

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIÉE PAR

EPCOS AG

NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR
TRONIC'S MICROSYSTEMS SA



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son Règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 16-513 en date du 3 novembre 2016 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Tronic's Microsystems 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 financiers présentés.

Avis Important

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport de **Ledouble SAS**, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de Tronic's Microsystems (www.tronicsgroup-bourse.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

Tronic's Microsystems
98, rue du Pré de l'Horme
38926 CROLLES Cedex

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Tronic's Microsystems seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2	CAS PARTICULIER DES ACTIONS SOUSCRITES EN FEVRIER 2015 SOUS LE REGIME FISCAL DIT « TEPA »	4
3	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OPERATION	4
3.1	Contexte de l'offre	4
3.2	Répartition du capital et des droits de vote de Tronics Microsystems	7
3.2.1	<i>Répartition du capital et des droits de vote</i>	7
3.2.2	<i>Titres donnant accès au capital</i>	9
3.2.3	<i>Engagements de cession d'actions sous-jacentes aux Options et BSPCE après la clôture de l'Offre</i>	9
3.2.4	<i>Déclaration de franchissements de seuils</i>	9
3.2.5	<i>Engagements d'apport à l'Offre</i>	9
3.2.6	<i>Autorisations réglementaires</i>	10
3.2.7	<i>Accords particuliers entre l'Initiateur et Thales Avionics</i>	10
4	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE TRONICS MICROSYSTEMS	15
5	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE TRONICS MICROSYSTEMS	17
6	INTENTIONS DECLAREES PAR D'AUTRES ACTIONNAIRES SIGNIFICATIFS	18
7	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE	18
8	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	19
9	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	19
9.1	Structure du capital de la Société.....	19
9.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.....	19
9.3	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce.....	20
9.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	20
9.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	20
9.6	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	21
9.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance et à la modification des statuts de la Société	21
9.8	Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	21
9.9	Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société.....	24
9.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance de Tronics Microsystems 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.....	24
10	AVIS DE LA DELEGATION UNIQUE DU PERSONNEL DE TRONICS MICROSYSTEMS	25
11	ATTESTATION D'EQUITE DE L'EXPERT INDEPENDANT DE L'ART. 261-1 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF	25
12	NOTE SUR LA VALORISATION THEORIQUE DES PROMESSES DE VENTE ET D'ACHAT D'ACTIONS TRONICS MICROSYSTEMS A CONCLURE ENTRE THALES AVIONICS ET EPCOS AG	83
13	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	91
14	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	92

1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, EPCOS AG, société non cotée de droit allemand, situé à St.-Martin-Strasse 53, 81669 Munich, Allemagne (« **EPCOS** » ou l'« **Initiateur** »), filiale à 100% de TDK Corporation, société cotée de droit japonais, dont le siège social se situe à Shibaura Renasite Tower, 3-9-1 Shibaura, Minato-ku Tokyo, Japon, s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Tronic's Microsystems, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 3 496 005 euros, dont le siège social est situé au 98 rue du Pré de l'Herme, 38920 Crolles, France, immatriculée au RCS de Grenoble sous le numéro 412 152 019, (« **Tronics Microsystems** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur Alternext Paris sous le code ISIN:FR0004175099 ALTRO, d'acquiescer la totalité de leurs actions Tronics Microsystems au prix unitaire de 13,20 euros dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes de Tronics Microsystems, ainsi que sur la totalité des actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice d'options de souscription d'actions (les « **Options** ») ou de bons de souscriptions de parts de créateurs d'entreprise (les « **BSPCE** ») attribués antérieurement au dépôt de l'Offre et exerçables pendant la période d'Offre ou la période de l'Offre Réouverte (telle que définie à la Section 3.1). A la date de la présente note en réponse, ces actions représentent un nombre total de 3 685 608 actions représentant l'intégralité du capital de la Société sur une base diluée (les « **Actions** »), réparties comme suit :

Actions existantes	3 496 005
Actions susceptibles d'être (i) émises par l'exercice d'Options et dès lors (ii) apportées à l'Offre (cf. 3.2.2 et 3.2.3)	145 403
Actions susceptibles d'être (i) émises par l'exercice de BSPCE et dès lors (ii) apportées à l'Offre (cf. 3.2.2 et 3.2.3)	44 200
Total	3 685 608

A la connaissance de la Société, EPCOS ne détient, à la date du dépôt de l'Offre, aucune action Tronics Microsystems.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale et sera ainsi déposée en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF ainsi qu'à un seuil de réussite stipulé à l'initiative de l'Initiateur, conformément à l'article 231-9 II du règlement général de l'AMF.

Kepler Cheuvreux, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 16 septembre 2016. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, Kepler Cheuvreux garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

La durée indicative de l'Offre sera de 25 jours de négociation.

2 CAS PARTICULIER DES ACTIONS SOUSCRITES EN FEVRIER 2015 SOUS LE REGIME FISCAL DIT « TEPA »

Par exception, l'Offre ne vise pas les actions Tronics Microsystems dont la souscription en février 2015 a donné droit à une réduction d'impôt sur la fortune (« ISF ») au titre de l'article 885-0 V bis du code général des impôts (CGI) (régime fiscal dit « TEPA »), soumises à ce titre à un engagement de conservation d'une durée minimale de cinq (5) ans à compter de leur souscription et qui ne pourront être cédées sans pénalité fiscale qu'à compter du 1^{er} janvier 2021 (les « **Actions Concernées** »), qui ont fait, avant la date de clôture de l'Offre et/ou de l'Offre Réouverte, l'objet de promesses croisées d'achat et de vente entre leurs titulaires et l'Initiateur (les « **Engagements de Liquidité** »).

A la connaissance de la Société, 27 911 actions Tronics Microsystems souscrites en février 2015 sont toujours détenues par les souscripteurs initiaux et restent soumises, à ce titre, à un engagement de conservation d'une durée minimale de cinq (5) ans à compter de leur souscription.

Aux termes des Engagements de Liquidité, l'Initiateur prend un engagement irrévocable d'acquérir les Actions Concernées auprès desdits titulaires d'Actions Concernées et lesdits titulaires d'Actions Concernées prennent un engagement irrévocable de céder à l'Initiateur leurs Actions Concernées à l'expiration de la période de conservation susvisée, à un prix par Action Concernée qui ne pourra dépasser 13,20 euros par Action Concernée mais qui pourra être indexé à la baisse en fonction de critères définis contractuellement.

Il est précisé qu'en application de l'article L. 233-9 4° du code de commerce, les Actions Concernées qui auront fait l'objet d'un Engagement de Liquidité conclu préalablement à la clôture de l'Offre et/ou de l'Offre Réouverte (les « **Actions Concernées Assimilées** ») seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur et ne seront pas transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire, comme il est précisé au paragraphe ci-dessous.

Les titulaires d'Actions Concernées sont invités à prendre contact avec Kepler Cheuvreux, 112 avenue Kléber, 75116 Paris, en indiquant sur leur courrier « Offre Publique sur Tronics Microsystems – Engagements de Liquidité », s'ils souhaitent conclure de tels Engagements de Liquidité. La conclusion d'Engagements de Liquidité permettra aux Actions Concernées de ne pas être acquises par l'Initiateur en cas de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

En cas de retrait obligatoire, il est prévu que les actions Tronics Microsystems qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à l'exception des actions Tronics Microsystems détenues par l'Initiateur et des éventuelles Actions Concernées Assimilées, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de leur titulaire pour un montant identique au prix de l'Offre, soit 13,20 euros par action Tronics Microsystems. Les actions Tronics Microsystems seront radiées du marché Alternext de Euronext Paris le jour de négociation suivant la mise en œuvre du retrait obligatoire.

3 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OPERATION

3.1 Contexte de l'offre

A la suite d'une série d'échanges entre les représentants de l'Initiateur et de la Société sur les éléments clés et les intérêts stratégiques d'un rapprochement entre les deux sociétés, et compte tenu d'un intérêt certain d'EPCOS pour la réalisation d'une telle opération matérialisée par la remise d'une lettre d'intention

indicative, le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 9 mai 2016 afin de décider, en application de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF, de nommer le cabinet Ledouble SAS (représenté par MM. Olivier Cretté et Sébastien Sancho), expert indépendant, en vue de la rédaction et de la remise d'un rapport d'expertise sur les conditions de l'Offre ainsi que sur les conditions d'une éventuelle mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Le 1er août 2016, l'Initiateur et la Société ont publié un communiqué de presse conjoint à la suite de la conclusion d'un accord cadre intitulé « **Tender Offer Agreement** » tel que modifié par avenant le 16 septembre 2016 aux termes duquel la Société a accepté, sous certaines réserves, de soutenir l'Offre et à ne pas solliciter d'autres offres. Ce communiqué de presse est disponible sur les sites internet respectifs d'EPCOS et de Tronics Microsystems.

Dans le cadre du Tender Offer Agreement, l'Initiateur et la Société se sont engagés à coopérer pleinement l'un avec l'autre dans le cadre de la préparation de la documentation relative à l'Offre et de la réalisation de l'Offre, et notamment en vue d'obtenir toutes les autorisations réglementaires nécessaires.

Tronics Microsystems s'est engagée à ne pas solliciter, encourager ou entreprendre une quelconque démarche en vue de la formulation d'une offre alternative par une personne autre que l'Initiateur.

L'Initiateur a quant à lui pris un certain nombre d'engagements. EPCOS s'est ainsi engagée à :

- (i) assurer le refinancement des prêts et autres subventions octroyés à la Société et qui pourraient être remis en cause du fait du changement de contrôle de la Société suite à la réalisation de l'Offre,
- (ii) pendant 10 ans à compter de la clôture de l'Offre, (A) maintenir le siège social de la Société à Crolles ou ses alentours et y conserver le centre de compétences (c'est-à-dire les activités d'ingénierie, de production et de recherche et développement) pour les capteurs inertiels, sous réserve toutefois que les termes et conditions du bail actuel ne soient pas significativement modifiés, et faire ses meilleurs efforts, dans l'hypothèse d'une modification significative des termes et conditions du bail actuel, pour trouver une solution alternative dans la région de Grenoble, (B) maintenir en France les ressources d'ingénierie de la Société dédiées aux Activités Sensibles (tels que ces termes sont définis ci-après) qui se trouvaient d'ores et déjà en France, et à (C) s'assurer que (x) la Société respecte les termes et conditions des contrats actuels et futurs relatifs aux Activités Sensibles (tels que ces termes sont définis ci-après), et (y) que la Société maintienne une offre et une qualité de produits et de services concernant les Activités Sensibles permettant d'une part, de continuer l'exécution des contrats en cours ainsi que des contrats futurs et d'autre part, de répondre aux appels d'offres des clients (dans la mesure où ces offres sont faites à des conditions économiques raisonnables). Pour les besoins de ce qui précède, les « **Activités Sensibles** » désignent les activités de recherche, d'approvisionnement et de services opérées par la Société auprès des Clients (tel que définis ci-dessous), en vertu de contrats existants ou futurs, dans le domaine de la défense, en ce compris les activités se rattachant au secteur militaire (incluant les activités liées aux technologies ou produits à double usage, à savoir, les technologies ou produits pouvant faire l'objet d'un usage aussi bien civil que militaire) ; et les « **Clients** » désignent collectivement l'Etat français, ses établissements publics, ainsi que l'ensemble de leurs chaînes de fournisseurs et sous-traitants (en ce compris ceux intervenant pour les besoins de clients exportateurs approuvés par le gouvernement français).

La signature du Tender Offer Agreement a été autorisée par le Conseil de surveillance de la Société du 29 juillet 2016, lequel Conseil de surveillance a également considéré, à titre préliminaire, et sous réserve de

l'avis de la délégation unique du personnel rendu conformément à l'article L. 2323-4 du code du travail et du rapport final de l'expert indépendant, que le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Le Tender Offer Agreement a été modifié par un avenant en date du 16 septembre 2016.

Le dépôt du projet d'Offre représente un élément indissociable du Tender Offer Agreement.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale et est ainsi déposée en application des articles 235-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

Postérieurement à la remise de la lettre d'intention indicative, EPCOS a contacté certains des actionnaires de Tronics Microsystems représentés au Conseil de surveillance de la Société à l'effet de leur proposer de conclure un engagement d'apport de leurs actions Tronics Microsystems à l'Offre.

Dans ce contexte, EPCOS a notamment approché Thales Avionics, laquelle détient 731 836 actions de Tronics Microsystems, représentant 20,93% du capital et 13,23% des droits de vote de cette dernière. Après avoir pris en considération les relations commerciales et stratégiques existantes entre Tronics Microsystems et Thales Avionics, Thales Avionics a informé EPCOS qu'elle n'avait pas l'intention d'apporter ses actions à l'Offre et entendait rester un actionnaire stratégique de Tronics Microsystems en y conservant une participation significative.

EPCOS a pris acte de cette position, de sorte que Thales Avionics et EPCOS sont ainsi entrées en discussions à l'effet de convenir des termes de leurs relations futures comme actionnaires de Tronics Microsystems, dans l'hypothèse où l'Offre d'EPCOS connaîtrait une suite positive. A ce titre, il est précisé que les Parties n'ont pas souhaité se lier immédiatement par un accord contraignant qui serait constitutif d'une action de concert entre elles. En effet, elles ont souhaité reconnaître et prendre acte du fait que (i) EPCOS est le seul initiateur de l'Offre, dont il définit librement les termes et conditions, et qu'EPCOS est ainsi le seul responsable du dépôt, de la conduite et du financement de l'Offre et (ii) Thales Avionics n'a en aucune manière initié ou favorisé le dépôt de l'Offre, ne s'engage pas à en favoriser le succès et n'est en aucune manière intervenue pour définir ou influencer ses termes et conditions, et par conséquent ne souhaite pas encourir la moindre responsabilité en lien avec l'Offre.

Dans ce contexte, un accord de principe intitulé « **Framework Agreement** » a été conclu le 1er août 2016 entre l'Initiateur et Thales Avionics, lequel ne comprend aucune stipulation contraignante pendant le déroulement de l'Offre de nature à former immédiatement une action de concert entre les Parties.

Il est ainsi exposé dans le Framework Agreement qu'en cas de suite positive à l'Offre et sous réserve de certaines autres conditions décrites au paragraphe 3.2.7 de la présente note en réponse, l'Initiateur et Thales Avionics concluront un pacte d'actionnaires visant à gouverner leurs relations futures au sein de la Société, lequel entrera en vigueur à la date la plus tardive entre (x) la première date de règlement-livraison de l'Offre (l'« **Offre Initiale** ») et (y) la date de règlement-livraison suivant la réouverture de l'Offre en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF (l'« **Offre Ré-ouverte** »). Les principaux termes du Framework Agreement et du projet de pacte d'actionnaires sont décrits au paragraphe 3.2.7 de la présente note en réponse.

Ainsi, à condition que le pacte d'actionnaires soit conclu entre EPCOS et Thales Avionics et entre en vigueur à la date définie ci-dessus (ces événements étant subordonnés à plusieurs conditions décrites au paragraphe 3.2.7 de la présente note en réponse), les deux parties deviendront juridiquement tenues par un accord contraignant en vue de la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de Tronics Microsystems, et une action de concert sera le cas échéant formée entre EPCOS et Thales Avionics au moment de l'entrée en vigueur du pacte.

3.2 Répartition du capital et des droits de vote de Tronics Microsystems

3.2.1 Répartition du capital et des droits de vote

Le capital social de Tronics Microsystems s'élève, à la date des présentes, à 3 496 005 euros, divisé en 3 496 005 actions ordinaires de 1 euro de valeur nominale chacune.

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société au 30 septembre 2016

Actionnaires	Actions existantes	Droits de vote	Actions en % du total	Droits de vote en % du total ¹
THALES AVIONICS SAS	731 836	731 836	20,93%	13,23%
SAFRAN CORPORATE VENTURE	203 360	203 360	5,82%	3,68%
FCPR CDC INNOVATION 2000	543 336	1 086 672	15,54%	19,65%
FCPR SCHNEIDER ELECTRIC VENTURE 1(ASTER CAPITAL)	232 131	464 262	6,64%	8,40%
CREDIT LYONNAIS VENTURE CAPITAL (géré par OMNES CAPITAL)	210 374	420 748	6,02%	7,61%
IXBLUE/ IXCORE SAS	138 418	276 836	3,96%	5,01%
CEA INVESTISSEMENT	127 599	255 198	3,65%	4,61%
SERCEL HOLDING	320 727	641 454	9,17%	11,60%
Famille RENARD	425 948	851 896	12,18%	15,40%
Salariés	37 139	72 638	1,06%	1,31%
Public	508 903	508 903	14,56%	9,20%
Actions auto-détenues	16 234	16 234	0,46%	0,29%
Total	3 496 005	5 530 037	100%	100%

¹ Sur la base d'un capital composé de 3 496 005 actions représentant 5 530 037 droits de vote théoriques en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

3.2.2 Titres donnant accès au capital

Il est précisé que la Société a procédé à l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital dans les proportions suivantes :

- 100 000 BSPCE de catégorie A et B, donnant chacun droit à la souscription d'une action de Tronics Microsystems, pour un prix d'exercice de 10 euros, dont 44 200 sont encore exerçables ;
- 154 400 Options de catégorie 1, 2 et 3, donnant chacune droit à la souscription d'une action de Tronics Microsystems, pour un prix de souscription de 10 euros, dont 145 403 sont encore exerçables. Parmi ces 145 403 Options, 110 000 bénéficient à M. Pascal Langlois, Président du Directoire et 25 000 à Mme Laurence Fayand, directrice financière, et ont fait l'objet des engagements visés ci-dessous.

3.2.3 Engagements de cession d'actions sous-jacentes aux Options et BSPCE après la clôture de l'Offre

Pour faciliter l'exercice de BSPCE et des Options et leur cession à EPCOS au prix de l'Offre, EPCOS a conclu avec M. Pascal Langlois et Mme Laurence Fayand, le 1^{er} août 2016, et proposera aux autres bénéficiaires d'Options et de BSPCE de conclure, jusqu'à la clôture de l'Offre, des contrats de cession d'actions portant sur les actions sous-jacentes à ces Options et BSPCE aux termes desquels EPCOS s'engage, sous réserve que l'Offre connaisse une suite positive, à financer l'exercice des BSPCE et Options et à acquérir immédiatement après les actions ainsi émises au prix de l'Offre.

Lesdits contrats de cession d'actions ne comportent aucune clause de complément de prix.

La Société n'a pas émis de valeurs mobilières donnant accès maintenant ou à terme au capital de la Société, autres que les Actions, les Options et les BSPCE susvisés.

3.2.4 Déclaration de franchissements de seuils

Sans objet.

3.2.5 Engagements d'apport à l'Offre

Aux termes d'un contrat d'engagement d'apport en date du 1^{er} août 2016, des membres de la famille Renard, FCPR Schneider Electric Venture 1 (Aster Capital), CEA Investissement, Credit Lyonnais Venture Capital (géré par Omnes Capital), FCPR CDC Innovation 2000 et Sercel Holding se sont engagés à apporter à l'Offre toutes les actions qu'ils détiennent, soit, au 1^{er} août 2016, 1 860 115 actions représentant 53,21% du capital social et 67,27% des droits de vote de la Société, sur une base non diluée, en ce compris, le cas échéant toutes les actions supplémentaires acquises par tout moyen depuis la date de l'engagement d'apport.

Il est précisé que ces engagements d'apport à l'Offre deviendront caducs dans le cas où une offre concurrente serait déposée par un tiers, et déclarée conforme par l'AMF mais que dans l'hypothèse où à la suite d'une offre concurrente déposée par un tiers, EPCOS déposerait une surenchère, déclarée conforme par l'AMF, ces engagements d'apport se reporteraient sur cette surenchère d'EPCOS.

Chacun de ces engagements d'apport sera résilié :

- A la date d'une décision de non-conformité de l'Offre rendue par l'AMF, le cas échéant (cette condition suspensive ayant été levée du fait de l'obtention du visa de l'AMF sur la présente note en réponse) ; ou

- A la date de publication des résultats de l'Offre si celle-ci ne connaît pas de suite positive.

Lesdits engagements d'apport ne comportent aucune clause de complément de prix.

Les principales dispositions de ces engagements d'apport ont été rendues publiques par un avis de l'AMF en date du 16 septembre 2016 (n° 216C2084).

Tronics Microsystems s'est engagée à apporter à l'Offre l'ensemble des actions auto détenues soit, un nombre de 16 234 actions Tronics Microsystems au jour du visa de la présente note en réponse.

3.2.6 Autorisations réglementaires

Conformément aux règles applicables en matière de contrôle des investissements étrangers, l'ouverture de l'Offre est conditionnée à l'obtention préalable, avant le 31 décembre 2016 au plus tard, de l'autorisation du ministère de l'Economie et des Finances à procéder à l'Offre, dans des conditions raisonnablement acceptables pour EPCOS. La demande d'autorisation à ce titre a été déposée par EPCOS auprès du Ministre de l'Economie le 5 août 2016.

L'Offre, et plus généralement l'opération faisant l'objet de la présente note en réponse, ne nécessite l'obtention d'aucune autre autorisation réglementaire.

3.2.7 Accords particuliers entre l'Initiateur et Thales Avionics

(i) Conclusion d'un Framework Agreement entre EPCOS et Thales Avionics

EPCOS et Thales Avionics ont conclu, en date du 1er août 2016, un accord intitulé Framework Agreement, aux termes duquel les parties sont convenues des principaux termes suivants :

- EPCOS est le seul initiateur de l'Offre, et en définit librement les termes et conditions ; EPCOS est seul responsable du dépôt, de la conduite et du financement de l'Offre, ainsi que de toutes les décisions, actions ou omissions effectuées dans ce cadre ; EPCOS indemniserà Thales Avionics en cas de préjudice le cas échéant subi par cette dernière résultant de l'Offre des suites d'une action ou d'une omission d'EPCOS ;
- Thales Avionics a confirmé son intention de ne pas apporter ses titres à l'Offre et à ne pas interférer dans le déroulement de l'Offre ;
- Thales Avionics n'agit pas de concert avec EPCOS dans le cadre de l'Offre, les parties restant indépendantes et libres de leurs actions pendant cette période ;
- Dans l'hypothèse où, à la suite de la publication du résultat provisoire de l'Offre par l'AMF en application du troisième alinéa de l'article 232-3 du règlement général de l'AMF, il apparaîtrait qu'EPCOS a franchi le seuil de 50% du capital et des droits de vote de Tronics Microsystems, mais où le seuil de 65,41% du capital et des droits de vote de la Société (« **Seuil de Réussite** ») ne serait pas atteint, les parties se sont réservées la possibilité d'entamer, à l'initiative d'EPCOS, des discussions visant à la cession ou à l'apport (dans le cadre de la réouverture de l'Offre) par Thales Avionics d'une partie de ses actions à EPCOS afin le cas échéant de permettre à cette dernière d'atteindre le seuil des deux tiers du capital social et des droits de vote de la Société (après prise en compte des 135 000 actions sous-jacentes aux Options détenues par M. Pascal Langlois et Mme Laurence Fayand que ces derniers se sont engagés à céder à EPCOS après la clôture de l'Offre) ; en cas de conclusion d'un tel accord entre les parties, EPCOS renoncerait au Seuil de Réussite de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-9 II du règlement général de l'AMF. Il est précisé que cette clause ne comporte toutefois aucun engagement liant à la charge de Thales Avionics, qui pourra discrétionnairement décider de transférer ou non une partie de ses actions à EPCOS.

Dans le cadre de ce Framework Agreement, Thales Avionics et EPCOS se sont engagés à conclure, en présence de Tronics Microsystems, un pacte d'actionnaires (le « **Pacte** ») visant à régir leurs relations en qualité d'actionnaires de Tronics Microsystems et dont le projet est annexé au Framework Agreement. La conclusion de ce Pacte interviendra sous réserve de la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- (a) la prise de contrôle de Tronics Microsystems par EPCOS recevrait l'autorisation du Ministre de l'Economie au titre de la réglementation sur le contrôle des investissements étrangers en France en application des articles R. 153-1 et suivants du code monétaire et financier ;
- (b) l'Offre connaîtrait une suite positive en application de l'article 232-3 du règlement général de l'AMF,
- (c) le protocole d'accord conclu le 23 janvier 2015 entre certains des actionnaires de Tronics Microsystems serait résilié avec effet à la date, et sous réserve, du règlement-livraison de l'Offre Initiale (tels que ces termes sont définis ci-après) ; étant précisé que suite à la signature de lettres de résiliation conditionnelles en date du 1^{er} août 2016 par les signataires dudit protocole d'accord cette condition serait automatiquement satisfaite si l'Offre connaissait une suite positive, à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre,
- (d) l'AMF aurait constaté qu'il n'y aura pas matière au dépôt par Thales Avionics d'un projet d'Offre visant les titres de capital de la société Tronics Microsystems en application de l'article 234-7 1^o de son règlement général, à l'occasion de la mise en concert, le cas échéant, de Thales Avionics avec EPCOS, cette condition ayant donné lieu au dépôt par Thales Avionics et EPCOS auprès de l'AMF d'une demande en ce sens.

(ii) En cas de succès de l'Offre, conclusion d'un pacte d'actionnaires entre EPCOS et Thales Avionics et formation d'une action de concert

Sous réserve des conditions stipulées dans le Framework Agreement rapportées ci-dessus, et en particulier du succès de l'Offre d'EPCOS, Thales Avionics et EPCOS concluront le Pacte, en présence de Tronics Microsystems ; le Pacte entrera en vigueur à la date la plus tardive entre (x) la première date de règlement-livraison de l'Offre (l'« **Offre Initiale** ») et (y) la date de règlement-livraison suivant la réouverture de l'Offre en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF (l'« **Offre Ré-ouverte** »).

Le Pacte aura une durée de 10 années à compter de son entrée en vigueur, étant précisé qu'il cessera de s'appliquer (sauf exceptions prévues au Pacte) à toute partie qui viendrait à ne plus détenir de titres dans Tronics Microsystems.

A compter de la date d'entrée en vigueur du Pacte telle que définie ci-dessus, une action de concert vis-à-vis de Tronics Microsystems sera formée entre Thales Avionics et EPCOS.

Les principaux termes du Pacte peuvent être résumés comme suit :

1 Gouvernance

En matière de gouvernance, il est prévu que tant que les Actions Tronics Microsystems resteront admises aux négociations sur un marché organisé ou réglementé, elle conservera la forme de société anonyme à forme duale, comprenant un directoire et un conseil de surveillance.

Aucune règle ne régit la composition ou le fonctionnement du Directoire. Le Conseil de surveillance sera composé de 5 membres :

- 3 choisis parmi une liste proposée par EPCOS ;
- 1 choisi parmi une liste proposée par Thales Avionics,
- 1 étant un membre indépendant au sens du code de gouvernance Middledenext appliqué par Tronics Microsystems.

Les décisions listées ci-dessous devront être abordées en Conseil de surveillance et approuvées à la majorité simple de ses membres :

- toute décision significative relative aux Activités Stratégiques (tel que ces termes sont définis ci-après) ;
- conformément à la loi, la nomination, la non-reconduction ou la révocation d'un membre du Directoire ;
- l'examen et l'approbation du budget annuel et du business plan de Tronics Microsystems.

Thales Avionics bénéficiera d'un droit de veto sur les seules décisions suivantes :

1. toute décision concernant (A) la modification ou la cessation des Activités Stratégiques ou (B) le plan de production, le développement ou les activités d'ingénierie du groupe Tronics Microsystems, à condition que (i) cette décision ait, immédiatement ou à terme, un impact significatif défavorable sur les Activités Stratégiques ou affecte significativement et défavorablement, immédiatement ou à terme, les capacités de production du groupe Tronics Microsystems relativement aux Activités Stratégiques, et qu'en conséquence, (ii) cette décision affecte un accord conclu entre Thales Avionics et Tronics Microsystems ou leurs affiliés respectifs ;
2. la dissolution volontaire de Tronics Microsystems ;
3. tout changement apporté au droit aux dividendes attachés aux actions de Tronics Microsystems ;
4. toute décision de transfert d'actifs qui seraient nécessaires à l'exercice des Activités Stratégiques par le groupe Tronics Microsystems vis-à-vis de Thales Avionics, à un tiers ;
5. la conclusion de tout accord entre une société du groupe Tronics Microsystems d'une part, et EPCOS ou ses affiliés, d'autre part, étant entendu que Thales Avionics s'oblige à voter en faveur de tout accord conclu à des conditions équitables et étant également précisé, en tant que de besoin, que la conclusion par toute société du groupe Tronics Microsystems d'une convention courante (au sens des dispositions de l'article L. 225-87 du code de commerce) conclue dans le cours normal des affaires et à des conditions raisonnables et équitables, ne sera pas soumise à un droit de veto de Thales Avionics ; et
6. l'adoption et la modification du règlement intérieur du Conseil de surveillance, (les « **Décisions Restreintes** »).

Un comité stratégique, émanation du Conseil de surveillance, sera institué et sera composé de 3 membres : 2 membres choisis parmi les membres du Conseil de surveillance nommés sur proposition d'EPCOS, et le membre du Conseil de surveillance nommé sur proposition de Thales Avionics. Cet organe, qui statuera à la majorité simple, sera purement consultatif et aura pour rôle de formuler des recommandations au Conseil de surveillance s'agissant du budget annuel, du business plan et des Décisions Restreintes dans la mesure où elles auraient, immédiatement ou à terme, un impact significatif défavorable sur les Activités Stratégiques.

Les stipulations du Pacte résumées ci-dessus seront reproduites dans le règlement intérieur du Conseil de surveillance qui sera adopté dans les 60 jours de l'entrée en vigueur du Pacte.

Les droits de gouvernance de Thales Avionics listés ci-dessus deviendront caducs dès lors que sa participation dans le capital de Tronics Microsystems tomberait sous le seuil de 5 pour cent.

2 Liquidité

En matière de transfert de titres de Tronics Microsystems, le Pacte contient les principales stipulations suivantes :

- un engagement d'incessibilité à la charge d'EPCOS et Thales Avionics pour une durée de 4 années à compter de la date d'entrée en vigueur du Pacte, sous réserve notamment de l'exercice des différentes promesses de cession résumées ci-après ;
- un droit pour chacune des parties de reclasser sa participation dans Tronics Microsystems (y compris pendant la période d'inaliénabilité) auprès d'un affilié sans déclencher les clauses du Pacte mentionnées ci-dessous ;
- un droit de préemption de chacune des parties sur les titres cédés par l'autre partie au terme de la période d'inaliénabilité initiale ;
- un droit de cession conjointe proportionnel au bénéfice de Thales Avionics en cas de cession par EPCOS, au terme de la période d'inaliénabilité initiale, de moins de 50% des titres Tronics Microsystems qu'il détient ;
- un droit de cession conjointe total au bénéfice de Thales Avionics en cas de cession par EPCOS, au terme de la période d'inaliénabilité initiale, d'au moins 50% des titres Tronics Microsystems qu'il détient ou en cas de cession de titres Tronics Microsystems à un tiers directement concurrent de Thales Avionics ;
- une clause d'anti-dilution classique en faveur de chacune des parties ;
- une clause de changement de contrôle bilatérale exerçable selon les termes suivants :
 - dans l'hypothèse où Tronics Microsystems ne serait plus ultimement contrôlée par TDK Corporation, une société de droit japonais contrôlant EPCOS, Thales Avionics aurait, à son choix, la faculté d'exercer contre EPCOS une promesse de vente sur les titres Tronics Microsystems détenus par EPCOS ou une promesse d'achat sur les titres Tronics Microsystems détenus par Thales Avionics ; ou
 - dans l'hypothèse où Thales Avionics ne serait plus contrôlé par Thales SA, EPCOS aurait la seule faculté d'exercer une promesse de vente sur les titres Tronics Microsystems détenus par Thales Avionics ;

- quelle que soit l'hypothèse, le prix de cession des actions cédées aux termes de ces promesses serait égal à la moyenne pondérée des prix d'acquisition/souscription des actions acquises ou souscrites par la partie cédante, étant précisé que toutes les actions détenues à la date de signature du Pacte seront réputées avoir été acquises pour 13,20 euros (correspondant au prix d'Offre).
- des promesses d'achat et de vente croisées se traduisant par la cession par Thales Avionics de ses titres Tronics Microsystems et exerçables selon les termes suivants :
 - à tout moment à compter de la conclusion du Pacte, Thales Avionics aura la faculté d'exercer contre EPCOS une promesse d'achat portant sur les titres Tronics Microsystems détenus par Thales Avionics ;
 - réciproquement, EPCOS aura la faculté d'exercer, sous réserve de certaines conditions, contre Thales Avionics une promesse de vente portant sur les titres Tronics Microsystems détenus par Thales Avionics pendant une période de 12 mois suivant la date la plus proche entre (x) le troisième anniversaire de la signature du Pacte et (y) la date à laquelle la phase de production des Produits Stratégiques par Tronics Microsystems aura commencé (s'entendant de la date à laquelle les coûts de production en masse des Produits Stratégiques auront atteint les objectifs stipulés en annexe de l'Accord de Coopération) ; Il est précisé qu'il est dans l'intention d'EPCOS d'exercer cette option dès l'ouverture de la période d'exercice ;
 - Quelle que soit l'hypothèse, le prix de cession des actions cédées par Thales Avionics aux termes de ces promesses sera là encore égal à la moyenne pondérée des prix d'acquisition/souscription des actions acquises ou souscrites par Thales Avionics, étant précisé que toutes les actions détenues à la date de signature du Pacte seront réputées avoir été acquises pour 13,20 euros (correspondant au prix d'Offre).

3 Dividendes

Les distributions de dividendes par Tronics Microsystems ne sont pas limitées ou restreintes par le Pacte, et seront donc librement fixées par l'assemblée générale de Tronics Microsystems.

4 Préservation des Activités Stratégiques de Tronics Microsystems

Le Pacte identifie les « **Activités Stratégiques** » comme les activités d'étude, de production, de vente et de fourniture de services associés relatives :

(x) aux produits destinés à des applications militaires ou duales (c'est-à-dire des équipements ou produits pouvant recevoir un usage à la fois civil et militaire) devant être fournis à Thales Avionics ou ses affiliés en application des Contrats Stratégiques dans des domaines d'application tels que la défense, l'aérospatial et/ou le transport terrestre (i.e. transport ferroviaire ou tout autre équipement ou produit de transport similaire pourvu qu'il reçoive des applications à la fois civiles et militaires) (les « **Produits Stratégiques** ») ; ou

(y) aux accords conclus ou à conclure entre le groupe Tronics Microsystems d'une part et Thales Avionics et ses affiliés d'autre part relativement aux Produits Stratégiques (les « **Contrats Stratégiques** »).

Le Pacte vise à contrôler et dans une certaine mesure sécuriser l'exercice de ces Activités Stratégiques par Tronics Microsystems, dans le cadre de la relation déjà existante entre Tronics Microsystems et Thales Avionics.

EPCOS s'engage dans le Pacte à faire en sorte que Tronics Microsystems renouvelle à la date de signature du Pacte deux accords existants pour une durée de 10 ans ; il s'agit de :

- l'« Accord de Coopération » conclu entre Thales Avionics et Tronics Microsystems le 7 juillet 2009 ; et
- l'« Accord de concession de licence de brevet et de communication de savoir-faire (2013 PEA i-MEMS) » conclu entre Thales Avionics et Tronics Microsystems le 5 juillet 2013 ;

ces renouvellements intervenant aux conditions actuelles, sous réserve de (x) la mise à jour des annexes de l'Accord de Coopération à l'effet de refléter les conditions prévalant actuellement entre Thales Avionics et Tronics Microsystems, (y) de l'insertion d'un engagement de discuter de bonne foi les termes et conditions de la fourniture des produits pour les activités de transport terrestre et (z) l'inclusion d'une clause reflétant l'Engagement de Détournement défini ci-après.

EPCOS prend dans le Pacte au profit de Thales Avionics un certain nombre d'engagements quant à la pérennité et la poursuite des Activités Stratégiques dans la limite des besoins de Thales Avionics, portant essentiellement sur la capacité de production en France par le groupe Tronics Microsystems des Produits Stratégiques et sur leur livraison à Thales Avionics sans restriction à l'export résultant de réglementations étrangères (les « **Engagements Spécifiques** »).

Il est prévu qu'en cas de violation des engagements ci-dessus en matière de renouvellement des accords ou des Engagements Spécifiques qui aurait un impact significatif et défavorable sur l'exercice des Activités Stratégiques, Thales Avionics pourrait, au terme d'une période de remédiation de 45 jours restée infructueuse, requérir d'EPCOS qu'elle fasse en sorte que Tronics Microsystems procède à un détournement des seuls actifs nécessaires aux Activités Stratégiques en vue de leur cession au profit de Thales Avionics ou d'un tiers conjointement agréé par les parties, de sorte que le cessionnaire soit en mesure de poursuivre les Activités Stratégiques et de produire les Produits Stratégiques (l'« **Engagement de Détournement** »). Ce détournement s'accompagnerait d'une assistance technique pendant une période limitée. Le prix de transfert des actifs concernés serait librement négocié entre Tronics Microsystems et Thales Avionics ; à défaut d'accord, il serait déterminé par voie d'expertise indépendante.

4 AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE TRONICS MICROSYSTEMS

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 20 septembre 2016, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner, le projet d'Offre définitif. L'ensemble des membres du Conseil de surveillance étaient présents. Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil de surveillance se sont tenus sous la présidence de Monsieur Michel de Lempdes, en qualité de Président du Conseil de surveillance, conformément à l'article 17 des statuts de la Société.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de surveillance ont eu connaissance :

- du projet de note d'information établi par EPCOS déposé auprès de l'AMF le 16 septembre 2016 contenant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Kepler Cheuvreux en sa qualité de banque présentatrice de l'Offre ;
- de l'attestation de l'expert indépendant (le cabinet Ledouble), qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 13,20 euros par action de la Société ;
- du projet de note en réponse établi par la Société.

Le Conseil de surveillance a par ailleurs pris acte que la procédure d'information-consultation préalable de la Délégation unique du personnel sur les opérations envisagées dans le cadre de l'Offre s'est achevée le 15 septembre 2016, la Délégation unique du personnel ayant émis un avis favorable à l'unanimité.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil de surveillance :

« Sur le plan financier :

- *le prix proposé de 13,20 euros par action offert aux actionnaires de la Société représente une prime de 78,4% par rapport au cours de bourse de clôture du 7 juillet 2016 qui s'élevait à 7,40 euros, avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre ;*
- *l'expert indépendant a relevé que le prix d'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation retenus et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société en ce compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;*
- *l'Offre représente donc une opportunité de liquidité immédiate pour les actionnaires à un prix particulièrement attractif, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ;*
- *la condition de seuil des deux tiers à laquelle l'Offre sera soumise semble raisonnable au Conseil de surveillance compte tenu d'engagements d'apports et de contrats de cession couvrant plus de 54% du capital dilué de la Société, nonobstant l'intention de THALES, actionnaire à hauteur de 20,9%, de ne pas apporter ses titres à l'Offre ;*
- *les projets de contrats conclus entre THALES et EPCOS, et en particulier la faculté qu'aura THALES de céder ses actions à EPCOS, n'offrent en outre pas à THALES d'avantage financier par rapport à l'offre publique qui sera proposée aux autres actionnaires ;*
- *les actionnaires ayant souscrit leurs titres dans le cadre du régime TEPA lors de l'introduction en bourse se verront offrir une solution de liquidité pour le cas où le titre cesserait d'être coté.*

Sur le plan industriel et social :

- *le projet d'Offre définitif et de rapprochement avec EPCOS, acteur majeur des semi-conducteurs en Europe et elle-même filiale du groupe de dimension mondiale TDK, offrira à la Société des perspectives favorables et à long terme en termes d'activité et de développement technique et commercial en ce compris dans des domaines dans lesquels elle n'est pas présente ;*
- *le Tender Offer Agreement apporte des garanties fortes concernant la pérennité de l'entreprise, et notamment l'engagement d'EPCOS de maintenir dans la région de Grenoble le siège social de la Société et d'y situer le centre d'excellence de ses activités Capteurs Inertiels ; en outre*

EPCOS s'est engagé à maintenir l'emploi en France pour une période de 24 mois à compter de l'issue de l'Offre ;

- *EPCOS a pris des engagements de maintien des activités sensibles avec THALES, et s'est engagé à faire, et à ce que TDK qui la contrôle fasse, ses efforts raisonnables pour donner les engagements requis dans le cadre du contrôle français des investissements étrangers ;*
- *la Délégation unique du personnel de la Société a émis à l'unanimité un avis favorable à l'Offre, reflétant l'adhésion des salariés au projet industriel ;*
- *les projets de contrats conclus entre THALES, qui a indiqué souhaiter demeurer un actionnaire de référence de la Société, et EPCOS n'affectent pas la Société de manière négative et l'extension d'une durée de 10 ans à l'accord de coopération conclu avec Thales en 2009 ne semble pas déraisonnable au Conseil de surveillance compte tenu de l'économie générale du projet et des perspectives à long terme apportées par l'Offre, étant toutefois précisé que tout contrat conclu avec THALES à l'issue de l'Offre devra faire l'objet après la clôture de l'Offre d'une autorisation au titre des conventions visées à l'article L. 225-86 du code de commerce.*

En conclusion :

Au regard de ce qui précède, après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance, statuant à l'unanimité de ses membres, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. »

5 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE TRONICS MICROSYSTEMS

Le Conseil de Surveillance de la Société est composé de :

- M. Michel de Lempdes, Président du Conseil de Surveillance ;
- M. Franck Noiret, Vice-Président du Conseil de Surveillance ;
- Aster Capital Partners, représentée par M. Jean-Marc Bailly ;
- Sercel Holding, représentée par M. Pierre Baliguet ;
- CEA Investissement, représentée par M. Régis Saleur ;
- Thalès Avionics SAS, représentée par M. Marc Duval-Destin.

Aux termes d'un contrat d'engagement d'apport en date du 1^{er} août 2016, plusieurs membres du Conseil de surveillance – Aster Capital Partners SAS, CEA Investissement, et Sercel Holding – se sont engagés à apporter à l'Offre toutes les actions de Tronics Microsystems qu'ils détiennent.

M. Franck Noiret et M. Michel de Lempdes ne détiennent pas d'action de la Société, mais les sociétés de gestion dans lesquelles ils exercent par ailleurs leurs fonctions – respectivement Innovation Capital et Omnes Capital, se sont engagés au nom des fonds qu'elles gèrent – respectivement FCPR CDC Innovation 2000 et Crédit Lyonnais Venture Capital - à apporter à l'Offre l'intégralité des actions Tronics Microsystems qu'elles détiennent, aux termes d'un contrat d'engagement d'apport en date du 1^{er} août 2016.

Le tableau ci-dessous présente le nombre d'actions de la Société détenues par les membres du Conseil de surveillance ou les sociétés de gestion dans lesquelles ils exercent par ailleurs leurs fonctions, et ayant fait l'objet d'un engagement d'apport :

Actionnaires	Actions existantes	Droits de vote	Actions en % du total	Droits de vote en % du total ²
FCPR CDC INNOVATION 2000	543 336	1 086 672	15,54%	19,65%
FCPR SCHNEIDER ELECTRIC VENTURE 1(ASTER CAPITAL)	232 131	464 262	6,64%	8,40%
CREDIT LYONNAIS VENTURE CAPITAL (géré par OMNES CAPITAL)	210 374	420 748	6,02%	7,61%
CEA INVESTISSEMENT	127 599	255 198	3,65%	4,61%
SERCEL HOLDING	320 727	641 454	9,17%	11,60%
Total	1 434 167	2 868 334	41,02%	51,87%

Thales Avionics SAS a confirmé son intention de ne pas apporter ses titres à l'Offre. Cependant, dans l'hypothèse où, à la suite de la publication du résultat provisoire de l'Offre par l'AMF en application du troisième alinéa de l'article 232-3 du règlement général de l'AMF, il apparaîtrait qu'EPCOS a franchi le seuil de 50% du capital et des droits de vote de Tronics Microsystems, mais où le seuil de 65,41% du capital et des droits de vote de la Société ne serait pas atteint, EPCOS et Thales Avionics se sont réservés la possibilité d'entamer à l'initiative d'EPCOS, des discussions visant à la cession ou à l'apport (dans le cadre de la réouverture de l'Offre) par Thales Avionics d'une partie de ses actions à EPCOS afin de permettre à cette dernière d'atteindre le seuil des deux tiers du capital social et des droits de vote de la Société (après prise en compte des 135 000 actions sous-jacentes aux Options détenues par M. Pascal Langlois et Mme Laurence Fayand que ces derniers se sont engagés à céder à EPCOS après la clôture de l'Offre).

6 INTENTIONS DECLAREES PAR D'AUTRES ACTIONNAIRES SIGNIFICATIFS

A la connaissance de la Société :

- iXblue (détenant 3,96% du capital et 5,01% des droits de vote de la Société) a fait connaître son intention de ne pas apporter ses titres à l'Offre (ainsi que ceux de son Président qui détient à titre personnel 4 000 actions) ;
- Safran (détenant 5,82% du capital et 3,68% des droits de vote de la Société) qui a été consultée par la Société, n'a pas souhaité exprimer ses intentions.

7 INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS D'AUTOCONTROLE

Conformément à l'avenant du Tender Offer Agreement du 16 septembre 2016, Tronics Microsystems s'est engagée à apporter à l'Offre l'ensemble des actions auto détenues soit, un nombre de 16 234 actions Tronics Microsystems au jour du visa sur la présente note en réponse.

² Sur la base d'un capital composé de 3 496 005 actions représentant 5 530 037 droits de vote théorique en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

8 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Sous réserve (i) du Tender Offer Agreement, (ii) des engagements de liquidité relatifs aux Actions Concernées en cours de négociation décrits à la section 2, (iii) des engagements d'apports décrits au paragraphe 3.2.5 et (iv) des accords avec Thales Avionics décrit au paragraphe 3.2.7., il n'existe aucun accord lié à l'Offre ou susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

9 ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

9.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société, d'un montant de 3 496 005 euros, est divisé en 3 496 005 Actions, d'une valeur nominale de 1 euro chacune.

La répartition du capital et des droits de vote de la Société figure au paragraphe 3.2.1.

9.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

La Société a introduit l'obligation de déclarer le franchissement de seuils dans ses statuts (article 8 des statuts), en vertu de quoi toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui viendrait à détenir, de quelque manière que ce soit, au sens des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, directement ou indirectement, une fraction égale à 2,5% du capital ou des droits de vote de la Société doit communiquer à la Société les informations visées à l'article L. 233-7-I du code de commerce au moyen d'une lettre recommandée avec demande d'avis de réception, dans un délai de 4 jours de bourse.

Cette obligation s'applique aussi chaque fois qu'un nouveau seuil de 2,5% du capital ou des droits de vote de la Société sera atteint ou franchi, et ce, y compris au-delà du seuil légal de 5%.

En cas de non-respect de ce qui précède, et sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5% du capital ou des droits de vote de la Société, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de 2 ans suivant la date de régularisation de la notification.

Aucune disposition des articles des statuts ne limitent le transfert d'Actions.

Par ailleurs, un protocole d'accord entre la famille Renard, Monsieur Pascal Langlois, FPCR CDC Innovation 2000, FCPR Schneider Electric Venture 1, Crédit Lyonnais Venture Capital, CEA Investissement, Sercel Holding (les « **Actionnaires** ») et Thales Avionics a été conclu le 23 janvier 2015 (le « **Protocole d'Accord** »), transmis à la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce et a été décrit dans le document de base de la Société enregistré sous le n°2015-003300. Selon l'article 2 du Protocole d'Accord, les Actionnaires s'engagent à notifier Thales Avionics et la Société de tout projet de transfert de titres par voie de cession de bloc hors marché représentant 0,5% ou plus du capital de la Société au moins 30 jours avant sa réalisation et s'engagent à ne pas informer, ni engager de discussions avec de possibles tiers acquéreurs avant l'expiration de ce délai, étant précisé que les Actionnaires demeurent libres de ne pas donner suite à une éventuelle proposition d'acquisition faite par Thales Avionics.

Le Protocole d'Accord sera résilié de plein droit à la date et sous réserve, du règlement-livraison de l'Offre, étant précisé que conformément aux termes de lettres de résiliations conditionnelles échangées

entre Thales Avionics et les autres parties au Protocole d'Accord le 1er août 2016, cette condition sera automatiquement satisfaite si l'Offre connaît une suite positive, à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre.

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

A la connaissance de la Société, les actionnaires suivants détiennent plus de 2,5% de son capital ou de ses droits de vote à la date de la présente note en réponse :

Actionnaires	Actions existantes	Droits de vote	Actions en % du total	Droits de vote en % du total ³
THALES AVIONICS SAS	731 836	731 836	20,93%	13,23%
SAFRAN CORPORATE VENTURE	203 360	203 360	5,82%	3,68%
FCPR CDC INNOVATION 2000	543 336	1 086 672	15,54%	19,65%
FCPR SCHNEIDER ELECTRIC VENTURE 1(ASTER CAPITAL)	232 131	464 262	6,64%	8,40%
CREDIT LYONNAIS VENTURE CAPITAL (géré par OMNES	210 374	420 748	6,02%	7,61%
IXBLUE/IXCORE SAS	138 418	276 836	3,96%	5,01%
CEA INVESTISSEMENT	127 599	255 198	3,65%	4,61%
SERCEL HOLDING	320 727	641 454	9,17%	11,60%
Famille RENARD	425 948	851 896	12,18%	15,40%

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

L'article 9 des statuts de la Société prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'Actions nominatives entièrement libérées lorsque celles-ci sont inscrites depuis 2 ans au moins au nom du même actionnaire.

Ce droit est conféré également en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

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

La Société n'a connaissance d'aucun mécanisme de contrôle en vigueur à ce jour prévu dans un système d'actionnariat du personnel dont les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

³ Sur la base d'un capital composé de 3 496 005 actions représentant 5 530 037 droits de vote théorique en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

9.6 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

Le Protocole d'Accord conclu le 23 janvier 2015 prévoit l'engagement par les Actionnaires d'informer Thales Avionics en cas de cession de bloc hors marché représentant plus de 0,5% ou plus du capital de la société (voir paragraphe 8.2). La Société n'a connaissance d'aucun autre accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

9.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance et à la modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil de surveillance ou la modification des statuts.

Le Protocole d'Accord prévoit cependant que le Conseil de surveillance comprend au moins un membre nommé sur proposition de Thalès.

9.8 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Directoire de la Société dispose des délégations suivantes :

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Contenu de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
A.G.M 19/05/2016 (8 ^{ème} résolution)	Achat d'actions de la Société dans la limite de 10% du capital de la société.	18 mois (i.e. jusqu'au 19/11/2017)	Néant	Montant maximal des fonds pouvant être engagés dans le programme de rachat d'actions : 5 millions.
A.G.M 19/05/2016 (9 ^{ème} résolution)	Annulation en une ou plusieurs fois dans la limite de 10% du capital social par période de 24 mois, de tout ou partie des actions acquises par la société et réduction de capital à due concurrence.	18 mois (i.e. jusqu'au 19/11/2017)	Néant	
A.G.M 19/05/2016 (10 ^{ème} résolution)	Consentir au bénéfice des membres du personnel salarié et/ou des mandataires sociaux des options donnant droit à la souscription ou à l'achat d'actions ordinaires.	38 mois (i.e. jusqu'au 19/07/2019)	Néant	Le nombre d'options ne pourra donner droit à l'achat ou à la souscription de plus de 200 000 actions d'une valeur

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Contenu de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
				nominale de 1 euro l'une ⁴ .
A.G.M 19/05/2016 (11 ^{ème} résolution)	Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la société au profit des membres du personnel salarié et/ou des mandataires sociaux.	38 mois (i.e. jusqu'au 19/07/2019)	Néant	Nombre total maximal de 200 000 actions.
A.G.M 19/05/2016 (12 ^{ème} résolution)	Attribution de bons de souscription d'actions donnant droit à la souscription d'une action ordinaire de la société d'une valeur nominale de 1 euro au profit (i) de membres et censeurs du Conseil de surveillance n'ayant pas la qualité de salariés ou de mandataire sociaux, (ii) de personnes liées par un contrat de services ou de consultant à la Société ou (iii) de membres de tout comité que le Conseil de surveillance viendrait à mettre en place, n'ayant pas la qualité de salariés ou de mandataires sociaux de la société.	18 mois (i.e. jusqu'au 19/11/2017)	Néant	Nombre total maximal de 200 000 BSA donnant droit à la souscription d'un nombre maximal de 200 000 actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune.
A.G.M 11/12/2014 (15 ^{ème} résolution)	Émission d'actions ordinaires et de toutes valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires.	26 mois (i.e. jusqu'au 11/02/2017)	Néant	2 millions d'euros en cas d'augmentation de capital susceptible d'être réalisée immédiatement et/ou à terme ⁵ .

⁴ la somme (i) des actions susceptibles d'être émises ou acquises sur exercice des options attribuées en vertu de la 10^{ème} résolution ci-dessus, (ii) des actions qui seraient attribuées gratuitement en vertu de la 11^{ème} résolution ci-dessus, et (iii) des actions susceptibles d'être émises sur exercice des BSA qui seraient attribués en vertu de la 12^{ème} résolution ci-dessus ne pourra excéder 200.000 actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune

⁵ le montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu des délégations conférées aux termes des quinzième à dix-septième résolutions ci-dessus et de la vingt-cinquième résolution ci-dessous est fixé à 2 millions d'euros

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Contenu de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
				15 millions d'euros en cas d'émission de titres de créance ⁶ .
A.G.M 11/12/2014 (16 ^{ème} résolution)	Emission par voie d'offre au public d'actions ordinaires de la Société et toutes valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires de la société.	26 mois (i.e. jusqu'au 11/02/2017)	Directoire du 10/02/15	2 millions d'euros en cas d'augmentation de capital susceptible d'être réalisée immédiatement et/ou à terme. 15 millions d'euros en cas d'émission de titres de créance.
A.G.M 11/12/2014 (17 ^{ème} résolution)	Émission d'actions ordinaires et de toutes valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires dans le cadre d'une offre au profit d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs visés au II.2 de l'article L.411-2 du CMF.	26 mois (i.e. jusqu'au 11/02/2017)	Néant	2 millions d'euros en cas d'augmentation de capital susceptible d'être réalisée immédiatement et/ou à terme. 15 millions d'euros en cas d'émission de titres de créance.
A.G.M 11/12/2014 (18 ^{ème} résolution)	Augmentation du nombre d'actions ou de valeurs mobilières à émettre en cas de demande excédentaire de souscription dans le cadre d'augmentation de capital en vertu des délégations ci-dessus.	26 mois (i.e. jusqu'au 11/02/2017)	Directoire du 10/02/15 (Augmentation du capital social d'un montant nominal de 909 091 euros par l'émission de 909 091 actions nouvelles de 10 euros de valeur nominale chacune, au prix de 13,20 euros, prime incluse)	N/A

⁶ le montant nominal maximum global des titres de créance pouvant être émis en vertu des délégations conférées aux termes des quinzième à dix-septième résolutions ci-dessus et de la vingt-cinquième résolution ci-dessous est fixé à 15 millions d'euros

Date de l'Assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Contenu de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
A.G.M 11/12/2014 (20 ^{ème} résolution)	Augmentation de capital par incorporation au capital de primes, réserves, bénéfices ou autres dont la capitalisation serait légalement et statutairement possible et sous forme d'attribution d'actions gratuites nouvelles, d'élévation de la valeur nominale des actions existantes ou d'emploi conjoint de ces deux procédés.	26 mois (i.e. jusqu'au 11/02/2017)	Néant	2 millions d'euros.

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

Deux accords de financement conclus entre la Société et Bpifrance financement contiennent une clause de changement de contrôle selon laquelle Bpifrance financement pourrait demander à la Société le remboursement des sommes restant dues. Pour ces deux accords, l'Initiateur s'est engagé à mettre à la disposition de la Société les fonds nécessaires à un tel remboursement, dans la limite de 2 200 000 euros.

Par ailleurs, la Société est partie à certains contrats au titre desquels elle a perçu des subventions, qui comportent une clause de changement de contrôle pouvant le cas échéant entraîner une obligation de restitution de tout ou partie de ces subventions. Le montant maximal pouvant être affecté est de 6 933 759 euros, dont 5 443 167 euros ont été perçus à ce jour et pourraient devoir être remboursés.

Ces contrats feront en conséquence l'objet d'un refinancement par l'Initiateur en cas de changement de contrôle. Par ailleurs, l'Initiateur s'est engagé à ce que la Société réalise les programmes de recherche et développement en cours pour lesquels elle a reçu une subvention.

Par ailleurs, certains contrats commerciaux signés par la Société intègrent des clauses offrant au client ou au partenaire la possibilité de résilier le contrat en cas de changement de contrôle. A la date de la présente note en réponse, un des partenaires a renoncé au droit de se prévaloir d'une telle clause, et aucun des cocontractants n'a informé la Société de sa volonté de résilier le contrat du fait du changement de contrôle.

9.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance de Tronics Microsystems 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

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord concernant la rémunération des membres du Conseil de surveillance et des employés dans le cas où ils démissionneraient. Par ailleurs, dans le cadre du Tender Offer Agreement, EPCOS a pris l'engagement de ne pas réduire le nombre d'employés en France pendant une durée de 24 mois à compter de la clôture de l'Offre.

10 AVIS DE LA DELEGATION UNIQUE DU PERSONNEL DE TRONICS MICROSYSTEMS

Réunion extraordinaire de la Délégation unique du personnel du 15 septembre 2016

Les membres de la Délégation unique du personnel donnent unanimement un avis favorable au projet d'Offre Publique d'Achat de Tronics par la société EPCOS.

Ils précisent que cet avis est notamment fondé sur les éléments positifs qui sont ressortis des échanges avec Monsieur Peter BALZER , CEO de la division Sensor Business Group de la société EPCOS, lors de la réunion de la DUP au cours de laquelle il a été entendu suite à la demande des élus.

Il est ressorti en particulier de cette réunion du 30 août dernier, à laquelle ont également participé Monsieur Björn RIDDERMANN, RRH et Monsieur Oliver BARD, représentant du personnel d'EPCOS, les éléments suivants :

- *la bonne compatibilité des activités et des produits des deux sociétés,*
- *l'approche opérationnelle et industrielle réaliste,*
- *la volonté de poursuivre les activités en cours,*
- *l'engagement de la société EPCOS de maintenir les centres de compétences (R&D et ingénierie) et les activités de fabrication de Tronics en France pendant dix ans,*
- *la position de Thalès sur le projet.*

11 ATTESTATION D'EQUITE DE L'EXPERT INDEPENDANT DE L'ART. 261-1 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

Ledouble

TRONICS MICROSYSTEMS
OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT INITIÉE PAR EPCOS
ATTESTATION D'ÉQUITÉ

1. INTRODUCTION

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été nommé par le Conseil de Surveillance de Tronics Microsystems SA (« **Tronics Microsystems** », « **la Société** » ou « **la Cible** ») en date du 9 mai 2016, en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat (« **l'Offre** ») qui sera initiée par Epcos AG (« **Epcos** » ou « **l'Initiateur** »), filiale à 100% de TDK Corporation sur les actions Tronics Microsystems.

Cette mission d'expertise indépendante (la « **Mission** ») consiste à nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires de Tronics Microsystems dont les titres sont visés par l'Offre, du prix d'Offre de **13,20 €** par action (le « **Prix d'Offre** »).

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

La désignation de Ledouble et le présent rapport entrent dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 2^o du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15².

Par référence à l'article 261-1 II³ du règlement général de l'AMF, et en anticipant la détention par l'Initiateur de plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, le Conseil de Surveillance de la Société (le « **Conseil de Surveillance** ») a par ailleurs étendu la Mission à l'appréciation de l'équité du Prix d'Offre dans la perspective d'un retrait obligatoire (« **RO** »).

¹ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein [...] de son conseil de surveillance [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

[...]

2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;

[...] ».

² Recommandation AMF n°2006-15. « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières » ; document créé le 28 septembre 2006, modifié le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

³ Article 261-1 II du règlement général de l'AMF : « *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16.* ».

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») s'entend au sens de l'article 262-1 I⁴ du règlement général de l'AMF.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, de l'Initiateur, ainsi que de leurs conseils respectifs⁵ (« les **Conseils** ») et de Kepler Cheuvreux, établissement présentateur de l'Offre (« l'**Établissement présentateur** ») ; plus particulièrement :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec les parties susmentionnées ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises financières réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁶ ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, l'Établissement présentateur ou au sein du même groupe⁷.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et les Conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

⁴ Extrait de l'article 262-1 I du règlement général de l'AMF : « *L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité* ».

⁵ **Darrois Villey Maillot Brochier**, conseil juridique de la Société ; **Gimar & Cie**, conseil M&A de la Société ; **Hogan Lovells**, conseil juridique de l'Initiateur ; **PwC Corporate Finance**, conseil financier de l'Initiateur ; les Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

⁶ Cette déclaration d'indépendance vaut pour l'ensemble des intervenants au sein de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **annexe 5**.

⁷ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, et de la recommandation AMF n°2006-15⁸ sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe, ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents résultats de l'évaluation du titre Tronics Microsystems (l' « **Action** »).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux contacts et entretiens que nous avons eus avec les membres du Conseil de Surveillance et du Directoire, le *management* de la Société (la « **Direction** »), ainsi que des représentants de l'Initiateur et de l'Établissement présentateur⁹, ont porté notamment sur :

- les informations les plus récentes disponibles sur le marché des nano et microsystèmes où le Groupe est positionné ;
- la documentation juridique¹⁰ et financière¹¹ relative à l'Offre, à son dispositif de financement¹² ainsi qu'aux accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords connexes** ») ;

⁸ Recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières » ; document créé le 28 septembre 2006, modifié le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

⁹ La liste de nos contacts figure en **annexe 3**.

¹⁰ Notamment la lettre d'intention de l'Initiateur en date du 8 avril 2016 (« **LOI** »), le projet d'accord relatif à l'Offre (*Tender Offer Agreement* ou « **TOA** »), ainsi que les engagements d'apport à l'Offre, et les engagements de cession de titres de certains actionnaires à Epcos à un prix égal au Prix d'Offre, lequel pourra être indexé à la baisse en fonction de critères définis contractuellement (engagements de liquidité).

¹¹ Notamment la restitution des travaux du conseil financier de l'Initiateur.

¹² L'Offre sera financée sur les fonds propres de l'Initiateur et, le cas échéant, par le recours à des prêts bancaires.

Ledouble

- l'exploitation de l'information publique et réglementée, d'une part, de Tronics Microsystems¹³ et, d'autre part de TDK Corporation¹⁴ qui contrôle l'Initiateur¹⁵ ;
- la visite du site de production situé à Crolles ;
- le rapport financier du Groupe au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015 (le « **Rapport financier 2015** ») ainsi que le projet de rapport financier semestriel 2016 ;
- les données budgétaires 2016 et le plan d'affaires à moyen terme du Groupe (le « *Business Plan* ») ;
- les informations communiquées par la Société en *data room* à l'Initiateur dans le cadre de la mise en œuvre de ses travaux de *due diligence* ;
- la restitution des travaux de *due diligence* menés par l'Initiateur et ses conseils ;
- les informations relatives à l'admission aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext à Paris (« **IPO** ») des actions composant le capital de la Société ¹⁶;
- la revue de l'évolution du cours de bourse de l'Action, des communiqués de la Société et des objectifs de cours publiés par les analystes¹⁷ en charge du suivi du titre Tronics Microsystems depuis l'IPO ;
- les notes d'analystes récentes disponibles sur Tronics Microsystems, ainsi que sur les groupes réputés comparables en termes d'activité ou/et de modèle économique ;
- des extractions de nos bases de données¹⁸, relatives au Groupe ainsi qu'à ses concurrents et aux multiples de valorisation par les comparables boursiers et les transactions intervenues dans le secteur d'activité de Tronics Microsystems ;

¹³ En particulier à la rubrique Relations Investisseurs. [[En ligne](#)].

¹⁴ En particulier à la rubrique *Investors Relations / Financial Information*. [[En ligne](#)].

¹⁵ TDK, dont TDK Corporation est filiale à 100%, a fait l'acquisition du groupe Epcos [Inc.] en 2008. [[En ligne](#)] ; l'Initiateur, Epcos AG, est une société non cotée intégralement contrôlée par TDK. [[En ligne](#)].

¹⁶ En particulier la documentation relative à l'IPO visée par l'AMF :

- Document de base visé par l'AMF le 22 décembre 2014 sous le numéro I.14-076. [[En ligne](#)] ;
- Note d'opération visée par l'AMF le 23 janvier 2015 sous le numéro 15-033. [[En ligne](#)].

¹⁷ Gilbert Dupont et Portzamparc, sociétés de bourse intervenues en qualité d'établissements financiers introducteurs dans le cadre de l'IPO.

¹⁸ Dont *Xerfi* (informations sectorielles), *Bloomberg* (paramètres financiers, objectifs de cours, comparables boursiers), *Thomson One* (notes d'analystes et comparables boursiers), *Mergermarket* (comparables transactionnels).

Ledouble

- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritère de l'Action, ainsi que de l'analyse de la sensibilité des résultats de cette valorisation à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- l'analyse des primes offertes à l'occasion d'offres publiques récentes ayant porté sur la majorité du capital des sociétés visées¹⁹, resituées dans le contexte de l'Offre et notamment dans l'éventualité du RO ;
- la revue des délibérations du Conseil de Surveillance et du Directoire de la Société et des décisions prises en Assemblée Générale antérieurement à l'Offre ;
- la consultation des manifestations d'intérêt exprimées par des investisseurs pour l'acquisition des titres de la Société antérieurement à l'Offre ;
- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et du Groupe au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours qui s'est avérée utile à nos travaux ;
- les projets de note d'information de l'Initiateur²⁰ et de note d'information en réponse de la Cible en vue de l'obtention de la décision de conformité du projet d'Offre ;
- la revue des travaux de l'Établissement présentateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu de la part de la Direction des confirmations sur les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées dans le cadre de la Mission était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

¹⁹ Nous nous référons à nos travaux pluriannuels de revue des offres publiques sur la période 2013-2016.

²⁰ Déposé le 16 septembre 2016.

1.5. Plan du Rapport

Nous présenterons successivement :

- la structure, les objectifs ainsi que le périmètre de l'Offre (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement du Groupe (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action et la synthèse de ces travaux (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement présentateur (§ 5) ;
- notre appréciation du contenu des Accords connexes (§ 6).

La conclusion du Rapport constitue l'attestation d'équité pour les actionnaires visés par l'Offre (§ 7).

1.6. Conventions de présentation

Les montants et devises présentés dans le Rapport sont susceptibles d'être exprimés en :

- euros (€ / devise) ;
- milliers d'euros (K€ / devise) ;
- millions d'euros (M€ / devise) ;
- milliards d'euros (Md€ / devise).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte [En ligne], dont les références s'entendent à la date de nos travaux, peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

2. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Créée en 1997, **Tronics Microsystems** est une société anonyme au capital de 3.496.005 €, sise 98, rue du Pré de l'Horme à Crolles (38920) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Grenoble²¹. La Présidence du Conseil de Surveillance et la Présidence du Directoire sont assurées respectivement par M. Michel de Lempdes et M. Pascal Langlois.

Implanté en France et aux Etats-Unis, le Groupe, dont Tronics Microsystems est la société faîtière, est un *leader* reconnu dans la conception et la fabrication de nano et microsystèmes à haute valeur ajoutée ; doté d'un effectif de près d'une centaine de personnes constitué pour plus de moitié d'ingénieurs et de scientifiques, il a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de près de 8 M€²². Le Groupe dispose également d'un réseau de distribution en Chine, en Israël et au Japon.

Les actions composant le capital de la Société, au nombre de 3.496.005 et d'une valeur nominale unitaire de 1 €, sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext à Paris²³ depuis le 13 février 2015. Le nombre de droits de vote s'établit à 5.514.159 (§ 2.3).

2.1.2. Initiateur

Filiale à 100 % de TDK Corporation²⁴, société mère du groupe japonais TDK, **Epcos AG** est une société non cotée de droit allemand, sise 53, St. Marin-Strasse à Munich (D-81669), tête d'un groupe comptant parmi les fournisseurs *leaders* mondiaux de composants utilisés pour le traitement des signaux électriques, le contrôle des sources d'alimentation et la protection des circuits électroniques.

Les capteurs et microsystèmes électromécaniques (« **MEMS** »), qui caractérisent les activités de Tronics Microsystems, présentent un caractère stratégique pour le portefeuille de produits clés du groupe Epcos, qui a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 2,2 Md€ au cours de l'exercice clos le 31 mars 2015.

²¹ Sous le numéro 412 152 019 RCS Grenoble.

²² Les autres produits de l'activité, constitués principalement de subventions et du crédit d'impôt recherche, portent les produits des activités courantes à **10,9 M€** en 2015.

²³ Sous le code FR0004175099, mnémonique ALTRO.

²⁴ Société de droit japonais cotée sur le *Tokyo Stock Exchange*.

2.2. Objectifs de l'Offre et intentions de l'Initiateur

L'opération de rapprochement, rendue publique le 1^{er} août 2016 par Epcos et la Société²⁵ à l'issue de la suspension de cours intervenue le 8 juillet 2016, doit permettre, en raison notamment d'une complémentarité²⁶ des offres de produits et services, du savoir-faire technologique, des capacités de recherche et développement et des implantations géographiques du Groupe et de l'Initiateur, alliés aux capacités de distribution de ce dernier à l'échelle mondiale, de générer des synergies, en particulier commerciales et technologiques auprès d'un large portefeuille de clients internationaux dans le domaine des MEMS. Le potentiel synergétique de ce rapprochement, à ce stade, n'a cependant pas fait l'objet d'une estimation par l'Initiateur²⁷.

Tronics Microsystems est ainsi appelé à être intégré dans les activités d'Epcos pour devenir, au sein de cette branche de TDK spécialisée dans les composants électroniques, le pôle de compétences des capteurs MEMS. L'adossement du Groupe à Epcos lui permettra en outre d'asseoir son développement à la structure financière du groupe TDK.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote

A la date de la suspension de cours (§ 2.2) et au 31 août 2016, les actions en circulation et droits de vote²⁸ de Tronics Microsystems se répartissent comme suit :

Répartition du capital - août 2016				
Actionnaires	Nombre d'actions	%	Droits de vote théoriques	%
Actionnaires industriels	1 394 340	39,9%	1 853 484	33,5%
Actionnaires financiers	1 113 441	31,8%	2 226 882	40,3%
Public	508 547	14,5%	508 547	9,2%
Fondateurs	425 948	12,2%	851 896	15,4%
Employés	37 495	1,1%	73 350	1,3%
Total hors auto-contrôle	3 479 771	99,5%	5 514 159	99,7%
Auto-contrôle	16 234	0,5%	16 234	0,3%
Total	3 496 005	100%	5 530 393	100%

²⁵ Communiqué de presse conjoint. « Epcos, filiale de TDK, propose d'acquérir Tronics afin de développer davantage son activité de capteurs ». [\[En ligne\]](#).

²⁶ L'Initiateur n'est pas positionné sur le marché des capteurs inertiels occupé par le Groupe.

²⁷ En raison notamment de l'asymétrie de taille entre la Cible et l'Initiateur.

²⁸ Droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11, 2^{ème} alinéa du règlement général de l'AMF (nombre de droits de vote : 5.514.159 (§ 2.1.1) + nombre de droits de vote théoriques afférents aux actions auto-détenues : 16.234 = 5.530.393).

Ledouble

La Société compte parmi ses actionnaires industriels Thalès Avionics SAS (« **Thales Avionics** »), Safran Corporate Venture, Sercel Holding, Ixblue, et parmi ses investisseurs financiers le FCPR CDC Innovation 2000, le FCPR Schneider Electric Venture I, Crédit Agricole Private Equity, CEA Investissement et Ixcore SAS.

Conformément aux dispositions de l'article 9 des statuts de la Société, un droit de vote double est conféré aux actions justifiant d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

2.4. Instruments donnant accès au capital

Les instruments donnant accès au capital de la Société sont constitués de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (« **BSPCE** ») et d'options sur actions (« **Options** ») attribués aux dirigeants et à certains salariés clés :

Instruments dilutifs - août 2016				
Nature	Attribution	Échéance	Prix d'exercice	Nombre
BSPCE	mars-12	mars-17	10,0 €	44 200
Options sur actions	juillet-14	juillet-19	10,0 €	145 403
Total				189 603

A la date de suspension du cours (§ 2.2) et au 31 août 2016, le nombre total d'instruments dilutifs en circulation s'élève à **189.603** ; ces instruments ouvrent le droit à leurs titulaires de souscrire de nouvelles actions de la Société à émettre, à raison de 1 action pour 1 option ou bon, au prix d'exercice de 10 € par action.

2.5. Périmètre, seuil de caducité et seuil de réussite de l'Offre

Au vu de ce qui précède, l'Offre porte sur la totalité des 3.496.005 actions existantes (§ 2.3) et des actions susceptibles d'être émises à raison de l'exercice des 189.603 instruments dilutifs donnant accès au capital (§ 2.4), soit au total 3.685.608 actions.

Les actions, en nombre limité, dont la souscription en février 2015 a donné droit à une réduction d'impôt sur la fortune dans le cadre du régime fiscal²⁹ « TEPA », sont soumises à ce titre à un engagement de conservation d'une durée minimale de 5 ans à compter de leur souscription et ne pourront être cédées sans pénalité fiscale qu'à compter du 1^{er} janvier 2021 (les « **Actions concernées** »). Dans l'hypothèse où les Actions Concernées seraient retirées d'Alternext dans le cadre d'un retrait obligatoire, des promesses croisées d'achat et de vente entre leurs titulaires et l'Initiateur, aux termes d'engagements de liquidité (les « **Engagements de liquidité** »), seront mises en

²⁹ Relevant de l'article 885-0 V bis du Code général des Impôts.

Ledouble

place à un prix égal au Prix d'Offre, lequel pourra être indexé à la baisse en fonction de critères définis contractuellement.

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à l'issue de l'Offre, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% (seuil de caducité), en tenant compte des actions auto-détenues par Tronics Microsystems.

En application des dispositions de l'article 231-9 II du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à l'issue de l'Offre, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 65,41%³⁰ (seuil de réussite), en tenant compte des actions auto-détenues par Tronics Microsystems.

Il est précisé qu'Epcos AG est le seul initiateur de l'Offre et, à ce titre, seul responsable de son dépôt, de sa conduite et de son financement. Toutefois, une action de concert sera le cas échéant formée entre Epcos AG et Thales Avionics lors de l'entrée en vigueur du pacte d'actionnaires dont la conclusion interviendrait en cas de succès de l'Offre, sous réserve des conditions stipulées dans l'accord-cadre conclu le 1^{er} août 2016 entre l'Initiateur et Thales Avionics (§ 6.4).

2.6. Retrait obligatoire, intentions en matière de fusion et d'intégration

Conformément aux dispositions des articles 232-4 et 237-14 à 237-16 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve la faculté de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de RO par transfert des actions Tronics Microsystems qui ne lui appartiendraient pas et qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, dans le cas où les actions apportées à l'Offre par les actionnaires de la Société à l'Initiateur représenteraient au moins 95%³¹ du capital social et des droits de vote de la Société ; ce transfert interviendrait moyennant une indemnisation des titulaires des actions non apportées à l'Offre à un prix identique au Prix d'Offre.

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95% du capital et des droits de vote de la Société et où un RO n'aurait pas été mis en œuvre, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de RO, dans les

³⁰ Tenant compte des actions sous-jacentes aux Options détenues par M. Pascal Langlois et Mme Laurence Fayand que ces derniers se sont engagés à céder à l'Initiateur à l'issue de la clôture de l'Offre (§ 6.3).

³¹ Les actions ayant fait l'objet d'Engagements de liquidité (§ 2.5), et ce préalablement à la clôture de l'Offre (les « **Actions concernées assimilées** ») seraient par définition assimilées aux actions détenues par l'Initiateur dans la détermination du seuil de 95%.

Ledouble

conditions visées aux articles 236-1 et suivants et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où il ne serait pas en situation de mettre en œuvre le RO, l'Initiateur se réserve en outre le droit de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société.

En fonction des résultats de l'Offre, et notamment dans l'hypothèse où il ne parviendrait pas à demander le RO, l'Initiateur se réserve également la faculté d'étudier une éventuelle fusion de Tronics Microsystems avec des sociétés du groupe Epcos.

2.7. Financement de l'Offre

L'Initiateur financera l'Offre sur ses fonds propres et, le cas échéant, par voie de prêts bancaires à court ou moyen terme.

2.8. Accords connexes à l'Offre et condition suspensive à sa réalisation

L'Offre est assortie d'Accords connexes, liés au contrat d'offre publique ou *Tender Offer Agreement* (« **TOA** ») qui en constitue l'accord-cadre, aux engagements d'apport de titres de certains actionnaires et aux Engagements de liquidité (§ 2.5), ainsi qu'aux accords entre la Société et l'un de ses actionnaires, Thales Avionics ; les Accords connexes sont décrits et analysés *infra* (§ 6).

L'Offre est soumise à l'autorisation gouvernementale relevant du ministère de l'Économie et des Finances relative au contrôle des investissements étrangers.

3. PRÉSENTATION DE L'ACTIVITÉ ET DE L'ENVIRONNEMENT DU GROUPE

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère du Groupe et du titre Tronics Microsystems, à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché³².

3.1. Positionnement du Groupe sur son secteur

Le Groupe conçoit, fabrique et commercialise des nano et microsystèmes électromécaniques, dispositifs miniaturisés assurant une fonction de capteur et/ou d'actionneur, dans des secteurs d'activités variés tels que l'industrie, l'aéronautique, la sécurité, le médical et l'électronique grand public ; ses activités se déclinent sur quatre *Business Units*, dont une située outre-Atlantique à Dallas (*cf. infra*).

Les micro et nanotechnologies assurent de nombreuses fonctions³³ et répondent aux besoins croissants de miniaturisation des systèmes, d'optimisation de leurs coûts et de réduction de leur consommation d'énergie.

Le Groupe se distingue par son positionnement sur les systèmes innovants destinés aux applications professionnelles à hautes performances et par son offre intégrée allant de la conception à la fabrication. En 2012, la conclusion d'un accord de licence avec le CEA-Leti³⁴ lui a permis d'accéder à la technologie de rupture majeure M&NEMS³⁵, permettant la combinaison de plusieurs fonctions sur un même dispositif, une miniaturisation accrue des MEMS, ainsi qu'un abaissement de leur coût et de leur consommation électrique.

Le Groupe cible directement les marchés sous-jacents de l'industrie, de l'aéronautique & sécurité et de la santé, dont les besoins en termes de dispositifs sont plus complexes que ceux des marchés grand public.

Sur les marchés de l'électronique grand public et de l'automobile, adressés par les *leaders* mondiaux du marché des semi-conducteurs³⁶, le Groupe développe une politique de partenariat pour être en mesure de se positionner de manière indirecte

³² L'analyse est résumée à la fin de cette partie du rapport sous la forme d'une matrice *Swot* (§ 3.4).

³³ Parmi lesquelles : accéléromètres, gyromètres, capteurs de pression, micro-pompes, bio-détecteurs, composants optiques.

³⁴ Laboratoire d'électronique des technologies de l'information.

³⁵ *Micro and Nano Electro-Mechanical Systems*.

³⁶ Ces acteurs disposent de la capacité suffisante pour les phases de production à grande échelle, et d'un volume d'activité compatible avec les contraintes de coûts.

Ledouble

sur ces marchés, en sous-traitant la production et en licenciant sa technologie et/ou ses produits³⁷.

Pour mener l'ensemble de ces activités, le Groupe dispose aujourd'hui de deux sites de production :

- usine de Crolles en France, dont la capacité de production annuelle s'établit à 10.000 tranches de silicium³⁸ de 6 pouces. La configuration de ce site permet à Tronics Microsystems de proposer à ses clients une offre complète de services, couvrant toutes les phases d'industrialisation des produits. Les efforts d'investissement déployés par le Groupe devraient permettre la transition de cette unité de production sur la technologie 8 pouces à l'horizon 2019, ainsi que l'extension de la salle blanche pour assurer la croissance attendue à moyen terme ;
- usine située à Dallas aux Etats-Unis, dont la capacité de production annuelle s'établit à 50.000 tranches de silicium de 6 pouces, hébergée dans les locaux de son partenaire américain Honeywell³⁹. Cette unité permet à Tronics Microsystems de disposer d'une implantation stratégique en Amérique du Nord et de capacités de production à plus grande échelle.

Le Groupe consacre également une part importante de son activité dans le domaine de la recherche & développement, afin de maintenir ses avantages compétitifs et développer de nouveaux marchés ; il bénéficie à ce titre en France du dispositif de crédit d'impôt recherche. En sus de ses propres droits de propriété intellectuelle⁴⁰, le Groupe a obtenu la concession de plusieurs licences, dont celles octroyées par le CEA Leti⁴¹, la société Thales Avionics et EADS Deutschland GmbH (groupe Airbus).

³⁷ La démarche de partenariat et de *licensing*, initiée par le Groupe, représente actuellement une part marginale de son activité.

³⁸ Matériau de base pour la fabrication des MEMS.

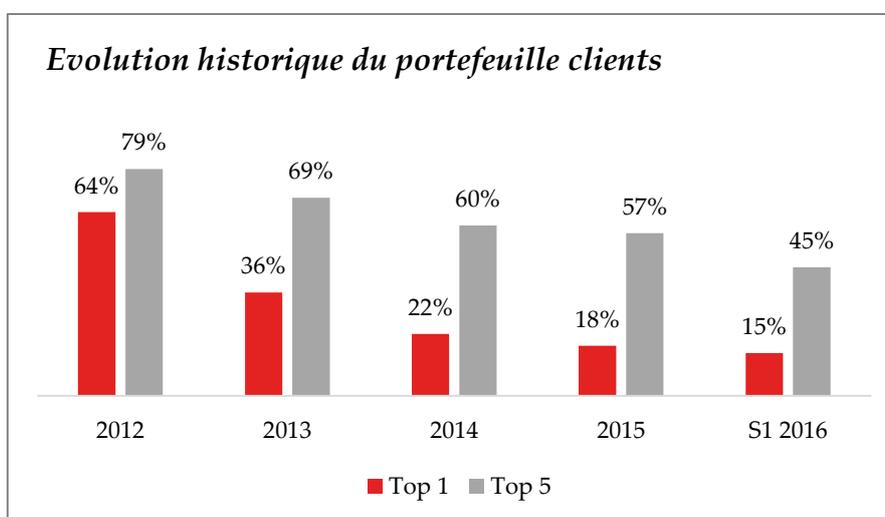
³⁹ Au titre du *Cooperative Operating Agreement* conclu avec Honeywell, et selon le modèle *fablight* adapté à sa taille, la Société a implanté son unité de production dans les locaux de son partenaire américain à Dallas depuis 2008. Le contrat a été renouvelé une nouvelle fois le 15 janvier 2015 pour une période initiale courant jusqu'au 3 octobre 2017, automatiquement renouvelable sur une base annuelle pour un maximum de trois années additionnelles, soit jusqu'au 3 octobre 2020 au plus tard. Dans son communiqué du chiffre d'affaires au 30 juin 2016, la Société informe ses actionnaires de la renégociation en cours du contrat conclu avec ce partenaire. [\[En ligne\]](#).

⁴⁰ Le Groupe dispose à ce jour de 25 familles de brevets actifs.

⁴¹ Au sein du CEA, le Leti concentre son activité sur les micro et nano technologies et leurs applications aux systèmes et composants de communication sans fil, à la biologie et la santé, à l'imagerie, et aux Micro-Nano Systèmes. [\[En ligne\]](#).

Historiquement exposé à un risque de dépendance vis-à-vis de son principal client, la société Sercel⁴², le Groupe a entrepris depuis 2013⁴³ d'importants efforts commerciaux afin de diversifier son portefeuille clients. La baisse des commandes effectuées par Sercel s'inscrit dans un contexte de réduction des activités de prospection pétrolière, résultant notamment de la baisse drastique du cours du baril de pétrole amorcée en 2014, et qui s'est accélérée en 2015.

L'évolution du poids des principaux clients dans le chiffre d'affaires consolidé sur la période 2012 à mi 2016 met en évidence la diversification progressive du portefeuille de clientèle, étant toutefois noté que le Groupe ne dispose pas de la part de ses clients d'engagements suffisamment fermes lui permettant d'anticiper de façon certaine les volumes à produire et commercialiser :



3.2. Caractéristiques du marché des nano et microsystèmes

Le marché mondial des MEMS, toujours en phase de consolidation, est aujourd'hui dominé par quelques acteurs mondiaux⁴⁴, se positionnant sur un ou plusieurs niveaux de la chaîne de valeur⁴⁵ et adressant différents marchés sous-jacents⁴⁶.

⁴² Leader mondial dans la conception et la fabrication d'équipements sismiques et d'instruments de puits, Sercel est présent au capital de la Société depuis 2001. Les ventes réalisées en 2012 avec la société Sercel représentaient environ deux tiers du chiffre d'affaires du Groupe (§ 3.3.1).

⁴³ Ce virage stratégique, intervenu après une baisse des commandes de la société Sercel, s'est traduit par l'arrivée en 2013 de Pascal Langlois et de Laurence Fayand, en qualité respectivement de Président du Directoire et de Directeur Administratif et Financier.

⁴⁴ En 2015, les fournisseurs Bosch, STMicroelectronics et Texas Instruments étaient les trois premiers acteurs mondiaux du marché.

⁴⁵ Centres R&D, équipementiers, fournisseurs de solutions, intégrateurs.

⁴⁶ A titre d'exemples : électronique grand public, automobile, industrie, médical, aéronautique et défense.

Ledouble

Selon des publications récentes⁴⁷ de la société d'études de marché et de conseil en stratégie Yole Développement, le marché mondial a représenté 12 Md\$ en 2015 et devrait atteindre 20 Md\$ en 2021, soit un taux de croissance annuel moyen de 8,9 % en valeur. Le niveau encore plus soutenu de la croissance en volume traduit la forte intensité concurrentielle et la nécessité pour les acteurs du marché d'anticiper les évolutions technologiques leur permettant de rester compétitifs *i.e.* maintenir ou accroître leurs parts de marché.

Cette forte croissance est notamment induite par les nombreux progrès technologiques favorisant l'émergence de nouvelles applications et accélérant la démocratisation de nouveaux types de dispositifs sur des secteurs qui ne sont pas encore parvenus à maturité (Internet des objets, *e*-santé,...). Le renforcement des barrières à l'entrée et le renouvellement des technologies anciennes font partie des enjeux clés pour les entreprises souhaitant capter la croissance attendue du marché.

Face aux acteurs mondiaux capables d'adresser le marché des MEMS qui se caractérise par des volumes significatifs et de faibles marges, les groupes de taille plus modeste comme Tronics Microsystems peuvent se différencier en ciblant sur ce marché les segments à haute valeur ajoutée, où le savoir faire technologique et la capacité d'innovation prédominent sur le prix.

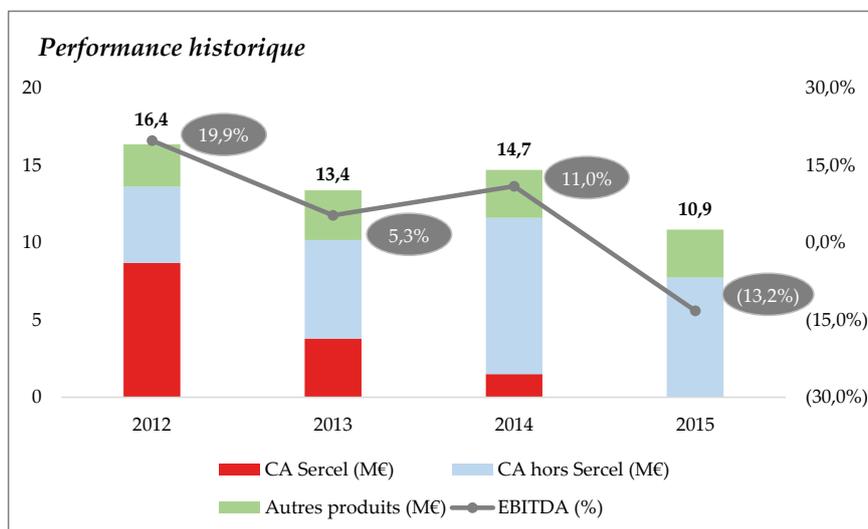
⁴⁷ I-micronews (2016). *Status of the MEMS industry 2016*, mai. [[En ligne](#)].

I-micronews (2016). *The MEMS industry: desperately seeking a second wind*, avril. [[En ligne](#)].

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

3.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

L'activité et la rentabilité⁴⁸ du Groupe au cours des quatre dernières années marquent une rupture en 2015 :



Sur l'axe chronologique des quatre derniers exercices clos et de l'exercice en cours, la performance du Groupe, en termes d'activité et de rentabilité, se résume comme suit :

- Le niveau des autres produits⁴⁹, resté relativement stable sur la période 2012-2015, est en repli sur le premier semestre 2016⁵⁰, du fait de la diminution des subventions et des crédits d'impôt recherche perçus dans le cadre de programmes de recherche ;
- A la suite d'une baisse des commandes de son client historique Sercel (§ 3.1), qui représentait environ deux tiers des ventes en 2012, le Groupe enregistre en 2013 une baisse de son chiffre d'affaires consolidé, qui se traduit par une nette dégradation de la rentabilité ;

⁴⁸ Profitabilité mesurée en termes d'*Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization* (EBITDA) rapporté au chiffre d'affaires.

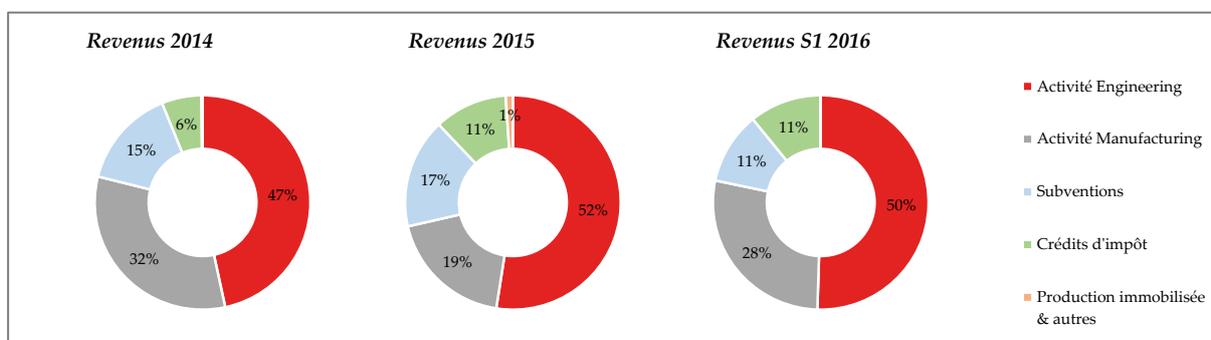
⁴⁹ Les « autres produits » intègrent essentiellement les subventions publiques provenant principalement d'organismes publics et parapublics français, le Crédit Impôt Recherche (CIR), le crédit d'impôt compétitivité des entreprises (CICE) et la production immobilisée.

⁵⁰ Environ -50 % par rapport au niveau enregistré au premier semestre 2015.

Ledouble

- En 2014, Tronics Microsystems poursuit ses investissements commerciaux et remporte 13 nouveaux clients dans les secteurs de l'aéronautique, du médical et de l'industrie ; la hausse de son chiffre d'affaires hors Sercel, d'environ 60 %, lui permet de retrouver l'équilibre opérationnel⁵¹ ;
- Malgré la poursuite de ses efforts de diversification, le Groupe subit en 2015 les effets de l'absence totale de revenus avec le client historique⁵², d'un niveau de commandes en-deçà de ses attentes en *manufacturing* avec un client du secteur de l'optique, et d'un retard important dans un projet d'ingénierie complexe ;
- Début 2016, le Groupe annonce⁵³, concomitamment à la publication de ses résultats annuels 2015, un plan de réduction des coûts représentant une économie annuelle d'environ 700 K€, soit environ 9 % des charges fixes de l'exercice 2015. Malgré la signature de nouveaux contrats d'ingénierie, le premier semestre 2016 est en retrait par rapport au premier semestre 2015. Ce repli d'environ 27 % résulte d'un retard pris sur plusieurs projets d'ingénierie majeurs, l'activité *manufacturing* continuant par ailleurs à se développer.

La ventilation par nature des éléments constitutifs de la production du Groupe sur les derniers exercices illustre le déséquilibre entre les activités *manufacturing* et *engineering* évoquée *supra* :



L'activité *engineering*, dont la transformation en *manufacturing* s'avère aléatoire, représente encore à ce jour la majorité des revenus du Groupe.

La forte corrélation entre les niveaux de chiffre d'affaires et de rentabilité traduit l'importance pour le Groupe d'atteindre un niveau d'activité *manufacturing* suffisamment élevé pour couvrir sa structure de coûts et dépasser le point mort.

⁵¹ Le résultat opérationnel courant en 2014 s'établit à 368 K€ contre (524 K€) en 2013.

⁵² Pour mémoire, le Groupe avait réalisé en 2014 un chiffre d'affaires de 1,8 M€ avec la société Sercel.

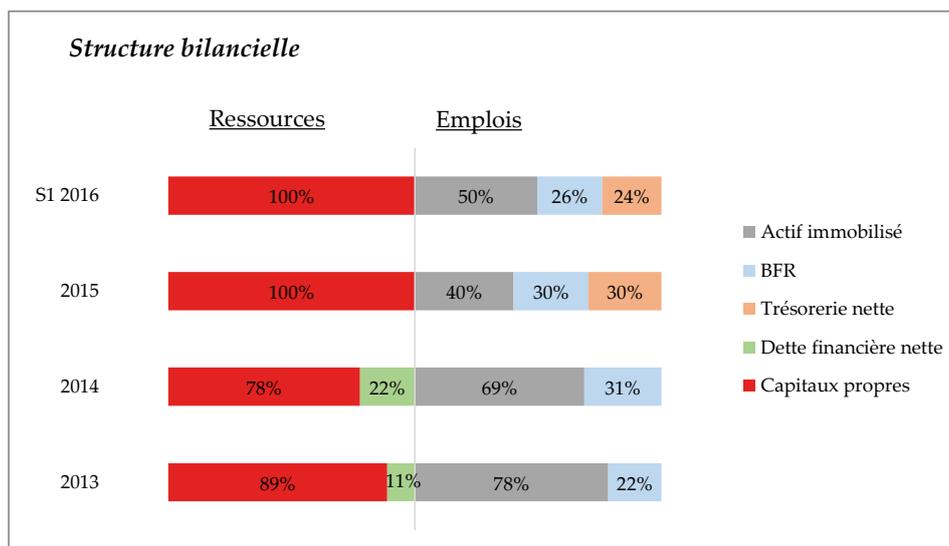
⁵³ « 2015, un exercice de transition. La diversification du portefeuille clients se concrétisera en 2016 ».

[\[En ligne\]](#).

Le *management* anticipe à partir de 2016 un mix activités à l'équilibre avec la montée en puissance à moyen terme de l'activité *manufacturing* qui permettra au Groupe de retrouver l'équilibre opérationnel dès 2017.

3.3.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe, dont l'évolution au cours des derniers exercices est présentée ci-après, est intégralement financée par les fonds propres :



Malgré les pertes enregistrées en 2015 et sur le premier semestre 2016 (§ 3.3.1), le Groupe dispose au 30 juin 2016 de capitaux propres et d'une trésorerie nette financière s'élevant respectivement à 12,4 M€ et 3,5 M€ (§ 4.1.5.1).

L'actif immobilisé est essentiellement composé de matériels industriels utilisés dans le cadre de l'activité de production de composants MEMS sur le site de Crolles. Le Groupe dispose par ailleurs à l'actif de son bilan de brevets et licences ainsi que d'une partie des frais de développement répondant aux critères d'activation définis par le référentiel IFRS⁵⁴ (§ 4.1.1).

⁵⁴ Norme IAS 38 : « Immobilisations incorporelles ».

3.4. Matrice SWOT

En synthèse, la matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">- Propriété intellectuelle, savoir-faire technologique et accès à la technologie M&NEMS- Positionnement sur les systèmes innovants destinés aux applications professionnelles à haute valeur ajoutée- Offre intégrée allant de la conception à la fabrication- Modèle <i>fablight</i> adapté à la taille de la Société- Actionnariat industriel de référence	<ul style="list-style-type: none">- Forte exposition au risque clients et dépendance vis-à-vis de certains partenaires- Activité <i>manufacturing</i> actuellement insuffisante pour dégager une rentabilité normative- Couverture commerciale limitée- Taille ne permettant pas de cibler directement les marchés grand public caractérisés par des volumes de production élevés- Absence de <i>royalties</i> liées à la concession de licences
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">- Forte croissance du marché des nano et microsystèmes- Essor de l'activité <i>manufacturing</i> permettant d'atteindre une taille critique- Développement du modèle de licence pour les applications grand public- Hausse de la capacité de production et passage à la technologie 8 pouces sur le site de Crolles- Opérations de croissance externe permettant de compléter l'offre de produits ou les compétences du Groupe	<ul style="list-style-type: none">- Risques liés aux évolutions technologiques et aux changements de normes industrielles- Intensité concurrentielle pouvant freiner le développement de l'activité et/ou réduire les marges attendues- Perte de clients représentant un poids significatif dans le chiffre d'affaires du Groupe- Non renouvellement des contrats et partenariats conditionnant l'activité du Groupe ou changements dans leurs modalités d'exécution- Risque de défaillance dans la protection des droits de propriété intellectuelle

4. ÉVALUATION DE L'ACTION TRONICS MICROSYSTEMS

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables, financières et fiscales de la Société et du Groupe (§ 4.1)
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2),
- puis les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer l'Action (§ 4.3 à § 4.5), et
- en synthèse, le récapitulatif de l'évaluation de l'Action et les primes extériorisées par le Prix d'Offre sur les méthodes de valorisation que nous avons retenues (§ 4.6).

4.1. Caractéristiques comptables, financières et fiscales

4.1.1. Référentiel comptable

Tronics Microsystems établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées en application du règlement européen n°1606/2002.

Au cas d'espèce, ces règles comptables régissent notamment :

- l'activation des frais de développement, amortis linéairement sur leur durée de vie économique estimée ;
- l'activation et l'amortissement des logiciels, brevets et licences ;
- les provisions pour risques et charges, comprenant les engagements relevant des régimes en matière d'avantages postérieurs à l'emploi à prestations définies⁵⁵ ;
- les paiements fondés sur des actions, en lien avec les instruments dilutifs (§ 2.4) ;
- les impôts différés⁵⁶ ;

⁵⁵ Les régimes à cotisations définies (régimes de retraites légales et complémentaires) sont comptabilisés en charges de l'exercice au cours duquel les services sont rendus par les salariés.

⁵⁶ Les impôts différés actifs reconnus sur les déficits fiscaux reportables s'établissent à 0,4 M€, étant précisé que le Groupe dispose d'une réserve de déficits fiscaux non activés de 20,8 M€ (§ 4.1.4)

Ledouble

- les engagements financiers⁵⁷ ;
- la reconnaissance du chiffre d'affaires, notamment en ce qui concerne les contrats à long terme comptabilisés à l'avancement.

Les comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes⁵⁸.

4.1.2. Date d'évaluation

L'évaluation multicritère du titre Tronics Microsystems a été réalisée en date du **30 juin 2016**, sur la base de l'endettement net à cette même date.

La référence au cours de bourse de l'Action est celle du **7 juillet 2016**, date à laquelle le titre a fait l'objet d'une suspension de cours, concomitamment à la publication du communiqué de presse du 8 juillet 2016⁵⁹ par lequel la Société a informé ses actionnaires des discussions avec un investisseur stratégique en vue d'une éventuelle prise de contrôle, et fait part d'un niveau d'activité moindre que prévu, qui pèsera sur les résultats de l'exercice en cours.

Les données de marché utilisées pour l'évaluation multicritère du titre Tronics Microsystems, telles que le taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 4.4.3) et la capitalisation boursière des comparables (§ 4.5.1) ont été arrêtées le **31 août 2016**.

4.1.3. Nombre d'actions

Nous avons retenu pour le calcul de la valeur unitaire de l'Action un volant de **3.670.891 actions**, sur une base totalement diluée au 30 juin 2016 qui intègre :

- les 3.496.005 titres en circulation hors actions d'autocontrôle (14.717 actions⁶⁰), soit *in fine* 3.481.288 titres (§ 2.3) ;
- les 189.603 instruments dilutifs susceptibles d'être exercés (§ 2.4).

⁵⁷ Engagements donnés d'un montant total de 3,3 M€ au 30 juin 2016, dont :

- un nantissement de fonds de commerce de la Société à hauteur de 1,2 M€, en contrepartie de la garantie de bonne fin du remboursement d'un emprunt en 2020 ;
- une caution de 0,9 M€ (1 M\$) auprès d'un prestataire commercial bailleur des locaux de la filiale américaine Tronics Mems ;
- une enveloppe de 0,6 M€ dans le cadre d'une clause de retour à meilleure fortune ;
- les loyers dus par la Société jusqu'à la prochaine possibilité de sortie du bail, d'un montant de 0,4 M€.

⁵⁸ Source : Rapport financier 2015, pp. 90-91. [\[En ligne\]](#).

⁵⁹ « Chiffre d'affaires au 30 juin 2016. Négociations avec un investisseur stratégique ». [\[En ligne\]](#).

⁶⁰ Le nombre titres d'autocontrôle s'établit à 14.717 actions au 30 juin 2016, date de notre évaluation multicritère (§ 4.1.2) *versus* 16.234 actions à la date de suspension de cours et au 31 août 2016 (§ 2.3).

4.1.4. Déficits fiscaux

Tronics Microsystems dispose d'un stock de déficits reportables non activés d'environ **20,8 M€** à fin 2015, dont 12,5 M€ en France et 8,3 M€ (9 M\$) aux Etats-Unis⁶¹.

Nous avons tenu compte dans nos travaux de valorisation de l'économie d'impôt attachée à l'imputation de l'ensemble des déficits reportables sur les résultats dégagés par le plan d'affaires (§ 4.4.2) après prise en compte de l'effet d'actualisation.

4.1.5. Trésorerie nette

Notre évaluation multicritère se fonde sur un endettement net au 30 juin 2016, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe ; il s'agit en l'occurrence d'une trésorerie nette au regard de la situation du Groupe structurellement excédentaire en *cash* (§ 3.3.2).

Nous avons différencié le calcul de la trésorerie nette à ajouter à la valeur d'entreprise, selon la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou les méthodes de valorisation analogique, pour aboutir à la valeur des capitaux propres.

4.1.5.1. Trésorerie nette en valorisation analogique

Par souci d'homogénéité avec la trésorerie nette des comparables ressortant de nos bases de données, la trésorerie que nous retenons en valorisation analogique a été calculée à la base à partir de la trésorerie nette comptable consolidée au 30 juin 2016.

Nous avons par ailleurs ajusté ce volant de trésorerie nette :

- de l'estimation de la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux déficits reportables non activés⁶², soit 4,3 M€ selon leur apurement en hypothèse centrale en DCF⁶³ (§ 4.4.2) ; afin d'extérioriser le maximum de valeur sur le titre de la Société, nous n'avons pas tenu compte de la situation particulière de chacun des comparables en termes de reports déficitaires ;
- de la trésorerie qui résulterait de l'exercice de l'ensemble des instruments dilutifs (§ 2.4), soit 1,9 M€.

⁶¹ Source : Rapport financier 2015, p. 80. [[En ligne](#)].

⁶² Le montant de l'impôt différé actif attaché aux déficits reportables activés s'établit à 0,4 M€ au 30 juin 2016.

⁶³ L'analyse de sensibilité de la valeur de l'Action au taux d'actualisation conduit *de facto* à variabiliser cette estimation de l'économie d'impôt attachée aux déficits reportables dans la valeur d'entreprise en DCF (§ 4.4.4.1).

La trésorerie nette en valorisation analogique est ainsi estimée à **9,7 M€**⁶⁴.

Trésorerie nette - approche analogique	
M€	juin-16
Trésorerie et équivalents	8,8
Crédit-bail	(1,9)
Emprunts	(3,1)
Put minoritaires	(0,2)
Avances remboursables	(0,1)
Trésorerie nette comptable	3,5
Valeur actualisée des déficits reportables non activés	4,3
Trésorerie liée à l'exercice des BSPCE et Options	1,9
Trésorerie nette - approche analogique	9,7

4.1.5.2. Trésorerie nette en valorisation intrinsèque

La trésorerie nette que nous retenons en valorisation intrinsèque, d'un montant de **5,3 M€**, est détaillée ci-après :

Trésorerie nette - approche intrinsèque	
M€	juin-16
Trésorerie nette - approche analogique	9,7
(Valeur actualisée des déficits reportables non activés)	(4,3)
Provisions	(0,4)
IDA sur déficits reportables activés	0,4
Trésorerie nette - approche intrinsèque	5,3

L'incidence de la consommation des déficits reportables non activés a été prise en compte directement dans les flux prévisionnels du plan d'affaires, et par conséquent n'a pas été retenue dans la trésorerie nette en valorisation intrinsèque.

Nous avons par ailleurs pris en compte :

- les provisions dont le décaissement est jugé probable, assimilées à des éléments de dette ;
- les impôts différés actifs (IDA) liés aux déficits reportables comptabilisés au 30 juin 2016.

⁶⁴ Le *put* sur minoritaire correspond à la valeur de marché du rachat de la participation minoritaire sur la filiale américaine.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, l'absence de prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation, de l'actualisation des dividendes, des transactions comparables et de la réévaluation de l'actif net comptable, rappelé pour mémoire.

4.2.1. Actualisation des dividendes (DDM)

La méthode d'actualisation des dividendes futurs permet d'apprécier la valeur de rendement de titres minoritaires. Nous ne disposons pas de prévisions de distribution de dividendes, la Société n'en ayant pas distribué dans le passé.

Nous avons mis en œuvre, en tant que principale méthode d'évaluation, l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie qui intègre par construction le potentiel de distribution de dividendes (§ 4.4).

4.2.2. Transactions comparables

La méthode d'évaluation par des comparables transactionnels externes ne nous est pas apparue pertinente.

Nous ne disposons en effet que d'informations publiques parcellaires sur ces opérations. Par ailleurs, nous notons que :

- les multiples de chiffre d'affaires au sein de l'échantillon sont disparates et ne tiennent pas compte des différentiels de rentabilité entre les sociétés comparables ;
- les multiples de profitabilité (EBITDA⁶⁵) et de rentabilité d'exploitation (EBIT⁶⁶) sont inopérants compte-tenu des agrégats négatifs de Tronics Microsystems sur le dernier exercice clos le 31 décembre 2015 et le premier semestre 2016, auxquels ces multiples seraient susceptibles de s'appliquer.

Nous n'avons par ailleurs pas eu connaissance de transactions sur le capital de la Société susceptibles d'induire des multiples de valorisation ; nous avons eu cependant accès à la documentation relative à des manifestations d'intérêt sur le titre de la Société, exprimées par de potentiels investisseurs au cours des deux dernières années, à des conditions moins avantageuses que celles de l'Offre.

⁶⁵ *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*, assimilable à l'excédent brut d'exploitation.

⁶⁶ *Earnings Before Interests and Taxes*, assimilable au résultat opérationnel.

4.2.3. Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif ou au passif à ce jour.

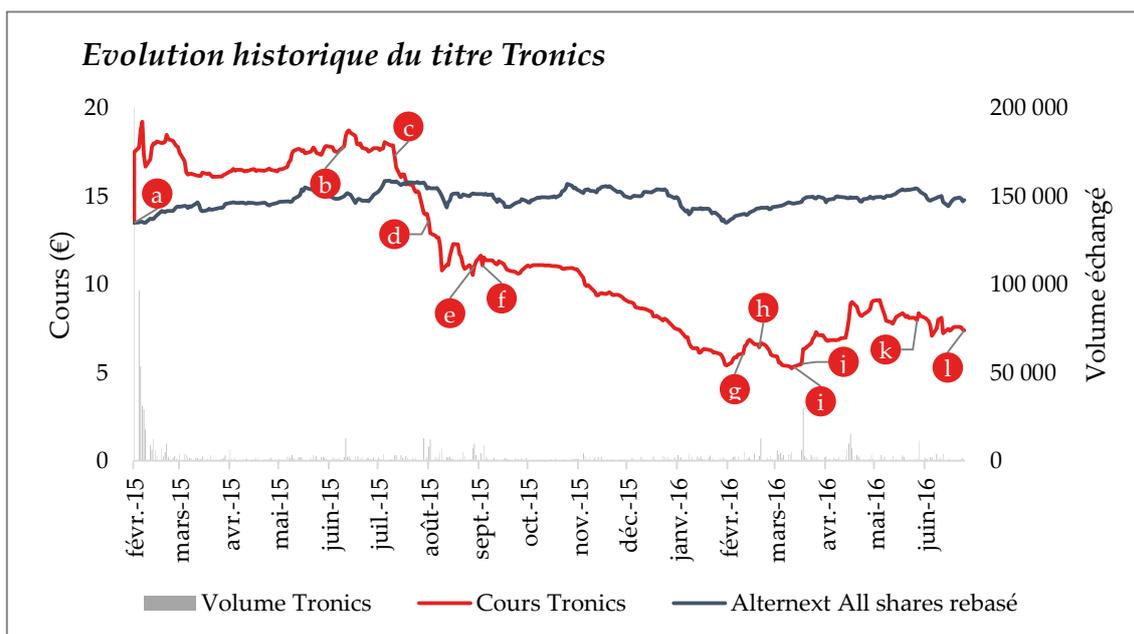
Les actifs immobilisés du Groupe étant intégralement affectés à l'exploitation, nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC qui, pour mémoire, ressort, sur une base diluée, à environ 3,9 € par action au 30 juin 2016⁶⁷.

4.3. Référence au cours de bourse

Introduite en bourse début 2015, l'Action est depuis lors cotée sur le marché Alternext d'Euronext à Paris (§ 2.1.1).

4.3.1. Analyse historique du cours de bourse

Nous présentons ci-dessous l'évolution du titre Tronics Microsystems depuis son admission en février 2015 sur le marché Alternext d'Euronext à Paris, par rapport à l'indice *Alternext All shares*⁶⁸ :



Postérieurement à son admission sur le marché, le titre Tronics Microsystems a fait l'objet d'échanges limités compte tenu notamment de l'étroitesse de son flottant. De juillet 2015 à février 2016, le cours a enregistré une baisse continue traduisant notamment le retard pris sur les prévisions d'activité publiées initialement par les établissements financiers introducteurs.

⁶⁷ [12,4 M€ (capitaux propres part du Groupe) + 1,9 M€ (trésorerie liée à l'exercice des instruments dilutifs)] / 3.670.891 actions sur une base diluée hors actions autocontrôle (§ 4.1.3).

⁶⁸ L'indice a été rebasé au 13 février 2015.

Ledouble

Les principaux événements ayant pu contribuer aux évolutions du cours de bourse de l'Action que nous avons recensés sont les suivants:

- a) **13 février 2015** : le jour de son introduction en bourse, le titre de la Société s'échange en moyenne à 17,5 € et clôture à 16,2 € ;
- b) **22 juin 2015** : annonce du renforcement de la participation de Thalès Avionics dans le capital de Tronics Microsystems ;
- c) **23 juillet 2015** : communication du chiffre d'affaires du premier semestre 2015 ; Tronics Microsystems confirme son objectif de croissance à moyen terme malgré un niveau d'activité *manufacturing* plus faible que prévu ;
- d) **13 août 2015** : fin de l'engagement de conservation des principaux actionnaires⁶⁹ ;
- e) **9 septembre 2015** : publication des résultats du premier semestre 2015 avec l'annonce d'une amélioration de la rentabilité attendue sur le second semestre ;
- f) **15 septembre 2015** : annonce du développement d'une plateforme technologique dédiée aux *switches* et circuits de Radiofréquence (RF) à travers un partenariat et un accord de licence exclusif avec Airbus Group ;
- g) **22 février 2016** : postérieurement à la publication des résultats de l'exercice 2015 intervenue pour mémoire le 19 janvier 2016, annonce le 22 février 2016 de la signature d'un contrat d'industrialisation avec un fournisseur majeur de solutions pour la détection de gaz devant permettre la montée en production de capteurs de gaz optiques à base de MEMS ;
- h) **3 mars 2016** : annonce de la signature d'un contrat d'industrialisation avec un fournisseur de dispositifs médicaux pour applications portables ;
- i) **24 mars 2016** : publication des résultats annuels 2015 et communication sur les perspectives de retour à l'équilibre en 2017 ;
- j) **29 mars 2016** : annonce d'un nouvel accord de distribution signé avec Acal BFi qui distribuera en exclusivité sur le territoire européen les capteurs inertiels MEMS à haute performance de Tronics Microsystems ;

⁶⁹ Dans le cadre de l'admission de ses titres sur le marché, Thalès Avionics, les fondateurs et principaux managers de Tronics Microsystems avaient pris un engagement de conservation des actions souscrites pour une durée de douze mois ; les autres principaux actionnaires s'étaient engagés pour une durée de 180 jours.

Ledouble

- k) **8 juin 2016** : annonce de la signature d'un contrat d'industrialisation de composants MEMS en silicium à grande échelle avec Silmach, acteur dans le domaine des micromachines MEMS « hybrides » ;
- l) **8 juillet 2016** : suspension du cours de bourse concomitamment à l'annonce des négociations en cours en vue d'une prise de contrôle de la Société.

Le tableau ci-dessous synthétise, sur plusieurs périodes, la moyenne des cours de bourse journaliers pondérés par les volumes avant la suspension de cours⁷⁰ :

Analyse du cours de bourse		
Période	Nombre de titres échangés	CMPC 7 juillet 2016
Spot	6	7,40
1 mois	37 267	7,84
3 mois	126 334	8,09
6 mois	292 242	7,05
12 mois	512 295	9,20
+ <i>bas</i>		5,25
+ <i>haut</i>		18,06

Sur une période de référence d'un an, le plus bas a été atteint le 23 mars 2016 à **5,25 €** et le plus haut le 17 juillet 2015 à **18,06 €**.

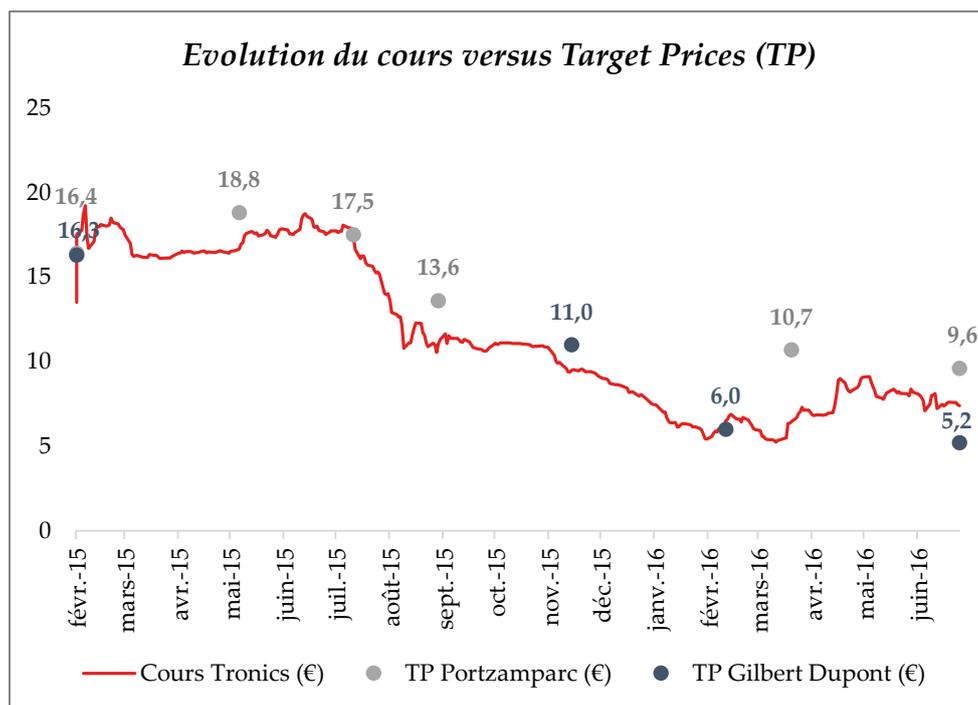
Durant les douze derniers mois précédant la suspension de cours, et avec un volume d'échanges observés sur le flottant représentant seulement environ 15 % du capital, la rotation du titre est estimée à environ 1 an.

4.3.2. Objectifs de cours

Sur cette même période, nous présentons, ci-après, l'évolution des cours cibles publiés par les sociétés de bourse Portzamparc et Gilbert Dupont, en charge du suivi du titre Tronics Microsystems, étant rappelé que, dans le cadre de l'IPO, les négociations sur le titre ont débuté à un prix fixé de 13,20 € par action, équivalent rétrospectivement au Prix d'Offre ; la valorisation de l'Action lors de l'IPO a été commentée par Portzamparc⁷¹ :

⁷⁰ A cet égard, le cours *spot* n'intègre pas l'incidence potentielle de l'annonce faite dans le communiqué du 8 juillet 2016 de performances en retrait par rapport aux prévisions (§ 4.1.2).

⁷¹ Portzamparc (2015). « Tronics Microsystems. Introduction Alternext », janvier.



Les derniers cours cibles que nous présentons ont été publiés en juillet 2016, après la suspension du cours de bourse et l'annonce des négociations en cours en vue d'une prise de contrôle de la Société. Ces objectifs de cours n'intègrent pas d'ajustement technique lié à l'Offre⁷².

4.4. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows* (DCF)

Nous avons recherché une valeur intrinsèque du titre Tronics Microsystems en actualisant, à compter du 30 juin 2016, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2016-2019 que nous a présenté la Direction (le « *Business Plan* ») pour déterminer la valeur d'entreprise et en déduire une valeur de capitaux propres intégrant la situation de trésorerie nette positive (§ 4.1.5.2).

4.4.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise *via* les flux de trésorerie d'exploitation disponibles⁷³ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

⁷² Le 2 août 2016, au lendemain du communiqué de presse de Tronics annonçant l'offre publique d'achat, les sociétés de bourse Portzamparc et Gilbert Dupont ont ajusté leur objectif de cours au prix d'Offre, soit 13,20 € par action.

⁷³ Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

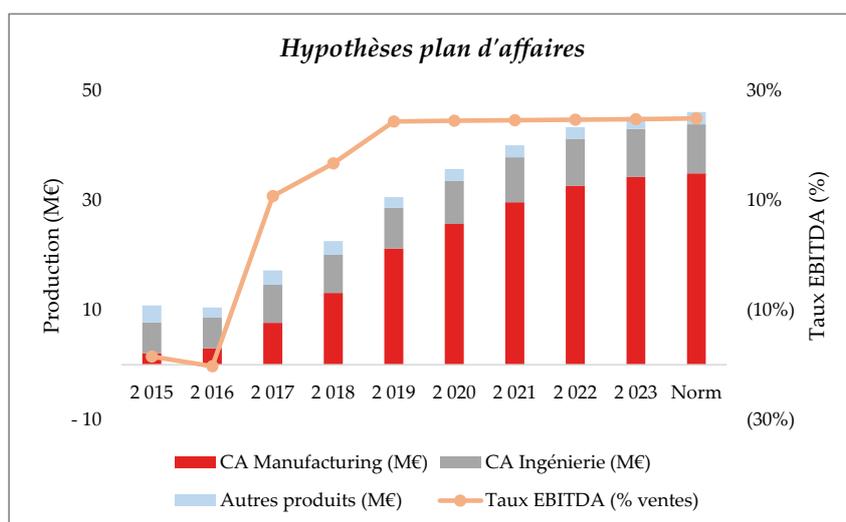
Ledouble

La valeur résiduelle, calculée au-delà de la période explicite de prévisions, se fonde sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme.

La valeur d'entreprise des activités opérationnelles est majorée de la trésorerie nette afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres.

4.4.2. Business Plan

Le *Business Plan*, établi en juin 2016, s'étend sur la période 2016-2019 (la « **Période explicite** »). La Direction tablant sur la poursuite de la phase de croissance du Groupe à l'issue de la Période explicite, nous avons procédé à l'étirement du plan d'affaires sur une période de transition de quatre années supplémentaires jusqu'en 2023 (la « **Période d'extrapolation** »), afin d'appréhender la complète maturité des activités et de la rentabilité du Groupe dans son périmètre et sa configuration actuels, et de capter le potentiel de création de valeur à long terme qui en découle :



La prolongation du *Business Plan* sur la Période d'extrapolation et la détermination de la valeur terminale au-delà de 2023 ont été réalisées selon les hypothèses suivantes :

- une réduction progressive de la croissance du chiffre d'affaires tendant vers **2,0%** en année terminale, en lien avec les prévisions d'inflation à long terme⁷⁴ sur les zones Euro et Etats-Unis, où le Groupe est implanté ;
- un chiffre d'affaires cible réparti à proportion respectivement de 80% - 20% pour les activités *manufacturing* et *engineering* à l'issue de la Période explicite ;

⁷⁴ FMI (2015). Perspectives de l'économie mondiale, p. 185. [[En ligne](#)].

Ledouble

- un taux d'EBITDA égal à **25 %** du chiffre d'affaires consolidé, niveau proche du taux de marge prévisionnel retenu par le *management* à la fin de la période explicite ;
- un niveau de dotations aux amortissements convergeant progressivement vers celui des investissements estimé à **7,0 %** du chiffre d'affaires en valeur terminale ;
- un niveau de besoin en fonds de roulement (BFR), rapporté au chiffre d'affaires, constant sur l'ensemble de la Période d'extrapolation⁷⁵.

Nous avons retenu, sur l'ensemble de la période de prévisions 2019-2023 et en année normative, des taux d'impôts sur les sociétés de **34,43%** et de **35 %** respectivement pour les zones d'implantation du Groupe en France et aux Etats-Unis. Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous avons considéré que le stock de déficits reportables existant au 30 juin 2016 serait intégralement consommé sur la Période explicite, au rythme des bénéfices attendus dans le *Business Plan*.

Les engagements financiers (§ 4.1.1) sont réputés pris en compte dans le *Business Plan* ; nous avons par ailleurs considéré que la parité⁷⁶ euro / dollar ne constituait pas un enjeu au cas d'espèce.

Après examen détaillé du *Business Plan* en relation avec la Direction, et eu égard aux décalages entre les prévisions et les réalisations dont le communiqué du 8 juillet 2016 s'est fait l'écho (§ 4.1.2), nous estimons que le dépassement du point mort à fin 2017⁷⁷ en termes de profitabilité constitue un véritable enjeu pour le Groupe, et confère à ces prévisions un caractère volontariste ; en tout état de cause, le *Business Plan* s'inscrit en retrait par rapport aux prévisions de l'IPO.

4.4.3. Taux d'actualisation

Dans l'approche directe de calcul du taux d'actualisation au coût du capital, nous avons considéré que la valeur du Groupe n'était pas impactée par sa structure financière ; nous avons ainsi calculé le taux d'actualisation directement à partir du beta

⁷⁵ Cette hypothèse revient à considérer que le BFR évolue au même rythme que le chiffre d'affaires.

⁷⁶ Parité retenue à 1 euro = 1,1 dollar dans le *Business Plan*.

⁷⁷ Les informations qui nous ont été communiquées le 20 septembre 2016 permettent de considérer que les prévisions relatives à l'année 2016 constituent d'ores et déjà un optimum en termes d'activité.

Ledouble

de l'actif économique moyen⁷⁸, estimé à **1,2** sur l'échantillon des sociétés cotées comparables (§ 4.5.1).

Les autres paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation sont (i) un taux sans risque de **0,6%** correspondant à la moyenne 12 mois des OAT 10 ans⁷⁹, et (ii) une prime de risque du marché français estimée à **8,4%**⁸⁰.

Afin de maximiser la valeur de l'Action, le taux d'actualisation que nous employons n'intègre pas de prime de risque spécifique ; une telle prime trouverait néanmoins à s'appliquer au cas d'espèce, compte-tenu notamment (i) des risques de décalage dans le temps ou de non-réalisation des prévisions⁸¹, attachés à la phase de développement dans laquelle se situe le Groupe et plus généralement à son profil de risque et (ii) de sa moindre taille par rapport à ses comparables (§ 4.5.1).

Le taux d'actualisation a ainsi été estimé *a minima* à **10,5 %** :

Taux d'actualisation	
Composantes	31-août-16
Taux sans risque	0,6%
Beta	1,2
Rendement de marché	9,0%
Prime de marché	8,4%
Coût du capital	10,5%

4.4.4. Synthèse de la valeur en DCF

4.4.4.1. Analyse de sensibilité – paramètres d'actualisation

Après prise en compte de la trésorerie nette financière du Groupe à hauteur de 5,3 M€ (§ 4.1.5.2), nous présentons ci-après une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise et des capitaux propres du Groupe, ainsi que de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuel retenu pour le calcul de la valeur terminale⁸² :

⁷⁸ Seuls les betas des comparables dont le rendement de l'action présente une corrélation satisfaisante avec le rendement du marché de référence ont été retenus.

⁷⁹ Source : Banque de France. [[En ligne](#)].

⁸⁰ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 9% ; source : Ledouble.

⁸¹ Ces risques trouvent un écho dans le communiqué du 8 juillet 2016 faisant état de réalisations moins bonnes que prévues (§ 4.1.2).

⁸² La valeur terminale actualisée représente près de 75 % de la valeur d'entreprise.

DCF - Analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise (M€)

g	WACC				
	-100 bp	-50 bp	-	+50 bp	+100 bp
-50 bp	41,3	38,2	35,4	32,9	30,7
-25 bp	42,2	38,9	36,0	33,5	31,2
-	43,1	39,7	36,7	34,0	31,7
+25 bp	44,1	40,5	37,4	34,6	32,2
+50 bp	45,2	41,4	38,1	35,3	32,7

DCF - Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres (M€)

g	WACC				
	-100 bp	-50 bp	-	+50 bp	+100 bp
-50 bp	46,7	43,6	40,8	38,3	36,1
-25 bp	47,6	44,3	41,4	38,8	36,5
-	48,5	45,1	42,0	39,4	37,0
+25 bp	49,5	45,9	42,7	40,0	37,5
+50 bp	50,5	46,8	43,5	40,6	38,1

DCF - Analyse de sensibilité de la valeur unitaire (€)

g	WACC				
	-100 bp	-50 bp	-	+50 bp	+100 bp
-50 bp	12,7	11,9	11,1	10,4	9,8
-25 bp	12,9	12,1	11,3	10,6	9,9
-	13,2	12,3	11,4	10,7	10,1
+25 bp	13,5	12,5	11,6	10,9	10,2
+50 bp	13,8	12,7	11,8	11,1	10,4

La valeur centrale de l'Action sur une base diluée, qui ressort à **11,4 €**, s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **10,6 €** et **12,5 €**.

4.4.4.2. Analyse de sensibilité – performances opérationnelles

Après prise en compte de la trésorerie nette financière du Groupe à hauteur de 5,3 M€ (§ 4.1.5.2), nous présentons ci-après une analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise et des capitaux propres du Groupe, ainsi que de la valeur de l'Action aux objectifs de chiffre d'affaires et de rentabilité normatifs :

DCF - Analyse de sensibilité de la valeur d'entreprise (M€)					
Taux	Chiffre d'affaires				
EBITDA	-10 M€	-5 M€	-	+5 M€	+10 M€
-500 bp	22,6	24,8	27,0	29,2	31,4
-250bp	26,4	29,1	31,9	34,6	37,3
-	30,1	33,4	36,7	39,9	43,1
+250 bp	33,9	37,7	41,5	45,2	48,9
+500 bp	37,7	42,0	46,3	50,5	54,7

DCF - Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres (M€)					
Taux	Chiffre d'affaires				
EBITDA	-10 M€	-5 M€	-	+5 M€	+10 M€
-500 bp	27,9	30,2	32,4	34,5	36,7
-250bp	31,7	34,5	37,2	39,9	42,6
-	35,5	38,8	42,0	45,3	48,4
+250 bp	39,2	43,1	46,9	50,6	54,2
+500 bp	43,0	47,4	51,7	55,9	60,0

DCF - Analyse de sensibilité de la valeur unitaire (€)					
Taux	Chiffre d'affaires				
EBITDA	-10 M€	-5 M€	-	+5 M€	+10 M€
-500 bp	7,6	8,2	8,8	9,4	10,0
-250bp	8,6	9,4	10,1	10,9	11,6
-	9,7	10,6	11,4	12,3	13,2
+250 bp	10,7	11,7	12,8	13,8	14,8
+500 bp	11,7	12,9	14,1	15,2	16,3

La valeur centrale de l'Action sur une base diluée, qui ressort à **11,4 €**, s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **9,4 €** et **13,8 €**.

4.5. Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation de l'Action par référence aux multiples d'EBITDA et d'EBIT d'un panel que nous avons constitué à partir d'une sélection de groupes réputés comparables sur les critères mentionnés ci-après.

4.5.1. Étendue et composition de l'échantillon de comparables boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées totalement comparables à Tronics Microsystems réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de cycle de vie, de taux de marge d'exploitation et de zone d'implantation.

Ledouble

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons cependant constitué un panel étendu, composé de sociétés cotées de tailles diverses spécialisées dans la conception, la fabrication et la commercialisation de composants électroniques, capteurs, systèmes de contrôle, et présentant les capitalisations boursières⁸³ suivantes :

Capitalisation boursière des comparables		
Société	Pays	Capitalisation 1 mois (M€)
Analog Devices	Etats-Unis	17 451
Infineon Technologies	Allemagne	16 948
Sensata Technologies	Etats-Unis	5 817
STMicroelectronics	Suisse	6 061
Melexis	Belgique	2 366
Dialog Semiconductor	Royaume-Uni	2 410
Fairchild Semiconductor	Etats-Unis	2 028
AMS	Autriche	2 249
Knowles	Etats-Unis	1 092
SOITEC	France	456
Elmos Semiconductor	Allemagne	250
First Sensor	Allemagne	108
Médiane		2 307

Les performances et le profil de ces comparables boursiers sont présentés en **annexe 7** et en **annexe 8**.

4.5.2. Modalités de calcul des multiples d'EBITDA et d'EBIT par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous apparaît pas pertinent de valoriser le Groupe sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation, les niveaux de profitabilité et de rentabilité du Groupe et des comparables boursiers n'étant en outre pas parfaitement homogènes ;
- de résultat net (PER), qui ne tiennent pas compte des écarts de structure financière et de taux d'imposition.

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA et d'EBIT⁸⁴.

⁸³ Source : *Bloomberg* (31 août 2016).

⁸⁴ Nonobstant les éventuelles divergences de politiques d'amortissement entre les comparables.

Les multiples médians de l'échantillon pour la période 2016 à 2018 sont présentés ci-après :

Multiples boursiers						
Société	VE / EBITDA			VE / EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Analog Devices	13,6 x	11,6 x	11,5 x	16,4 x	13,3 x	12,7 x
Infineon Technologies	10,1 x	9,1 x	8,4 x	18,5 x	15,3 x	13,7 x
Sensata Technologies	12,0 x	11,2 x	10,5 x	14,8 x	13,6 x	14,3 x
STMicroelectronics	6,9 x	5,7 x	5,0 x	30,5 x	14,6 x	10,7 x
Melexis	16,4 x	14,9 x	13,5 x	20,1 x	18,3 x	16,6 x
Dialog Semiconductor	7,1 x	7,1 x	6,3 x	9,0 x	8,5 x	8,2 x
Fairchild Semiconductor	9,9 x	8,5 x	8,3 x	21,9 x	16,1 x	n/a
AMS	16,2 x	12,0 x	9,8 x	24,8 x	16,4 x	12,7 x
Knowles	10,7 x	8,8 x	n/a	16,8 x	12,7 x	n/a
SOITEC	36,8 x	15,7 x	12,1 x	n/a	29,8 x	20,3 x
Elmos Semiconductor	4,4 x	3,9 x	3,6 x	10,2 x	8,1 x	7,1 x
First Sensor	8,0 x	7,1 x	6,3 x	16,9 x	13,3 x	10,8 x
Médiane	10,4x	9,0x	8,4x	16,9x	14,1x	12,7x

Nous avons déterminé les multiples de chacune des sociétés comparables sur la base de (i) la capitalisation boursière moyenne 1 mois des entités, majorée de leur endettement net comptable et de la valeur nette comptable des intérêts minoritaires et (ii) des estimations d'agrégats issues du consensus d'analystes⁸⁵.

Afin d'extérioriser le maximum de valeur, nous avons appliqué les multiples d'EBITDA et d'EBIT issus du consensus 2018 aux agrégats 2018 et 2019 correspondants du *Business Plan*, étant indiqué que :

- le Groupe à ce jour ne table sur l'atteinte du point mort qu'à fin 2017,
- et que dès lors l'année normative 2018 ne peut être envisagée que dans deux ans, tout en rappelant le caractère ambitieux de cet objectif (§ 4.4.2) ; s'agissant de l'année 2019, au terme de laquelle le Groupe, dans sa configuration actuelle, est censé avoir stabilisé sa profitabilité (§ 4.4.2), nous avons affecté les agrégats de cette année du *Business Plan* du taux d'actualisation utilisé dans la valorisation intrinsèque (§ 4.4.3) pour tenir compte du décalage d'un an avec la fin du consensus d'analystes (2018). Nous avons retranché de la valeur ainsi obtenue la consommation de *cash* attendue sur la période allant de fin juin 2016 à 2018, d'un montant d'environ 2,5 M€ après actualisation.

⁸⁵ Source : *Bloomberg*.

Ledouble

La décote de 30 % qu'il nous a paru nécessaire d'appliquer aux multiples traduit le risque spécifique que supporte le Groupe par rapport à ses comparables, compte-tenu du différentiel de taille⁸⁶ et de la phase de développement dans laquelle il se situe.

4.5.3. Synthèse de la valeur par les comparables boursiers

Avec l'application des multiples médians appliqués aux agrégats prévisionnels, et après prise en compte de la trésorerie nette financière du Groupe (§ 4.1.5.1), la valeur unitaire de l'Action s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre **7,3 €** et **12,1 €** pour les multiples d'EBITDA et entre **6,0 €** et **12,7 €** pour les multiples d'EBIT.

Valorisation analogique - multiples boursiers				
M€	EBITDA		EBIT	
	2018	2019 (*)	2018	2019 (*)
Multiple médian	8,4x	7,6x	12,7x	11,5x
Décote	30%	30%	30%	30%
Multiple retraité	5,9x	5,3x	8,9x	8,0x
Agrégat Tronics	3,4	7,0	1,7	4,9
Valeur d'Entreprise	19,8	37,2	14,9	39,7
Trésorerie nette	9,7	9,7	9,7	9,7
Consommation de cash	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(2,5)
Valeur Equity	26,9	44,3	22,1	46,8
Nombre d'actions diluées (K)	3 671	3 671	3 671	3 671
Valeur unitaire (€)	7,3	12,1	6,0	12,7

(*) Multiple 2018 actualisé

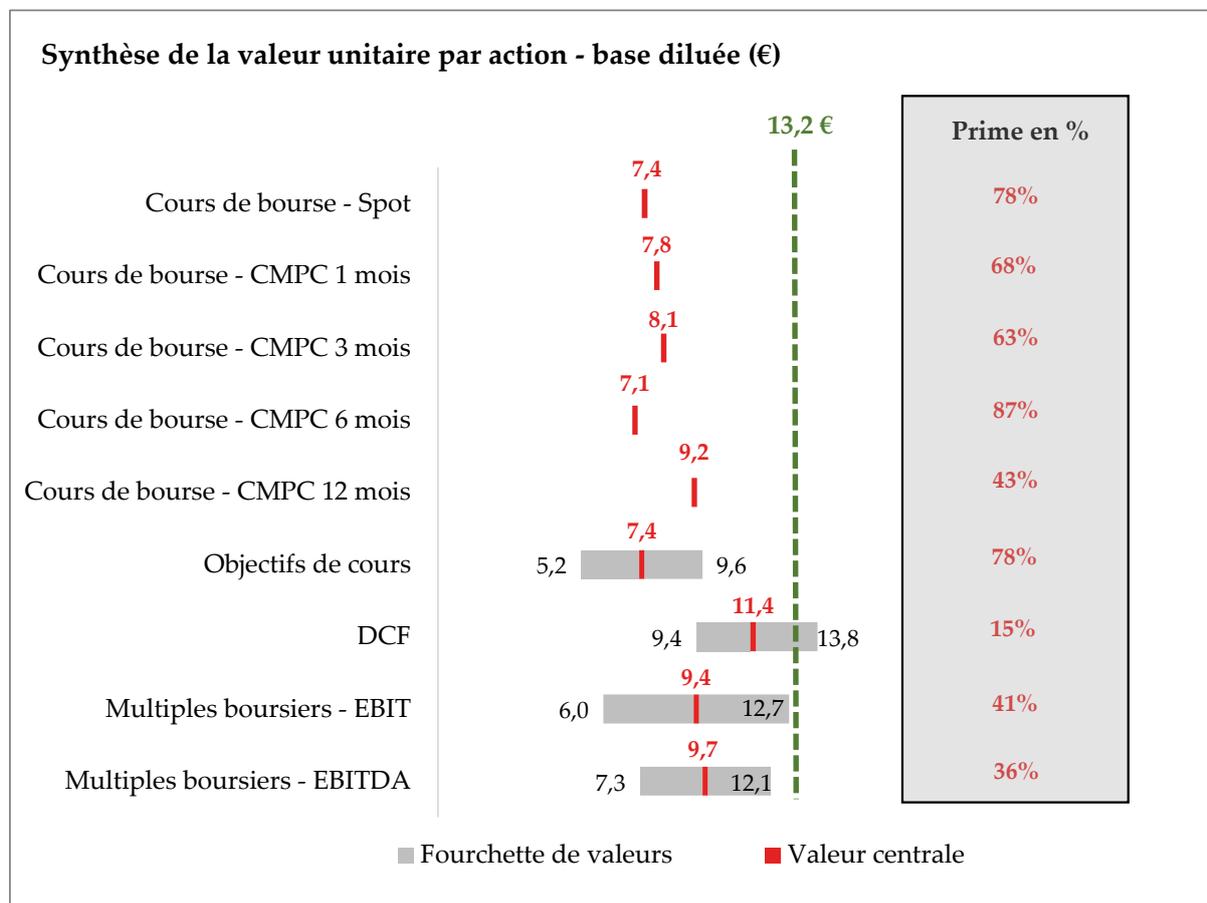
⁸⁶ Ce différentiel de taille se traduit notamment en termes de concentration du management et de capacité d'accès aux financements nécessaires à assurer les phases de développement puis de stabilisation de l'activité et de la rentabilité ; cette problématique de financement, à laquelle l'IPO n'a que partiellement répondu au rythme actuel de consommation de *cash*, est à relier au rapprochement du Groupe avec l'Initiateur (§ 2.2).

Sources : SFEV (2008). « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières ». [[En ligne](#)].

GRENA, Eric (2002). « Analyse financière », 4^{ème} trimestre.

4.6. Synthèse de la valorisation multicritère de l'Action

Nos travaux mettent en avant l'existence d'une prime sur l'ensemble des approches d'évaluation ; nous présentons ci-après la prime déterminée à partir de la valeur centrale⁸⁷ du titre estimée selon ces différentes méthodes :



Le modèle économique du Groupe et son profil de croissance confèrent en tout état de cause une importance particulière à la pertinence des objectifs à moyen terme, qui conditionnent, tant en approche intrinsèque qu'analogique, l'évaluation de l'Action.

L'Offre propose aux actionnaires de la Société une fenêtre de liquidité appréciable au vu des caractéristiques boursières du titre.

Le Prix d'Offre, qui correspond à la proposition initiale faite par TDK à la Société, extériorise un niveau de prime compatible avec celui observé historiquement en moyenne sur des offres portant sur la majorité du capital.

⁸⁷ La valeur centrale présentée correspond :

- pour la référence aux objectifs de cours, à la moyenne des cours cibles avant ajustement technique lié au prix d'Offre ;
- pour l'approche DCF, à la valeur centrale issue de nos travaux ;
- pour l'approche analogique par les comparables boursiers, à la moyenne des fourchettes de valeurs obtenues.

5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation du titre Tronics Microsystems réalisés par l'Établissement présentateur. Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont globalement comparables à celles auxquelles il a eu recours.

Il ressort de la comparaison de nos travaux de valorisation avec ceux effectués par Kepler Cheuvreux les principaux points suivants.

5.1. Comparaison des paramètres et méthodes d'évaluation

5.1.1. Endettement net

L'Établissement présentateur a retenu une trésorerie nette de 6,5 M€ à la fois en valorisation intrinsèque et en valorisation analogique.

Nous raisonnons sur une trésorerie nette de 5,3 M€ en valorisation intrinsèque et de 9,7 M€ en valorisation analogique (§ 4.1.5).

Les écarts identifiés résultent essentiellement :

- pour les approches intrinsèque et analogique, de la date de référence retenue pour le calcul de la trésorerie nette, l'Établissement présentateur ayant effectué ses travaux sur la base des comptes au 31 décembre 2015 ;
- pour l'approche analogique, de la prise en compte dans nos travaux d'évaluation de l'économie d'impôt actualisée liée aux déficits reportables non activés par la Société.

5.1.2. Valorisation intrinsèque (DCF)

Les différences de mise en œuvre de l'approche DCF avec l'Établissement présentateur ne sont pas significatives.

Les taux d'actualisation employés de part et d'autre, bien que se distinguant dans leurs composantes, sont globalement équivalents : 10,5% (Ledouble) *versus* 10,8% (Kepler Cheuvreux). Les taux de croissance perpétuels pour le calcul de la valeur terminale sont identiques (2%).

5.1.3. Valorisation analogique par les multiples boursiers

Notre panel de comparables se recoupe avec celui de l'Établissement présentateur aux différences suivantes près ; le panel de Kepler Cheuvreux, qui a éliminé au-delà d'un seuil de capitalisation boursière les sociétés cotées pouvant exercer des activités similaires à celles de Tronics Microsystems :

- inclut Intersil, LEM, Invensense, TTelectronics et Gefran⁸⁸ ;
- exclut en revanche Analog Devices⁸⁹, Infineon Technologies⁸⁹, Fairchild Semiconductor et SOITEC.

Sur le plan méthodologique, et à la recherche de flux positifs auxquels appliquer les multiples boursiers issus des consensus d'analystes respectifs :

- l'Établissement présentateur a appliqué les multiples d'EBITDA 2016 et 2017, aux agrégats prévisionnels 2018⁹⁰ du *Business Plan*, sans tenir compte de décote spécifique ;
- nous avons pour notre part appliqué les multiples d'EBITDA et d'EBIT 2018 aux agrégats prévisionnels 2018 et 2019⁹¹ du *Business Plan*, en tenant compte d'une décote traduisant le risque spécifique du Groupe en termes de taille par rapport à ses comparables.

5.1.4. Valorisation analogique par les transactions comparables

Nous avons exclu l'approche analogique par les transactions comparables en considérant qu'elle ne pouvait se référer qu'aux agrégats de rentabilité historiques du Groupe, en l'occurrence négatifs.

5.1.5. Référence aux objectifs de cours

Les derniers cours cible retenus par l'Établissement présentateur ont été publiés respectivement le 22 février 2016 et le 1^{er} avril 2016 par les sociétés de bourse Gilbert Dupont et Portzamparc.

⁸⁸ Nous avons considéré que les domaines d'activité des sociétés Intersil, LEM, TTelectronics et Gefran étaient éloignés de ceux du Groupe. Le faible niveau de rentabilité de la société Invensense à l'horizon du consensus induit des multiples de valeur d'entreprise que nous avons estimés non exploitables.

⁸⁹ Les capitalisations boursières d'Analog Devices et d'Infineon Technologies dépassent le seuil de sélection des comparables retenu par l'Établissement présentateur (§ 4.5.1).

⁹⁰ Après application du taux d'actualisation utilisé en valorisation analogique (DCF).

⁹¹ Nous avons également eu recours à la technique de l'actualisation utilisée en valorisation analogique.

Ledouble

Nous avons retenu les cours cible publiés début juillet 2016 par Gilbert Dupont et Portzamparc, intégrant les données du communiqué de presse de la Société relatives au chiffre d'affaires du premier semestre 2016.

5.1.6. Référence aux cours de bourse

Nous observons quelques écarts sur les cours moyens pondérés par les volumes, pouvant notamment résulter des différentes bases de données utilisées pour leur calcul.

5.2. Synthèse comparée sur la valorisation du titre Tronics Microsystems

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement présentateur est présentée ci-après :

Synthèse €/action	Ledouble			Kepler Cheuvreux
	Min	Centrale	Max	Centrale
Cours spot au 7 juillet 2016		7,4		7,4
CMPC 1 mois		7,8		7,9
CMPC 3 mois		8,1		8,2
CMPC 6 mois		7,1		7,1
CMPC 12 mois		9,2		9,4
Objectifs de cours	5,2	7,4	9,6	8,4
DCF	9,4	11,4	13,8	10,7
Multiples boursiers - EBITDA	7,3	9,7	12,1	10,2
Multiples boursiers - EBIT	6,0	9,4	12,7	n/a
Transactions	n/a	n/a	n/a	10,1

6. ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES À L'OFFRE

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords connexes, à l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du corpus juridique de l'Offre, et par entretiens avec la Direction, ainsi que des représentants des Conseils et de l'Initiateur.

6.1. TOA

Le *Tender Offer Agreement*, qui constitue l'accord cadre de l'Offre, est conforme au dispositif de l'Offre tel qu'il nous a été présenté par ailleurs, et à ce titre n'appelle pas d'observation particulière de notre part⁹².

6.2. Engagements d'apport et de liquidité

Aux termes d'engagements d'apport, certains actionnaires se sont engagés à apporter à l'Offre et au Prix d'Offre l'ensemble des actions qu'ils détiennent, incluant le cas échéant l'ensemble des actions supplémentaires acquises depuis la date d'engagement.

Les Engagements de liquidité pris par des actionnaires relevant du régime fiscal « TEPA » (§ 2.5) renvoient à un prix de cession des actions à l'Initiateur égal au Prix d'Offre, lequel pourra être indexé à la baisse en fonction de critères définis contractuellement.

Ces engagements d'apport et de liquidité n'appellent pas d'observation particulière de notre part, dans la mesure où ils se réfèrent directement et strictement au dispositif de l'Offre.

6.3. Engagements de cession d'actions sous-jacentes aux Options et BSPCE

Dans le but de faciliter l'exercice des Options et des BSPCE et leur cession au prix de l'Offre, l'Initiateur a conclu le 1^{er} août 2016, avec M. Pascal Langlois⁹³ et Mme Laurence Fayand⁹⁴, et proposera aux autres titulaires d'Options et de BSPCE, de conclure jusqu'à la clôture de l'Offre, des contrats de cession d'actions portant sur les actions sous-jacentes à ces Options et BSPCE, aux termes desquels il s'engage, sous réserve que l'Offre connaisse une suite positive, à financer l'exercice des Options et BSPCE et à acquérir immédiatement après les actions ainsi émises au prix d'Offre.

⁹² Pour mémoire, un avenant au TOA modifie la date limite de dépôt de la note d'information de l'Initiateur au 16 septembre 2016, et prévoit l'apport à l'Offre des actions auto-détenues.

⁹³ *Share Purchase Agreement [between] Pascal Langlois and Epcos AG and Tronics Microsystems SA.*

⁹⁴ *Share Purchase Agreement [between] Laurence Fayand and Epcos AG and Tronics Microsystems SA.*

6.4. Accords spécifiques à Thales Avionics

Nous avons examiné les accords entre Epcos AG et Thales Avionics régissant la poursuite des relations industrielles et capitalistiques avec cet actionnaire et ayant fait l'objet d'un contrat-cadre⁹⁵ signé le 1^{er} août 2016, en relation avec le dispositif de l'Offre.

En annexe à ce contrat-cadre figure notamment un projet de pacte d'actionnaires⁹⁶ qui sera conclu entre Epcos AG et Thales Avionics en cas de succès de l'Offre et sous réserve des conditions stipulées dans le contrat-cadre. Une action de concert vis-à-vis de Tronics sera formée le cas échéant entre Thales Avionics et Epcos AG à compter de la date d'entrée en vigueur dudit pacte d'actionnaires.

Outre les clauses usuelles régissant les relations entre actionnaires, nous retenons, pour l'essentiel, de ces accords qu'ils sont de nature à :

- consolider la chaîne d'approvisionnement civil et militaire de Thales Avionics, dans la continuité des relations actuelles avec le Groupe, par le prolongement à l'horizon de la prochaine décennie, d'une part, de l'Accord de coopération et, d'autre part, de l'Accord de concession de licence de brevet et de communication de savoir-faire, conclus entre Thales Avionics et la Société respectivement le 7 juillet 2009 et le 5 juillet 2013 ;
- préserver à l'horizon des trois prochaines années la place de Thales Avionics au sein de l'actionnariat de la Société, par un mécanisme optionnel de *put*⁹⁷ et de *call*⁹⁸, à un prix calculé sur la base d'un coût moyen pondéré des actions détenues par Thales Avionics, combinant le Prix d'Offre pour les actions détenues à la date du *Securityholders' Agreement* et, le cas échéant, le prix des actions souscrites *a posteriori*.

⁹⁵ *Framework Agreement relating to Tronic's Microsystems [between] Thales Avionics and Epcos AG.*

⁹⁶ *Securityholders' Agreement [between] Thales Avionics and Epcos AG in the presence of Tronic's Microsystems,*

⁹⁷ Droit de Thales Avionics de requérir auprès d'Epcos le rachat, à compter de la date de signature du *Securityholders' Agreement*, de l'ensemble des actions de la Société et prêts d'actionnaires qui lui auraient été consentis.

⁹⁸ Droit d'Epcos de requérir auprès de Thales Avionics la vente, sur une durée de douze mois à compter du troisième anniversaire de la date de signature du *Securityholders' Agreement*, de l'ensemble des actions de la Société et prêts d'actionnaires qui lui auraient été consentis.

Ledouble

En cas de rupture⁹⁹ de la part d'Epcos des accords susmentionnés entraînant pour Thales Avionics des conséquences dommageables, Thales Avionics aurait la capacité de préempter des actifs¹⁰⁰ de la Société, qui lui seraient transférés à un prix déterminé à dire d'expert, afin de lui permettre d'assurer la poursuite de ses activités.

6.5. Synthèse

En synthèse, nous n'avons pas relevé dans les Accords connexes de dispositions particulières, assimilables notamment à des garanties de liquidité, susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

7. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action, nous constatons que le Prix d'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation.

Les Accords connexes sont sans incidence sur notre appréciation de l'équité du Prix d'Offre.

Nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 13,2 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Tronics Microsystems dans la perspective de l'offre publique d'achat et le cas échéant de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 20 septembre 2016

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE

Sébastien SANCHO

⁹⁹ *Material Breach.*

¹⁰⁰ *Carve out.*

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés par Ledouble Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 5
- Expertises financières réalisées par Ledouble Annexe 6
- Performances prévisionnelles des comparables boursiers Annexe 7
- Présentation de l'activité des comparables boursiers Annexe 8

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble

➤ **Travaux préliminaires et prise de connaissance**

- Revue de presse et recherches documentaires
- Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- Etude de l'évolution historique du titre de la Société et des objectifs de cours
- Entretiens avec les représentants de la Société et de l'Initiateur, de l'Établissement présentateur, ainsi que des Conseils

➤ **Travaux de valorisation**

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société
- Constitution d'un panel de comparables boursiers
- Recherche de transactions de référence
- Requêtes documentaires
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Évaluation multicritère du titre de la Société

➤ **Rapport**

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction d'une lettre de mission
- Rédaction d'une proposition de lettre d'affirmation à l'attention des représentants de la Société et de l'Initiateur
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la mission

➤ **Rémunération**

Le montant global des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble s'établit à 50.000 € (hors taxes et débours).

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

➤ Semaines du 2 mai au 22 mai 2016

- Contacts préalables
- Désignation de l'expert indépendant par le Conseil de surveillance
- Exploitation des informations publiques disponibles sur le site de la Société
- Examen des informations de la *data room* mises à disposition de l'Initiateur dans le cadre de ses *due diligences*
- Proposition de lettre de mission
- Requêtes documentaires

➤ Semaines du 23 mai au 5 juin 2016

- Etude de la documentation juridique en projet relative à l'Offre
- Contacts, réunions et entretiens avec la Société et ses Conseils
- Analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Constitution d'un panel de comparables boursiers et transactionnels

➤ Semaine du 6 juin au 19 juin 2016

- Exploitation des informations recueillies en réponse à nos requêtes documentaires, incluant le plan d'affaires, et mise en œuvre d'une évaluation multicritère
- Requêtes documentaires complémentaires
- Rédaction de la trame du Rapport

➤ Semaines du 20 juin au 10 juillet 2016

- Entretiens avec les représentants de la Société
- Exploitation des informations reçues en réponse à nos demandes d'informations complémentaires
- Exploitation du projet de note d'information de l'Initiateur
- Entretiens avec les représentants des Conseils
- Projet de lettre de confort à l'attention du Conseil de surveillance

➤ Semaines du 11 juillet au 29 juillet 2016

- Entretiens avec les représentants de l'Initiateur
- Contacts et entretiens avec les représentants de la Société et les Conseils
- Visite du site de production de Crolles
- Demandes d'informations complémentaires
- Rédaction du projet de Rapport
- Transmission du projet de Rapport

➤ Semaines du 29 août au 23 septembre 2016

- Actualisation de l'évaluation multicritère sur la base du projet de rapport financier semestriel 2016 et comparaison avec les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre par l'Établissement présentateur
- Contacts et entretiens avec la Direction et les Conseils
- Levée des points en suspens
- Examen de la version finale du projet de note d'information¹⁰¹ de l'Initiateur
- Examen du projet de note d'information en réponse de la Société
- Finalisation de la rédaction du Rapport
- Proposition de lettre d'affirmation
- Présentation du Rapport au Conseil de surveillance
- Délivrance de l'Attestation d'équité en vue du Conseil de surveillance et du dépôt de la note d'information en réponse de la Société

¹⁰¹ Déposée le 16 septembre 2016.

Annexe 3 : Liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés par Ledouble

➤ **Société**

Pascal Langlois	Président du Directoire
Laurence Fayand	Directeur Administratif et Financier

➤ **Initiateur**

Dr. Markus Besson	Planification stratégique
-------------------	---------------------------

➤ **Conseils**

Darrois Villey Maillot Brochier

Olivier Huygues Despointes	Avocat associé
----------------------------	----------------

Gimar & Cie

Hubert Chevrinçais	Gérant
--------------------	--------

Hogan Lovells

Jean-Marc Franceschi	Avocat associé
----------------------	----------------

Arnaud Deparday	Avocat
-----------------	--------

PwC Corporate Finance

Eric Favier	<i>Partner</i>
-------------	----------------

Antoine Tanguy	<i>Senior Manager</i>
----------------	-----------------------

➤ **Établissement présentateur**

Kepler Cheuvreux

Laurent Durieux	<i>Executive Director</i>
-----------------	---------------------------

Anne Portelance	<i>Analyst</i>
-----------------	----------------

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

➤ **Documentation relative à l'Offre**

- Lettre d'intention de l'Initiateur en date du 8 avril 2016
- Accord-cadre relatif à l'Offre (TOA) en date du 1^{er} août 2016 et projet d'avenant
- Projet de note d'information relative à l'Offre visant les actions de la Société initiée par Epcos présentée par Kepler Cheuvreux et projet de note en réponse établi par Tronics Microsystems SA
- Projets de rapport d'évaluation de Kepler Cheuvreux
- *Framework Agreement relating to Tronic's Microsystems [between] Thales Avionics and Epcos AG*
- *Securityholders' Agreement [between] Thales Avionics and Epcos AG in the presence of Tronic's Microsystems*
- *Share Purchase Agreement [between] Pascal Langlois and Epcos AG and Tronics Microsystems SA*
- *Share Purchase Agreement [between] Laurence Fayand and Epcos AG and Tronics Microsystems SA*

➤ **Documentation juridique**

- Procès-verbaux du Directoire (2013 à 2016)
- Procès-verbaux du Conseil de Surveillance (2013 à 2016)
- Résultats des votes aux Assemblées générales (2015 et 2016)
- Pactes d'actionnaires
- Extrait Kbis et statuts
- Répartition du capital social et des droits de vote

➤ **Documentation comptable et financière**

- Communiqué de presse d'annonce de l'Offre
- Présentation du budget 2016
- Plan d'affaires 2016-2019
- Projet de rapport financier semestriel 2016
- Rapport financier 2015
- Présentation des comptes 2015

Ledouble

- Note d'opération visée par l'AMF sous le numéro 15-033 en date du 23 janvier 2015
- Document de base enregistré le 22 décembre 2014 sous le numéro I.14-076
- Tests d'*impairment* au 31 décembre 2015
- Notes de brokers
- **Bases de données**
 - *Bloomberg*
 - *ThomsonOne*
 - *Infinancials*
 - *Xerfi*
- **Références bibliographiques**¹⁰²

Sites d'information

- Site d'information de Tronics. [En ligne], www.tronicsgroup.com
- Site d'information de TDK. [En ligne], www.tdk.com
- Site d'information de l'AMF. [En ligne], www.amf-france.org
- Site d'information de la Banque de France. [En ligne], www.banque-france.fr
- Site d'information du CEA-Leti. [En ligne], <http://www.leti.fr/>
- Sites d'information des comparables boursiers :
 - AMS. [En ligne], www.ams.com
 - Analog Devices. [En ligne], www.analog.com
 - Dialog Semiconductor. [En ligne], www.dialog-semiconductor.com
 - Elmos Semiconductor. [En ligne], www.elmos.com
 - Fairchild Semiconductor. [En ligne], www.fairchildsemi.com
 - First Sensor. [En ligne], www.first-sensor.com
 - Infineon Technologies. [En ligne], www.infineon.com
 - Knowles. [En ligne], www.knowles.com
 - Melexis. [En ligne], www.melexis.com
 - Sensata Technologies. [En ligne], www.sensata.com
 - SOITEC. [En ligne], www.soitec.com
 - STMicroelectronics. [En ligne], www.st.com

¹⁰² Liens *Web* au 20 septembre 2016.

Etudes

- FMI (2015). Perspectives de l'économie mondiale, p. 185. [En ligne], <https://www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/textf.pdf>
- GRENA, Eric (2002). « Analyse financière », 4^{ème} trimestre.
- I-micronews (2016). *Status of the MEMS industry 2016*, mai. [En ligne], <http://www.i-micronews.com/component/hikashop/product/status-of-the-mems-industry-2016.html>
- I-micronews (2016). *The MEMS industry: desperately seeking a second wind*, avril. [En ligne], <http://www.i-micronews.com/mems-sensors/7185-the-mems-industry-desperately-seeking-a-second-wind.html>
- SFEV (2008). « Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières ». [En ligne], http://www.vernimmen.net/ftp/SFEV_Primes%20etdecotes_Septembre%202008.pdf

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2016 figurent en **annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Evalueurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association des Directeurs Financiers et Contrôleurs de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris, à l'Université Paris IX – Dauphine et à SciencesPo

Sébastien SANCHO, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine, MSTCF Paris IX – Dauphine, certifié « Islamic Qualification »
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Romain DELAFONT, Directeur de mission

- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Edouard HAYOT, Analyste

- Neoma Business School
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

-=-

Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble

Agnès Piniot n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; elle est intervenue au titre de contrôleur qualité au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- MSTCF de l'Université Paris IX – Dauphine
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Annexe 6 : Liste des expertises financières réalisées par Ledouble (2013 à 2016)

Année	Société	Etablissement présentateur
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	[1]
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	[2]
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	[3]
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

[1] et [2] : Augmentations de capital réservées - Expertises indépendantes au titre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF.

[3] : Transfert de siège au Royaume-Uni.

Annexe 7 : Performances prévisionnelles des comparables boursiers

Données financières clés									
Société	% de croissance du chiffre d'affaires			EBITDA (% CA)			EBIT (% CA)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Analog Devices	(2%)	8%	4%	38%	41%	40%	32%	36%	36%
Infineon Technologies	12%	8%	7%	25%	26%	26%	14%	16%	16%
Sensata Technologies	8%	3%	4%	25%	26%	26%	20%	21%	20%
STMicroelectronics	(0%)	4%	4%	13%	16%	17%	3%	6%	8%
Melexis	13%	9%	9%	31%	31%	31%	25%	25%	26%
Dialog Semiconductor	(14%)	15%	11%	26%	22%	23%	20%	18%	17%
Fairchild Semiconductor	(0%)	3%	3%	16%	18%	18%	7%	9%	n/a
AMS	(5%)	17%	15%	27%	30%	32%	17%	22%	25%
Knowles	(21%)	7%	n/a	17%	19%	n/a	11%	14%	n/a
SOITEC	36%	9%	13%	7%	16%	18%	-3%	8%	11%
Elmos Semiconductor	3%	6%	6%	21%	23%	23%	9%	11%	12%
First Sensor	10%	8%	8%	12%	12%	13%	5%	6%	7%
Médiane	2%	8%	7%	23%	22%	23%	12%	15%	17%

Annexe 8 : Présentation de l'activité des comparables boursiers

Présentation de l'activité des comparables boursiers	
Société	Description
Analog Devices	Analog Devices, Inc. conçoit, fabrique et vend des circuits intégrés pour le traitement des signaux analogiques et numériques. Les secteurs d'utilisation de ces produits, commercialisés à l'échelle mondiale, sont les suivants : communications, informatique, industrie, instrumentation, domaine militaire/aérospatial, automobile et applications électroniques haute performance pour grand public.
Infineon Technologies	Infineon Technologies AG conçoit, fabrique et commercialise des semi-conducteurs, microcontrôleurs, contrôleurs pour la sécurité, produits pour radio-fréquence et capteurs. Ses produits sont destinés aux secteurs de l'automobile, de l'industrie, des communications et de l'électronique (grand public et sécurité).
Sensata Technologies	Sensata Technologies Holding N. V. développe, fabrique et commercialise des capteurs et des systèmes de contrôle. La société produit des disjoncteurs thermiques pour les avions, des capteurs de pression pour les systèmes automobiles et des appareils de contrôle de la température et du courant pour les moteurs électriques.
STMicroelectronics	STMicroelectronics N.V. conçoit, développe, fabrique et commercialise des semi-conducteurs et des circuits discrets. Ses produits sont utilisés dans le secteur des télécommunications, de l'électronique grand public, de l'automobile, des ordinateurs et de l'industrie. Ses clients sont situés en Amérique du Nord, en Europe et dans la région Asie-Pacifique.
Melexis	Melexis NV conçoit et fabrique des semi-conducteurs intégrés avancés, des capteurs à circuit intégré ainsi que des systèmes de capteurs à circuit intégré programmable pour l'industrie automobile. Outre son siège social en Belgique, la société dispose d'installations en France, en Allemagne, en Suisse, en Bulgarie, en Ukraine et aux USA.
Dialog Semiconductor	Dialog Semiconductor PLC fabrique des produits électroniques. La société fournit des circuits à signal mixte optimisés pour smartphones, tablettes, ultrabooks et autres appareils portables.
Fairchild Semiconductor	Fairchild Semiconductor International, Inc. est un fournisseur mondial de produits à haute performance qui minimisent, convertissent, gèrent et distribuent de l'électricité pour de multiples marchés finaux. Les composants de Fairchild Semiconductor sont utilisés dans l'informatique, la communication et d'autres applications.
AMS	AMS AG offre des solutions technologiques aux fabricants d'électronique grand public et d'appareils de communication. La société développe des capteurs lumineux intelligents, CI (microphones MEMS, suppression du bruit), solutions NFC et pour courant très faible. Ses clients sont issus des secteurs industriel, médical et automobile.
Knowles	Knowles Corporation conçoit et fabrique des composants acoustiques de pointe et des micros montés en surface pour téléphones cellulaires et appareils électroniques grand public. Ses produits sont vendus à l'échelle mondiale.
SOITEC	SOITEC fabrique des pièces de microélectronique et spécialités utilisées dans la fabrication de semi-conducteurs, vendues mondialement à des sociétés du domaine de l'énergie (y.c. solaire) et de l'électronique. Son procédé Smart Cut lui permet de modifier rapidement le silicium et de réduire la consommation d'énergie.
Elmos Semiconductor	ELMOS Semiconductor AG conçoit, produit et vend des circuits intégrés spécifiques (ASIC) principalement pour l'automobile. Ses ASIC analogiques et à signal mixte haute performance sont utilisés dans des systèmes électroniques de contrôle, des appareils ménagers et des produits industriels. La société fournit également des services de conception et de tests à des fabricants de tierce partie.
First Sensor	First Sensor AG fabrique et vend des capteurs optoélectroniques personnalisés. La société est spécialisée dans la production de capteurs de silicium utilisés pour détecter la lumière visible et ultraviolette, les rayons alpha, bêta, gamma et rayons-x ainsi que les rayonnements infrarouges proches ; elle produit des processeurs individuels et composants de systèmes entiers.

Source : Bloomberg

12 NOTE SUR LA VALORISATION THEORIQUE DES PROMESSES DE VENTE ET D'ACHAT D' ACTIONS TRONICS MICROSYSTEMS A CONCLURE ENTRE THALES AVIONICS ET EPCOS AG

L'expert indépendant a établi le 24 octobre 2016 une note sur la valorisation théorique des promesses de vente et d'achat d'actions Tronics Microsystems à conclure entre Thales Avionics et EPCOS, qui a été soumise au Conseil de surveillance du 27 octobre 2016. Le Conseil de surveillance n'a pas modifié son avis motivé au regard de cette note. Celle-ci est intégralement reproduite ci-après.

Ledouble

TRONICS MICROSYSTEMS

**NOTE SUR LA VALORISATION THÉORIQUE DES PROMESSES
DE VENTE ET D'ACHAT D' ACTIONS TRONICS MICROSYSTEMS
À CONCLURE ENTRE THALÈS AVIONICS ET EPCOS AG**

Ledouble

La présente note a pour objet la valorisation théorique du dispositif de promesses de vente et d'achat d'actions Tronics Microsystems entre Thalès Avionics et Epcos AG, qui s'inscrivent dans le cadre plus général des accords spécifiques à Thalès Avionics ; compte tenu des limitations qui y sont exposées, les informations fournies ci-après sont présentées à titre indicatif.

Les accords entre Epcos AG (« **Epcos** ») et Thales Avionics (les « **Accords spécifiques à Thalès** ») ont fait l'objet d'un contrat-cadre¹ (le « **Contrat** ») signé le 1er août 2016, qui s'articule avec le dispositif de l'Offre et comporte en annexe un projet de pacte d'actionnaires² (le « **Pacte** ») ; le Pacte sera conclu entre Epcos AG et Thales Avionics (les « **Parties** ») en cas de succès de l'Offre et sous réserve des conditions stipulées dans le Contrat.

Le Pacte comporte des clauses usuelles régissant les relations entre les Parties, notamment en matière de gouvernance³ et de transferts de titres⁴ ; il prévoit également des engagements spécifiques de la part d'Epcos⁵.

1. Rappel des clauses concernées par les Accords spécifiques à Thalès

Nous résumons, ci-après, le contenu des clauses stipulées en section III du Pacte, concernant les modalités de transferts de titres incluses dans les Accords spécifiques à Thalès :

- droit de Thales Avionics de requérir auprès d'Epcos le rachat, à compter de la date de signature du Pacte, de l'ensemble des actions de Tronics Microsystems (« **Tronics** » ou la « **Société** ») et prêts d'actionnaires qui lui auraient été consentis (le « **Put** »), sur la durée **décennale** du Pacte ;
- droit d'Epcos de requérir auprès de Thales Avionics la vente, sur une durée de **douze mois à compter du troisième anniversaire de la date de signature du Pacte**⁶ de l'ensemble des actions de la Société et prêts d'actionnaires qui lui auraient été consentis (le « **Call** ») ;
- engagement des Parties de ne pas transférer leurs titres (« **lock-up** ») pendant une période de 4 ans (« **standstill period** »)⁷ à l'exception notamment des transferts susceptibles d'intervenir dans le cadre de l'exercice du *Put* et du *Call* ; les Parties disposent à l'issue de la *standstill period* d'un droit de préemption réciproque⁸ sur les titres Tronics qu'elles détiendront ;

¹ Framework Agreement relating to Tronic's Microsystems [between] Thales Avionics and Epcos AG.

² Securityholders' Agreement [between] Thales Avionics and Epcos AG in the presence of Tronic's Microsystems.

³ Section II « Governance of the Company », pp. 6-9.

⁴ Section III « Transfers », pp. 10-19.

⁵ Section V « Epcos Commitments », pp. 19-23. [Section IV non renseignée].

⁶ Ou à compter de la date à laquelle la phase de production des produits stratégiques par la Société aura commencé, si celle-ci intervient avant le troisième anniversaire de la signature du Pacte. Pour mémoire, le terme *Production Phase Start* est défini à l'article 13.3, p. 22 du Pacte : date à laquelle les coûts de production de masse des « produits sensibles » [*i.e.* produits et biens à usage militaire ou civil & militaire] atteignent le coût cible de production défini dans l'avenant à l'accord de coopération (§ 2).

⁷ Section III – Partie 5.2 « Standstill », p. 10.

⁸ Section III – Partie 6 « Preemption right », pp. 10-11.

- Thalès Avionics conserverait, par l'exercice du *Call*, 5% du capital dans l'hypothèse où, à la date de conclusion du Pacte, la participation d'un autre actionnaire stratégique dépasserait 3% du capital de la Société.

2. Incidence des clauses concernées par les Accords spécifiques à Thalès sur l'appréciation de l'équité du Prix d'Offre

Dans l'analyse des accords connexes à l'Offre⁹, nous estimons que les clauses concernées par les Accords spécifiques à Thalès forment un ensemble dont les composantes financières attachées aux modalités de transferts de titres sont à relier à la logique industrielle et capitalistique ayant présidé à leur conclusion :

- consolider la chaîne d'approvisionnement civil et militaire de Thales Avionics, dans la continuité des relations actuelles avec le Groupe, par le prolongement à l'horizon de la prochaine décennie, des accords préexistants à l'Offre¹⁰ ;
- préserver à l'horizon des trois prochaines années la place de Thales Avionics au sein de l'actionariat de la Société, par le mécanisme optionnel de *Put* et de *Call* (§ 1), à un prix calculé sur la base d'un coût moyen pondéré des actions détenues par Thales Avionics, combinant le Prix d'Offre pour les actions détenues à la date du Pacte et, le cas échéant, le prix des actions souscrites *a posteriori*.

Les composantes strictement financières des accords spécifiques à Thalès, d'un point de vue purement théorique, s'analysent comme suit.

3. Paramètres d'évaluation théorique du dispositif de droits réciproques de Thalès Avionics et d'Epcos

L'évaluation théorique du dispositif de *Put* et de *Call* assimilables à des options « américaines » (*i.e.* exerçables à tout moment) implique la prise en compte des paramètres décrits ci-après, dans une modélisation de type binomial.

(i) Valeur initiale du sous-jacent

Le Pacte ayant pour objet de définir les relations entre les Parties à l'issue de l'Offre, la valeur initiale du sous-jacent est réputée égale au Prix d'Offre (13,20 €).

(ii) Prix d'exercice du Put et du Call

Le prix d'exercice du *Put* et du *Call* est calculé sur la base d'un coût moyen pondéré des actions détenues par Thales Avionics, combinant le Prix d'Offre pour les actions en portefeuille à la date de la signature du Pacte et, le cas échéant, le prix des actions souscrites *a posteriori*¹¹ (§ 2).

⁹ Cf. attestation d'équité du 20 septembre 2016, pp. 42-44.

¹⁰ Accord de coopération et Accord de concession de licence de brevet et de communication de savoir-faire, conclus entre Thales Avionics et la Société respectivement le 7 juillet 2009 et le 5 juillet 2013.

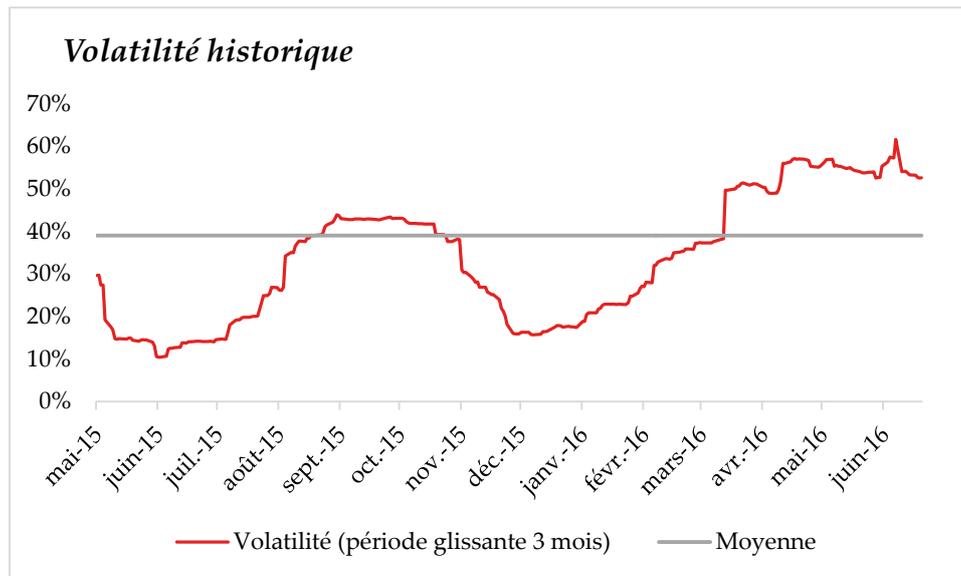
¹¹ Section III – Partie 10.2 « *Put and Call Price* », p. 16.

Ledouble

N'étant pas en mesure de prévoir les transactions à venir sur le titre Tronics, nous retenons le Prix d'Offre (13,20 €) comme prix d'exercice du *Put* et du *Call*.

(iii) Volatilité implicite du sous-jacent

En l'absence de données objectives sur la volatilité future du titre Tronics, cette volatilité implicite ne peut être estimée qu'à partir d'observations sur le rendement historique. La volatilité annuelle du titre Tronics depuis son admission aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext, en février 2015, ressort en moyenne à un niveau relativement élevé de 39 % arrondi à 40% (§ 4) :



L'analyse de sensibilité présentée *infra* (§ 4) permet de positionner l'évaluation théorique du dispositif de *Put* et de *Call* sur une échelle de volatilité implicite de 35 % à 45 %, encadrant la volatilité historique moyenne. L'intégration de Tronics au sein d'Epcos serait vraisemblablement de nature à réduire la volatilité de son titre en deçà de cette fourchette, que nous retenons néanmoins.

(iv) Taux sans risque

Notre modélisation s'appuie sur des taux sans risque conformes aux maturités du *Put* et du *Call*¹² :

- Taux retenu pour le *Put* : **0,26%** (TEC 10) ;
- Taux retenu pour le *Call* : **(0,47%)** résultant de la moyenne entre le TEC 3 et le TEC 5 publiés.

¹² Source : Natixis, 21 octobre 2016. [En ligne], http://cib.natixis.com/presentation/official_rate.aspx

(v) Taux de rendement

La prise en compte de dividendes dans la modélisation du dispositif de *Put* et de *Call* aurait pour conséquence de diminuer l'espérance de la valeur future de l'action ; les valeurs du *Put* et du *Call* s'en trouveraient respectivement majorées et minorées, étant précisé que :

- la politique de distribution de dividendes de Tronics, qui sera mise en œuvre par Epcos sur la durée du *Put* et du *Call*, en cas de succès de l'Offre, n'est pas fixée ; toutefois aucune distribution de dividendes n'est attendue au cours des trois prochaines années¹³ ;
- le *Business Plan*¹⁴ *stand alone* se traduit par des *cash-flows* négatifs sur la période 2016-2018 ;
- une distribution de dividendes en cas de réussite de la stratégie de croissance envisagée par Epcos pourrait, en pratique, être interprétée comme le signal d'une appréciation de la valeur de l'action impliquant une diminution de la valeur du *Put*.

En définitive, l'évaluation théorique du dispositif de *Put* et de *Call* postule l'absence de distribution de dividendes.

(vi) Incidence du maintien potentiel de la participation de Thalès Avionics à 5% du capital de la Société

N'étant pas en mesure de connaître la répartition du capital de Tronics à l'échéance du *Call*, cette clause du Pacte ne nous paraît pas modélisable.

(vii) Incidence de la clause de lock-up et du droit de préemption

Du fait du recoupement de la *standstill period* et de l'échéance du *Call*, d'une part, et le titulaire d'une option américaine ayant, d'un point de vue théorique, en l'absence de distribution de dividendes (*cf. supra v*), toujours intérêt à conserver son option jusqu'à l'échéance, d'autre part, la clause de *lock-up* est au cas présent sans incidence.

Bien que réciproque, le droit de préemption dont disposent les Parties, à l'issue de la *standstill period*, sur les titres Tronics qu'elles détiendront, aurait vraisemblablement plus de chance d'être exercé par Epcos, eu égard à sa position majoritaire dans le capital de la Société, que par Thalès Avionics ; la valeur respective et la probabilité d'exercice de part et d'autre de ce droit de préemption, qui fait partie intégrante de l'ensemble formé par les Accords spécifiques à Thalès (§ 2), ne sont toutefois pas chiffrables.

¹³ Extrait du paragraphe 1.4.3. « Politique de distribution de dividendes » du projet de note d'information relative à l'offre publique d'achat visant les actions de la Société :

« Pour rappel, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de la Société en matière de dividendes, tout en n'excluant pas de le faire en fonction des opportunités et des capacités financières de la Société. Il est rappelé que la Société n'a distribué aucun dividende depuis sa cotation. En raison de la stratégie de croissance envisagée par Epcos, aucune distribution de dividendes n'est attendue dans les 3 prochaines années. »

¹⁴ Cf. attestation d'équité du 20 septembre 2016, pp. 30-31.

4. Synthèse de l'évaluation théorique du dispositif de droits réciproques de Thalès Avionics et d'Epcos

Le tableau ci-après présente, en fonction des paramètres précités, l'évaluation théorique du dispositif de *Put* et de *Call* et le différentiel de valeur (« **Valeur nette** ») qui en résulte :

Valorisation du <i>Put</i> et du <i>Call</i>					
Valeur théorique	Volatilité du sous-jacent				
	35,0%	37,5%	40,0%	42,5%	45,0%
Put	5,3 €	5,7 €	6,0 €	6,4 €	6,7 €
Call	3,5 €	3,8 €	4,0 €	4,3 €	4,5 €
Valeur nette	1,8 €	1,9 €	2,0 €	2,1 €	2,2 €

La Valeur nette ressort à **2,0 €**, dans un intervalle de 1,8 € à 2,2 € selon les hypothèses de volatilité du sous-jacent.

Nous précisons que le caractère théorique de l'évaluation du *Put* et du *Call* tient également au fait que l'exercice du *Call* pourrait, en pratique, relever d'une logique capitalistique qui viserait à renforcer le contrôle exercé sur la Société, indépendamment de la seule référence à la valeur théorique du titre Tronics sur la période d'exercice du *Call*.

A cet égard, l'intention exprimée par Epcos d'exercer le *Call* dès le début de la période d'exercice (*i.e.* d'ici 3 ans) pourrait se traduire par une décote de la valeur du *Put* ; si cette intention se concrétisait, les valeurs du *Put* et du *Call* se rejoindraient par construction¹⁵ :

Valorisation du <i>Put</i> et du <i>Call</i>					
Valeur théorique	Volatilité du sous-jacent				
	35,0%	37,5%	40,0%	42,5%	45,0%
Put	3,3 €	3,5 €	3,7 €	3,9 €	4,2 €
Call	3,1 €	3,3 €	3,5 €	3,7 €	3,9 €
Valeur nette	0,2 €	0,2 €	0,2 €	0,2 €	0,2 €

Considérant la relation de parité *Call / Put* suivante : $C - P = S - \exp(-rt) K$ avec :

- **C** : valeur du *Call*
- **P** : valeur du *Put*
- **S** : valeur du sous-jacent
- **K** : prix d'exercice
- **r** : taux sans risque
- **t** : maturité

la Valeur nette passerait sous le seuil de zéro avec des taux sans risque redevenus positifs (§ 3.iv).

¹⁵ En raison de la position initiale du *Call* du *Put* à la monnaie et de leur échéance réduite par l'intention d'Epcos d'exercer le *Call* dès l'ouverture de la période d'exercice.

Ledouble

En dernier lieu, outre le caractère aléatoire de l'effectivité du *Put* au-delà de l'échéance du *Call* (§ 1), pour les raisons que nous avons recensées, nous notons que les conditions de liquidité et de suivi par les analystes du titre Tronics, dans le cas où Epcos n'exercerait finalement pas le *Call*, bien qu'elles ne puissent pas être anticipées avec précision, seraient *de facto* réduites par l'atteinte du seuil de caducité (50%) puis du seuil de réussite de l'Offre (65,41%)¹⁶ qui conditionnent la conclusion du Pacte.

5. Synthèse

Compte tenu des limitations inhérentes à la valorisation théorique du dispositif du *Put* et du *Call*, caractérisant le Pacte, celle-ci est présentée ci-avant à titre informatif.

Considérant l'intérêt d'Epcos à exercer son *Call* dans les circonstances rappelées ci-avant, nous estimons en outre comme probable une Valeur nette tendant vers zéro.

Fait à Paris, le 24 octobre 2016

LEDOUBLE SAS



Olivier CRETTE



Sébastien SANCHO

¹⁶ Cf. attestation d'équité du 20 septembre 2016, pp. 10-11.

13 MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général, elles seront disponibles sur les sites Internet de Tronics Microsystems (www.tronicsgroup-bourse.com) et de l'AMF (www.amffrance.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de Tronics Microsystems - 98 rue du Pré de l'Homme, 38920 CROLLES.

14 PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Pascal Langlois
Président du Directoire