d'Associés en Finance*

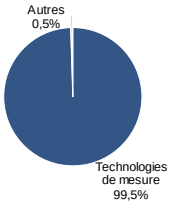
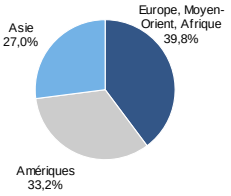
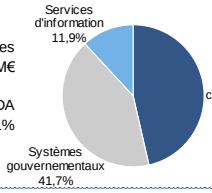
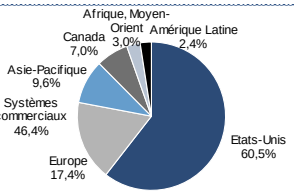
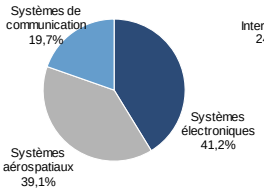
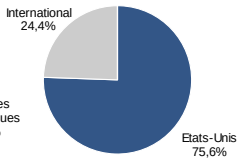
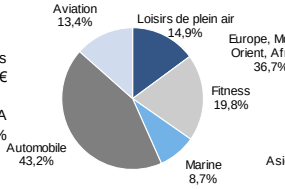
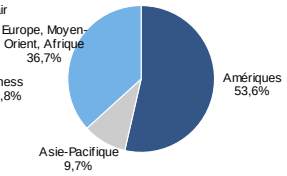
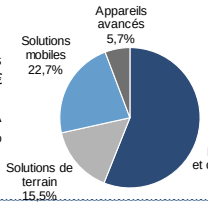
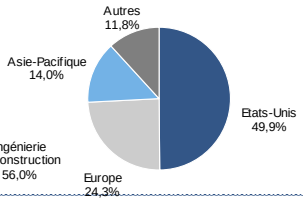
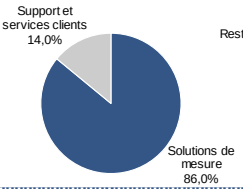
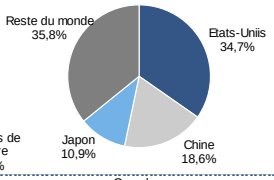
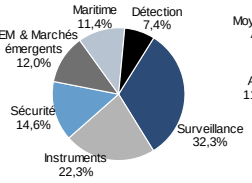
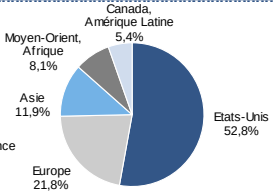
La rémunération d'Associés en Finance s'établit à 10 K€ hors taxes. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport et non conditionnée par les résultats de l'Offre.

### *Adhésion à des associations d'experts indépendants*

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

# Annexe D : Présentation de l'échantillon des sociétés comparables

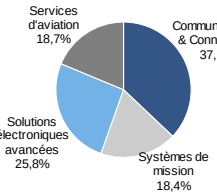
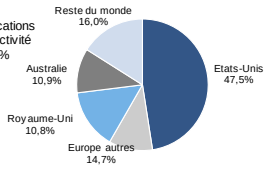
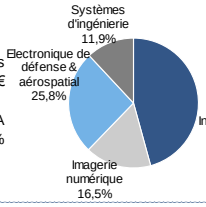
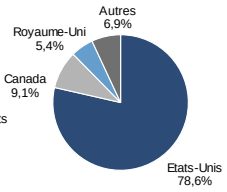
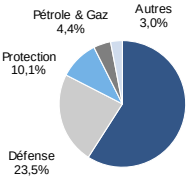
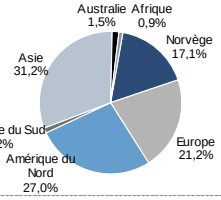
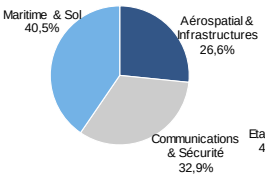
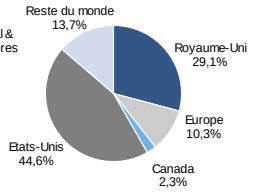
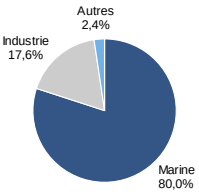
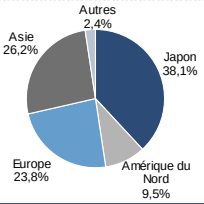
## Présentation de l'échantillon des sociétés comparables

| Société | Pays | Description de l'activité | Capi. boursière | Fin. 2015R | CA 2015R par activité | CA 2015R par région |
|---|---|---|---|---|---|---|
| HEXAGON | | Technologies de mesure et de visualisation pour le géospatial et l'industrie | 11 800 M€ | Chiffre d'affaires 3 044 M€<br>Marge d'EBITDA 26,5% |  |  |
| Rockwell Collins | | Systèmes avioniques et technologies d'information pour la défense et l'aérospatial | 9 947 M€ | Chiffre d'affaires 4 786 M€<br>Marge d'EBITDA 23,1% |  |  |
| L3 communications | | Systèmes électroniques et de communications pour l'aérospatial et la défense | 10 294 M€ | Chiffre d'affaires 9 530 M€<br>Marge d'EBITDA 10,7% |  |  |
| GARMIN | | Appareils portatifs de navigation par GPS pour l'automobile, l'aviation, la marine, les loisirs de plein air et le fitness | 7 521 M€ | Chiffre d'affaires 2 568 M€<br>Marge d'EBITDA 22,3% |  |  |
| Trimble | | Technologies GPS permettant à des professionnels mobiles d'améliorer leur productivité | 5 630 M€ | Chiffre d'affaires 2 171 M€<br>Marge d'EBITDA 18,8% |  |  |
| KEYSIGHT TECHNOLOGIES | | Equipements électroniques de test et de mesure pour les télécoms, l'aérospatial, la défense et les semi-conducteurs | 4 494 M€ | Chiffre d'affaires 2 617 M€<br>Marge d'EBITDA 20,3% |  |  |
| FLIR SYSTEMS | | Systèmes d'imagerie thermique et caméras infrarouges pour les professionnels de la sécurité, la défense et loisirs de plein air (bateau, chasse, bricolage) | 3 971 M€ | Chiffre d'affaires 1 418 M€<br>Marge d'EBITDA 22,9% |  |  |

*Sources : sociétés, Capital IQ*

*Note : capitalisations boursières moyennes sur 1 mois au 29-juil.-16 converties en millions d'euros*

## Présentation de l'échantillon des sociétés comparables (suite)

| Société | Pays | Description de l'activité | Capi. boursière | Fin. 2015R | CA 2015R par activité | CA 2015R par région |
|---|---|---|---|---|---|---|
| COBHAM | | Systèmes avioniques et aérospatiaux pour la défense et le civil | 3 224 M€ | Chiffre d'affaires 2 476 M€<br>Marge d'EBITDA 20,1% |  |  |
| TELEDYNE TECHNOLOGIES Everywhereyoulook | | Instruments et imagerie numérique pour l'industrie pétrolière, et électronique de défense et aérospatial | 3 170 M€ | Chiffre d'affaires 2 051 M€<br>Marge d'EBITDA 16,2% |  |  |
| KONGSBERG | | Systèmes technologiques pour les industries maritimes, pétrolières et de la défense | 1 515 M€ | Chiffre d'affaires 1 807 M€<br>Marge d'EBITDA 8,6% |  |  |
| Ultra ELECTRONICS | | Systèmes électroniques et logiciels pour la défense, l'aérospatial, la sécurité, le transport et l'énergie | 1 425 M€ | Chiffre d'affaires 868 M€<br>Marge d'EBITDA 16,2% |  |  |
| FURUNO | | Produits et systèmes électroniques pour la marine et l'industrie | 144 M€ | Chiffre d'affaires 775 M€<br>Marge d'EBITDA 6,1% |  |  |

*Sources : sociétés, Capital IQ*
*Note : capitalisations boursières moyennes sur 1 mois au 29-juil.-16 converties en millions d'euros*

## Ratios opérationnels de l'échantillon de comparables boursiers

| | | CA | TCAM 2015-2017 | | | Marge d'EBITDA | | | Marge d'EBITDA-R&D | | | Marge d'EBIT | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| En M€ | Pays | 2015E | CA | EBITDA | EBIT | 2015R | 2016E | 2017E | 2015R | 2016E | 2017E | 2015R | 2016E | 2017E |
| Hexagon | Suède | 3 044 | 5,5% | 14,6% | 8,0% | 26,5% | 30,3% | 31,2% | 21,1% | 24,7% | 25,8% | 23,3% | 23,5% | 24,4% |
| Rockwell Collins | Etats-Unis | 4 786 | 2,9% | 6,0% | 4,5% | 23,1% | 24,1% | 24,6% | 23,1% | 24,1% | 24,6% | 19,2% | 19,4% | 19,8% |
| L-3 Communications | Etats-Unis | 9 530 | (0,7%) | 7,4% | 8,7% | 10,7% | 12,0% | 12,5% | 10,7% | 12,0% | 12,5% | 8,7% | 9,9% | 10,4% |
| Garmin | Etats-Unis | 2 568 | 0,5% | (1,3%) | (2,4%) | 22,3% | 21,4% | 21,5% | 22,3% | 21,4% | 21,5% | 19,5% | 18,2% | 18,4% |
| Trimble Navigation | Etats-Unis | 2 171 | 6,5% | 11,5% | 15,3% | 18,8% | 20,5% | 20,6% | 18,8% | 20,5% | 20,6% | 16,6% | 18,6% | 19,4% |
| Keysight | Etats-Unis | 2 617 | 1,7% | nd | nd | 20,3% | 20,6% | nd | 20,3% | 20,6% | nd | 17,1% | 18,7% | nd |
| FLIR Systems | Etats-Unis | 1 418 | 5,1% | 6,8% | 5,6% | 22,9% | 22,9% | 23,6% | 22,9% | 22,9% | 23,6% | 19,7% | 19,0% | 19,9% |
| Cobham | Royaume-Uni | 2 476 | (0,4%) | 0,8% | (1,8%) | 20,1% | 20,0% | 20,6% | 20,1% | 20,0% | 20,6% | 16,0% | 14,9% | 15,6% |
| Teledyne Technologies | Etats-Unis | 2 051 | 4,1% | nd | nd | 16,2% | 17,2% | nd | 16,2% | 17,2% | nd | 12,2% | 13,3% | nd |
| Kongsberg Gruppen | Norvège | 1 807 | (0,4%) | 13,5% | 19,4% | 8,6% | 9,6% | 11,2% | 8,6% | 9,6% | 11,2% | 5,9% | 6,8% | 8,5% |
| Ultra Electronics | Royaume-Uni | 868 | 6,0% | 14,8% | 4,7% | 16,2% | 18,6% | 18,9% | 16,0% | 17,9% | 18,2% | 16,5% | 16,4% | 16,1% |
| Furuno Electric | Japon | 775 | (2,7%) | (5,6%) | (18,0%) | 6,1% | 5,9% | 5,7% | 6,1% | 5,9% | 5,7% | 3,1% | 2,5% | 2,2% |
| **Moyenne** | | | **2,3%** | **6,8%** | **4,4%** | **17,6%** | **18,6%** | **19,0%** | **17,2%** | **18,1%** | **18,4%** | **14,8%** | **15,1%** | **15,5%** |
| **Médiane** | | | **2,3%** | **7,1%** | **5,2%** | **19,4%** | **20,2%** | **20,6%** | **19,4%** | **20,2%** | **20,6%** | **16,5%** | **17,3%** | **17,3%** |

*Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance*
*Note : données financières calendarisées au 31-déc. converties en millions d'euros*

## Annexe E : Présentation du modèle TRIVAL®

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

*Trival®, modèle de coût des fonds propres*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance et Détroyat Associés, représentant la synthèse de douze critères

d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Trival® plan Wacc, modèle de coût moyen du capital*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

# 6 INFORMATION RELATIVE A LA SOCIETE

## 6.1 Structure du capital

A la connaissance de la Société, le capital de la Société était réparti à la date de dépôt du projet d'Offre, ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.1.2 ci-dessus.

Par ailleurs, les bons de souscription suivants émis par la Société détenus directement et indirectement par Financière Orolia à la date de l'Offre sont exerçables selon les termes suivants :

- 7.500 bons de souscription d'action Orolia de catégorie 1 (les "**BSA 1**") exerçables à tout moment jusqu'au 30 novembre 2018, pouvant donner droit par exercice au prix de 10,30 euros par action contre 1 BSA 1, à 7.500 actions Orolia,
- 150.000 bons de souscription d'action Orolia de catégorie 2 (les "**BSA 2**") exerçables à tout moment jusqu'au 29 avril 2021, pouvant donner droit par exercice au prix de 12,50 euros par action contre 1 BSA 2, à 150.000 actions Orolia,
- 50.000 bons de souscription d'action Orolia de catégorie 3 (les "**BSA 3**") exerçables à tout moment jusqu'au 17 juin 2021, pouvant donner droit par exercice au prix de 12,50 euros par action contre 1 BSA 3, à 50.000 actions Orolia,
- 60.000 bons de souscription d'action Orolia de catégorie 4 (les "**BSA 4**") exerçables à tout moment jusqu'au 16 décembre 2021, pouvant donner droit par exercice au prix de 12,50 euros par action contre 1 BSA 4, à 60.000 actions Orolia, étant précisé que Financière Orolia détient directement 20.000 BSA 4 et indirectement 20.000 BSA 4 à travers la société Lattice Investissement (801 925 686 R.C.S. Antibes), et
- 750 bons de souscription d'action Orolia mezzanine (les "**BSA Mezzanine**") exerçables à tout moment au plus tard trois mois à compter du 27 juillet 2020, pouvant donner droit, par exercice au prix de 12,50 euros par action Orolia contre 1 BSA Mezzanine, à 325.714 actions Orolia.

## 6.2 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a eu connaissance en vertu des articles L. 233-7 du Code de commerce

Conformément aux dispositions des articles 223-15-1 du règlement général de l'AMF, L. 233-7 du Code de commerce et 13 des statuts d'Orolia, les déclarations de franchissement de seuils suivantes ont été adressées à l'AMF et à la Société à la suite des opérations décrites au paragraphe 1.1.1 ci-dessus :

| Date de la déclaration | Déclarant | Communiqué de l'AMF | Déclaration d'intention | Seuils (droits de vote et capital) – type de déclaration | Type de transaction |
|---|---|---|---|---|---|
| 17 mai 2016 | Financière Orolia | n°216C1130 | Non | 50 % - Hausse | Acquisition du Bloc de Contrôle |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 17 mai 2016 | Calabasas S.A. | n°216C1123 | Non | 50 % - Baisse | Cession d'une partie du Bloc de Contrôle |
| 27 juillet 2016 | Financière Orolia | n°216C1740 | Non | 95 % - Hausse | Déclaration du franchissement de seuil des 95% du capital et des droits de vote |

## 6.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

### 6.3.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions

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

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

### 6.3.2 Accords entre actionnaires portés à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

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

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

Néant.

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

Néant.

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

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

## 6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

### 6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

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

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

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

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

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

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

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

Chaque administrateur doit être propriétaire d'une Action.

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

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

### 6.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

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

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

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

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

## 6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier relativement à l'émission ou au rachat d'actions

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

| Délégations | Date AG | Échéance | Autorisations | Utilisations Antérieures | Utilisations au cours de l'exercice | Autorisation résiduelle |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Augmentation du capital social, par l'émission - avec maintien du droit préférentiel de souscription - d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, dans la limite d'un montant nominal de 10.000.000 d'euros | 15-juin-15 | 14-août-17 | 10 000 000 € | - | - | 10 000 000 € |
| Augmentation du capital social, par l'émission - avec suppression du droit préférentiel de souscription - d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société, dans la limite d'un montant nominal de 10.000.000 d'euros, par offre au public | 15-juin-15 | 14-août-17 | 10 000 000 € | - | - | 10 000 000 € |

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

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

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

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

## 6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

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

# 7 AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OROLIA ET INTENTIONS

## 7.1 Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 22 août 2016 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire initié par Financière Orolia et visant les actions de la Société non-détenues par l'Initiateur et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et sur les conséquences de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés. Le conseil d'administration a décidé, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, d'émettre un avis favorable à l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire et de recommander à ses actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre.

Les documents suivants ont été portés à la connaissance du conseil d'administration :

- le projet de note d'information conjointe devant être déposé auprès de l'AMF et présentant notamment les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire et la présentation des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre (et du Retrait Obligatoire) préparée par INVEST SECURITIES, banque présentatrice ;
- le complément d'Attestation Initiale du cabinet Associés en Finance désigné par la Société en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF aux fins d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire ; et
- le projet de document « Autres Informations » de la Société.

Sur cette base, le conseil d'administration de la Société a rendu l'avis motivé suivant :

*« Après avoir pris connaissance de l'ensemble de ces documents, le Conseil d'Administration de la Société :*

- *prend acte des motifs et intentions de Financière Orolia figurant dans le projet de note d'information conjointe, notamment en matière de stratégie de la Société et d'orientation en matière d'emploi ;*
- *constate que, compte tenu du faible flottant, de la liquidité réduite de l'action ainsi que des coûts récurrents induits par la cotation, la cotation des actions de la Société sur le marché Alternext d'Euronext à Paris n'est plus justifiée ;*
- *constate que l'offre publique de retrait initiée par Financière Orolia représente pour l'ensemble des actionnaires minoritaires de la Société une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation dans des conditions financières jugées équitables par l'expert indépendant ;*
- *constate que l'expert indépendant conclut dans son rapport au caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire fixé à 20 euros par action de la Société.*

*En conséquence, le Conseil d'Administration de la Société, après en avoir délibéré, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée :*

- *considère que le projet d'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire est conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés ; que ce projet permettra la poursuite de l'activité du groupe selon un fonctionnement plus simple et plus direct, en évitant les frais inhérents à la cotation et au statut de société cotée, et ce dans le cadre d'une opération assurant aux actionnaires minoritaires, moyennant un prix jugé équitable par l'expert indépendant, une liquidité immédiate de leur participation ;*

- *approuve le projet d'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire, ainsi que les termes du projet de note d'information conjointe, du projet de document « autres informations » de la Société et du projet de communiqué conjoint annonçant le dépôt de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire ;*

- *émet un avis favorable sur l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'offre publique de retrait, étant précisé que leurs actions seront en toute hypothèse transférées à Financière Orolia dans le cadre du retrait obligatoire, moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre publique de retrait, soit 20 euros par action de la Société, nette de tout frais ;*

- *prend acte de ce que les membres du conseil d'administration détenant des actions de la Société n'apporteront pas leurs titres à l'offre publique de retrait,*

- *prend acte de ce que les actions de la Société seront radiées du marché Alternext d'Euronext à Paris dès la mise en œuvre du retrait obligatoire ;*

- *donne tous pouvoirs au président directeur général de la Société à l'effet de signer toutes attestations requises de la Société dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire ;*

- *autorise le président directeur général de la Société à faire procéder à la radiation de la cotation des actions de la Société sur le marché Alternext d'Euronext à Paris, et plus généralement à effectuer toutes formalités requises dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire, notamment souscrire tous engagements, obtenir toutes autorisations, passer tous actes, faire toutes déclarations et demandes, publier ou diffuser tout communiqué de presse (y compris le communiqué conjoint de dépôt de l'offre publique), accomplir toutes formalités ou démarches, rédiger et signer tous documents utiles à l'exécution et la réalisation de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire.*

*En outre, le Conseil d'Administration décide que les 4.590 actions auto-détenues à ce jour par la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité ne seront pas apportées à l'offre publique de retrait. »*

## 7.2 Intentions des membres du conseil d'administration

Les participations directes et indirectes de Monsieur Jean-Yves Courtois et de la société Calabasas S.A. ont été intégralement acquises par Financière Orolia aux termes du Contrat de Cession et d'Apport.

## 7.3 Intentions de la Société quant aux actions auto-détenues

Le conseil d'administration du 22 août 2016 a décidé que les 4.590 actions auto-détenues à ce jour par la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre Publique de Retrait.

# 8 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

## 8.1 Pour l'initiateur Financière Orolia

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

Financière Orolia,

Représentée par Monsieur Jean-Yves COURTOIS

## 8.2 Pour la société visée OROLIA

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

OROLIA,

Représentée par Monsieur Jean-Yves COURTOIS

## 8.3 Etablissement présentateur

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

INVEST SECURITIES

Représentée par Marc-Antoine GUILLEN