

**COMMUNIQUE RELATIF AU DEPOT D'UN PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE
D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

OROLIA



INITIÉE PAR

Financière Orolia

PRESENTÉE PAR

Invest *Securities*

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR ET GARANT

PRIX DE L'OFFRE : 20 euros par action

DUREE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») conformément aux dispositions de son règlement général

Le présent communiqué, relatif à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire dont le projet a fait l'objet d'un dépôt le 22 août 2016 auprès de l'AMF, est établi et diffusé par Financière Orolia et Orolia en application des dispositions de l'article 231-16, 231-17 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

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

Le projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Orolia (www.orolia.com) et peuvent être obtenues sans frais aux sièges d'Orolia (2405 route des Dolines, Bâtiment Drakkar 2, Sophia-Antipolis, 06560 Valbonne), de Financière Orolia (2, rue de Thann 75017 Paris) et auprès d'Invest Securities (73, boulevard Haussmann 75008 Paris).

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

1. RAPPEL DES PRINCIPALES CONDITIONS DE L'OFFRE

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

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

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

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

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

Le projet de note d'information est établi conjointement par Financière Orolia et Orolia.

1.1 Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1. Historique

1.1.1.1. Acquisition du bloc de contrôle hors marché

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

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

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

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

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

Conformément aux termes de ces différents Accords :

- Calabasas S.A. a procédé à un apport en nature à l'Initiateur de 1.768.036 actions Orolia sur une base de valorisation de 20 euros par action et à une cession de 240 724 actions Orolia au prix de 20 euros par action à l'Initiateur représentant l'intégralité de sa participation dans Orolia, soit 2 008 760 Actions ;
- Airtek Capital Group a procédé à la cession de l'intégralité de sa participation, soit 115 000 actions Orolia au prix de 20 euros par action ;
- Monsieur Jean-Yves Courtois, Monsieur Adrien Courtois et Madame Julie Courtois ont procédé à l'apport en nature à l'Initiateur de (i) 78.750 actions Orolia sur une base de valorisation de 20 euros par action, (ii) 150.000 BSA sur une base de valorisation de 20 euros par action soit 7,50 euros par BSA et (iii) l'ensemble des actions de la société Lattice Investissement détenant 40.000 BSA externalisant par transparence un prix de 20 euros par action Orolia correspondant à 6,04874 euros par action Lattice Investissement ainsi qu'à la cession de 102 009 actions Orolia au prix de 20 euros représentant la totalité des titres détenus dans Orolia, soit 180 759 actions Orolia et 190 000 BSA ;
- Monsieur Irwin Rodrigues a procédé à un apport en nature à l'Initiateur de 12 500 actions Orolia sur une base de valorisation de 20 euros par action et à une cession de 26 943 actions Orolia au prix de 20 euros par action et 70 000 BSA à un prix par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'OPAS (20 euros par action) et le prix d'exercice respectif des BSA concernés représentant la totalité des titres détenus dans la Société, à savoir 39 443 Actions et 70 000 BSA ;

- Monsieur Pascal RoCHAT a procédé à un apport en nature à l'Initiateur 5.000 Actions sur une base de valorisation de 20 euros par action et à une cession de 8 778 actions Orolia représentant la totalité de sa participation dans Orolia ;
- Monsieur Christophe François a procédé à la cession de l'intégralité de sa participation, soit 48 786 actions Orolia au prix de 20 euros par action ;
- les autres Actionnaires de Contrôle ont cédé à l'Initiateur (i) 825 881 actions Orolia moyennant un prix de 20 euros par action et (ii) 750 BSA moyennant un prix par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'OPAS (20 euros par action) et le prix d'exercice respectif des BSA concernés ; et
- Monsieur Ronald Buckley a cédé 7.500 BSA moyennant un prix de 9,70 euros par BSA correspondant à la différence entre le prix de l'OPAS (20 euros par Action) et le prix d'exercice desdits BSA.

1.1.1.2. L'offre publique d'achat simplifiée

Conformément à l'article 235-2 du règlement général de l'AMF, Financière Orolia a déposé une offre publique d'achat simplifiée (« **OPAS** ») visant la totalité des actions Orolia qu'elle ne détenait pas en raison du franchissement à la hausse du seuil de 50 % du capital et des droits de vote d'Orolia dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

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

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

1.1.1.3. Acquisitions d'actions Orolia sur le marché

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

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

1.1.1.4. Annulation des actions Orolia autodétenues

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

1.1.1.5. Acquisition d'actions Orolia hors marché

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

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

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

1.1.2.1. Acquisitions au cours des 12 derniers mois

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

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

1.1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote d'Orolia à la date du dépôt de l'Offre

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.1.4. Autorisation règlementaire

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

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

1.2.1 Intentions sur le Retrait Obligatoire

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

1.2.2 Stratégie et poursuite des activités de la Société

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

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

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

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

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

- démission d'Isatis Capital, représentée par Monsieur Brice Lionnet, de ses fonctions d'administrateur de la Société et de membre des comités d'audit et des rémunérations ;
- co-optation de Financière Orolia, représentée par Monsieur Erwann Le Ligné, en qualité d'administrateur de la Société en remplacement d'Isatis Capital ;
- démission de Monsieur Ronald Buckley de ses fonctions d'administrateur de la Société et de ses fonctions au sein de certaines filiales de la Société ;
- co-optation de Monsieur Andrew Swart en qualité d'administrateur de la Société en remplacement de Monsieur Ronald Buckley ;
- démission d'Euromezzanine Conseil, représentée par Monsieur Charles Mercier, de ses fonctions de censeur du conseil d'administration de la Société et de membre des comités d'audit et des rémunérations ;
- désignation de Financière Orolia en qualité de membre du comité d'audit et du comité des rémunérations ; et
- désignation de Monsieur Andrew Swart en qualité de membre du comité des rémunérations.

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

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

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

1.2.4 Orientation en matière d'emploi

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

1.2.5 Politique de distribution de dividendes

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

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

1.2.6 Structure du Groupe

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

1.2.7 Synergie envisagée

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

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

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate. Une synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par Invest Securities est reproduite à la section 3 ci-après. Son caractère équitable est par ailleurs attesté par l'expert indépendant mandaté par la Société (section 5 ci-après).

2. PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.1 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes OROLIA non détenues par l'Initiateur, à savoir un maximum de 173.979 actions. Il est précisé que les 4.590 actions auto-détenues ainsi que les 268.250 bons de souscription d'actions détenus par l'Initiateur et émis par Orolia donnant accès à 593.214 actions ordinaires Orolia ne seront pas apportés à l'Offre.

2.2 Procédure de présentation des actions Orolia à l'Offre

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

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

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

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

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

2.3 Retrait Obligatoire et radiation du marché Alternext

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

Le montant de l'indemnisation sera versé par l'Initiateur, au plus tard à cette date, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Parel, agissant pour le compte du centralisateur des opérations d'indemnisation, Invest Securities. C'est auprès de ce dernier que les intermédiaires financiers teneurs de compte devront demander l'indemnisation, correspondant aux avoirs de leurs clients. Euroclear France clôturera le code de négociation ISIN FR0010501015, mnémorique « ALORO », des actions Orolia ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions Orolia. Invest Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Orolia de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par la BRED, agissant pour

le compte d'Invest Securities, pendant une durée de 10 ans à compter de la date de prise d'effet du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

2.4 Calendrier indicatif de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire

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

22 août 2016	<p>Dépôt du projet d'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire auprès de l'AMF et du projet de note d'information conjointe</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Oroliia (www.orolia.com) du projet de note d'information conjointe</p> <p>Diffusion et mise en ligne sur les sites Internet d'Oroliia du communiqué de presse conjoint annonçant le dépôt du projet de note d'information conjointe</p>
6 septembre 2016	Déclaration de conformité de l'Offre Publique de Retrait suivie du Retrait Obligatoire par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
7 septembre 2016	<p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Oroliia (www.orolia.com) de la note d'information conjointe visée par l'AMF</p> <p>Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Oroliia (www.orolia.com) des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Oroliia et de Financière Oroliia</p> <p>Diffusion et mise en ligne sur le site Internet d'Oroliia du communiqué conjoint relatif aux modalités de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Oroliia et de Financière Oroliia</p> <p>Publication aux Petites Affiches de l'avis informant le public du Retrait Obligatoire</p>
8 septembre 2016	Ouverture de l'Offre Publique de Retrait
22 septembre 2016	Clôture de l'Offre Publique de Retrait
23 septembre 2016	<p>Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait</p> <p>Mise en œuvre du Retrait Obligatoire</p> <p>Radiation des actions Oroliia d'Alternext</p>

3. SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

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

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

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

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'OROLIA

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

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

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

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

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

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

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

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

- *émet un avis favorable sur l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'offre publique de retrait, étant précisé que leurs actions seront en toute hypothèse transférées à Financière Orolia dans le cadre du retrait obligatoire, moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre publique de retrait, soit 20 euros par action de la Société, nette de tout frais ;*
- *prend acte de ce que les membres du conseil d'administration détenant des actions de la Société n'apporteront pas leurs titres à l'offre publique de retrait,*
- *prend acte de ce que les actions de la Société seront radiées du marché Alternext d'Euronext à Paris dès la mise en œuvre du retrait obligatoire ;*
- *donne tous pouvoirs au président directeur général de la Société à l'effet de signer toutes attestations requises de la Société dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire ;*
- *autorise le président directeur général de la Société à faire procéder à la radiation de la cotation des actions de la Société sur le marché Alternext d'Euronext à Paris, et plus généralement à effectuer toutes formalités requises dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie du retrait obligatoire, notamment souscrire tous engagements, obtenir toutes autorisations, passer tous actes, faire toutes déclarations et demandes, publier ou diffuser tout communiqué de presse (y compris le communiqué conjoint de dépôt de l'offre publique), accomplir toutes formalités ou démarches, rédiger et signer tous documents utiles à l'exécution et la réalisation de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire.*

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

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet Associés en Finance dont la désignation en qualité d'expert indépendant a été décidée par le conseil d'administration de la Société dans sa réunion du 27 juillet 2016, a établi un complément d'attestation portant sur les conditions financières de l'Offre, en actualisant l'Attestation Initiale rendue le 7 juin 2016 confirmant le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'OPAS.

Ce complément de l'Attestation Initiale, établi le 22 août 2016, est reproduit ci-après.



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

22 août 2016

<u>I.</u>	<u>Missions et moyens</u>	17
<u>II.</u>	<u>Présentation d'Orolia</u>	19
	<u>II.1. Actionnariat</u>	20
	<u>II.2. Activités</u>	20
	<u>II.3. Analyse financière et stratégique</u>	22
<u>III.</u>	<u>Mise à jour de l'évaluation d'Orolia</u>	26
	<u>III.1. Analyse du cours de bourse et primes extériorisées par l'Offre</u>	26
	<u>III.2. Les méthodes écartées</u>	29
	<u>III.3. Les méthodes retenues</u>	29
	- <u>III.3.a. Paramètres utilisés dans la valorisation</u> 29	
	- <u>III.3.b. Méthode de valorisation intrinsèque : DCF to firm</u> 30	
	- <u>III.3.c. Paramètres et mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels par la méthode DCF to firm</u>	31
	- <u>III.3.d. Transactions récentes portant sur le capital de la Société</u> 33	
	- <u>III.3.e. Méthode analogique des multiples boursiers (à titre indicatif)</u> 34	
	- <u>III.3.f. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)</u> 36	
<u>IV.</u>	<u>Analyse des travaux du conseil de l'initiateur</u>	38
<u>V.</u>	<u>Conclusion d'Associés en Finance sur l'analyse du prix de l'Offre</u>	40
<u>VI.</u>	<u>Annexes</u>	43
	<u>Annexe A : Accords préalables à l'Offre</u>	43
	<u>Annexe B : Présentation de l'expert</u>	47
	<u>Annexe C : Détails sur la mission</u>	47
	<u>Annexe D : Présentation de l'échantillon des sociétés comparables</u>	50
	<u>Annexe E : Présentation du modèle TRIVAL®</u>	52

Missions et moyens

Contexte

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

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

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

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

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

Mission d'Associés en Finance

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

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

Associés en Finance est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS et a émis à ce titre une attestation d'équité en date du 6 juin 2016. L'AMF a donné un avis positif quant à la nomination d'un expert indépendant pour les besoins de l'OPR-RO identique à celui nommé pour l'OPAS.

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

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

Indépendance

Dans le cadre de la présente mission qui constitue un prolongement de l'expertise menée au titre de l'OPAS, Associés en Finance confirme sa déclaration d'indépendance : Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante. Ainsi, Détroyat Associés¹, Associés en Finance et leurs salariés :

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

Avertissement

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

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

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

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

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

Dans le cadre de l'exécution de la Mission, Associés en Finance a examiné les documents et éléments d'information nouveaux relatifs à l'Offre, principalement le projet de note d'information relative à l'OPR-RO présentée par Invest Securities et son rapport d'évaluation, le plan d'affaires établi par la Société (ci-après le « **Plan d'Affaires** ») et actualisé en juillet 2016, et les nouvelles publications financières de la Société (chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2016).

¹ Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014

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

Accords préalables à l'Offre

Orolia et Financière Orolia nous ont confirmé qu'il n'existait pas d'accords connexes à la présente Offre entre ces différentes entités, le management d'Orolia ou des actionnaires minoritaires, autres que ceux présentés dans le rapport d'expertise d'Associés en Finance de juin 2016, et rappelés en annexe A du présent document².

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

Présentation d'Orolia

S'agissant ici de l'actualisation du précédent rapport d'expertise réalisé au titre de l'OPAS, la section 0 synthétise ci-après les principales caractéristiques de la Société en termes d'actionnariat, d'activité et d'évolution financière³. Les points marquants caractérisant Orolia et mis en exergue dans le rapport d'expertise de juin 2016 étaient les suivants :

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

² Cf. également la note d'information conjointe

³ Cf. la section II du rapport d'expertise de juin 2016 pour plus de détails sur ces différents points

Actionnariat

Actionnariat d'Orolia au dépôt de l'Offre

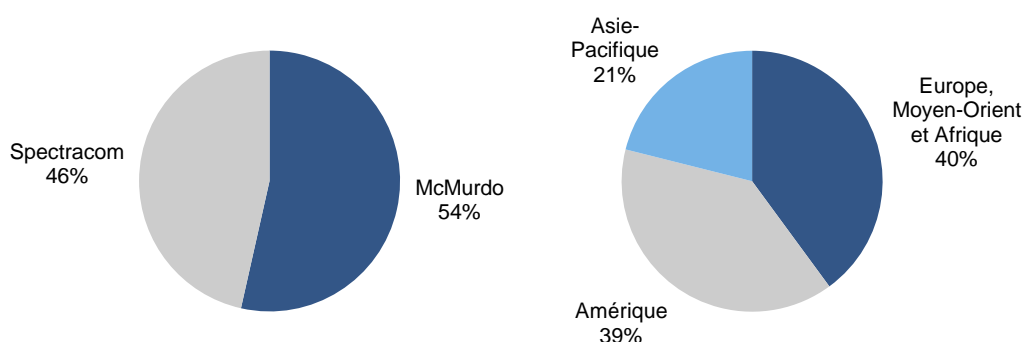
Actionnaires	Capital		Droits de vote	
	Nombre d'actions	%	Nombre d'actions	%
Financière Orolia	3 553 848	95,2%	3 553 848	95,2%
Autocontrôle	4 590	0,1%	4 590	0,1%
Flottant	173 979	4,7%	173 979	4,7%
Total	3 732 417	100,0%	3 732 417	100,0%

Source : Société

Activités

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

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



Source : Société

McMurdo (anciennement *Positioning, Tracking & Monitoring*)

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

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

Spectracom (anciennement *Timing, Test & Measurement*)

La division Spectracom couvre trois grandes fonctions liées à la fiabilisation des services de positionnement, navigation et timing offerts par GNSS⁴ : timing de haute précision (horloges atomiques et à quartz de très haute performance), test, simulation, management des signaux GNSS (générateurs de signaux, lutte contre le brouillage ou le leurrage, localisation dans les environnements où les signaux sont

⁴ GNSS (*Global Navigation Satellite Systems*) : systèmes de géolocalisation par satellites.

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

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

Une croissance externe soutenue

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

Analyse financière et stratégique

Analyse du compte de résultat

Compte de résultat d'Orolia

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

Sources : Société, Associés en Finance

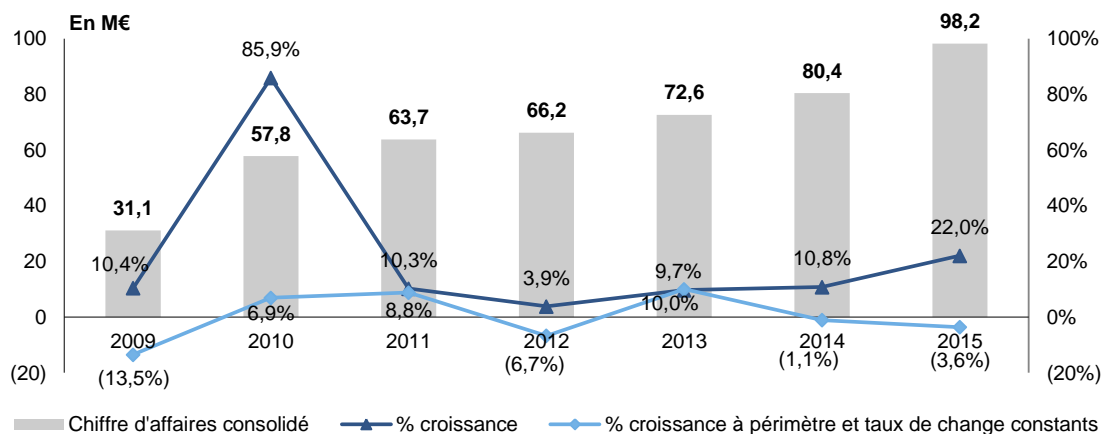
(1) Autres produits opérationnels courants retraités des reprises de provisions et transferts de charges dans les comptes en normes françaises

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

La croissance d'Orolia⁵ entre 2009 et 2015 a été essentiellement portée par la croissance externe soutenue menée par la Société, la croissance organique à périmètre et taux de change constant ne ressortant qu'à 2,2% par an en moyenne, avec une forte volatilité. Elle est soumise à l'environnement macro-économique global, aux programmes gouvernementaux, aux marchés des balises maritimes et pour l'aviation, ainsi qu'à l'évolution des taux de change, qui impacte également les marges.

⁵ Les normes IFRS ont eu peu d'impact sur la comptabilisation du chiffre d'affaires

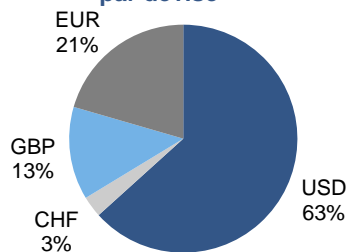
Croissance du chiffre d'affaires d'Orolia



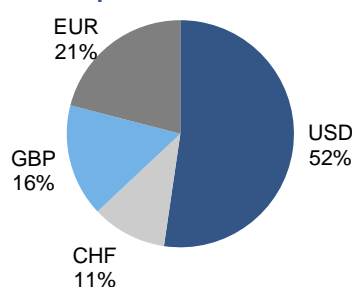
Sources : Société, Associés en Finance

Exposition d'Orolia aux taux de change en 2015

Répartition du chiffre d'affaires 2015 par devise



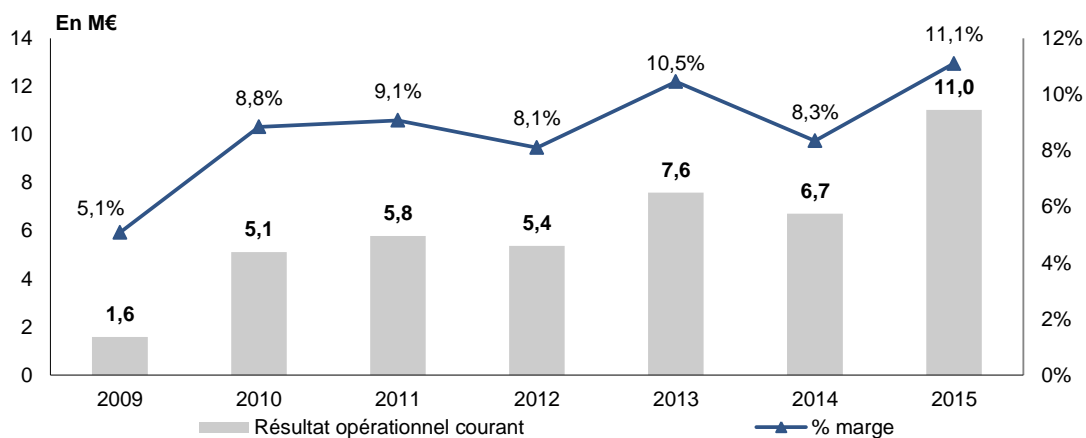
Répartition des charges d'exploitation 2015 par devise



Source : Société

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

Evolution du résultat opérationnel courant et des marges



Sources : Société, Associés en Finance

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

la compétitivité et l'emploi). Elle immobilise et amortit une partie de ses dépenses de R&D⁶, le solde étant comptabilisé en charge. Ces éléments comptables spécifiques influent sur la comparabilité avec d'autres sociétés (cf. sections 0 et 0).

Analyse de la structure du bilan

Bilan d'Orolia⁷

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

Sources : Société, Associés en Finance

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

⁶ R&D dite « activée »

⁷ Depuis le passage aux normes IFRS, les impôts différés actifs et passifs ont été reclassés chacun dans un poste à part entière à l'actif et au passif du bilan. Précédemment, dans les comptes en normes françaises, les impôts différés actifs étaient comptabilisés dans le poste « Autre créances » à l'actif circulant et les impôts différés passifs dans le poste « Provisions » au passif.

Bilan économique d'Orolia

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

Sources : Société, Associés en Finance

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

Tableau de flux de trésorerie simplifié d'Orolia

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

Sources : Société, Associés en Finance

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

Perspectives 2016

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

Synthèse sur les forces et faiblesses d'Orolia

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

Forces / opportunités :

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

Faiblesses / menaces

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

Mise à jour de l'évaluation d'Orolia

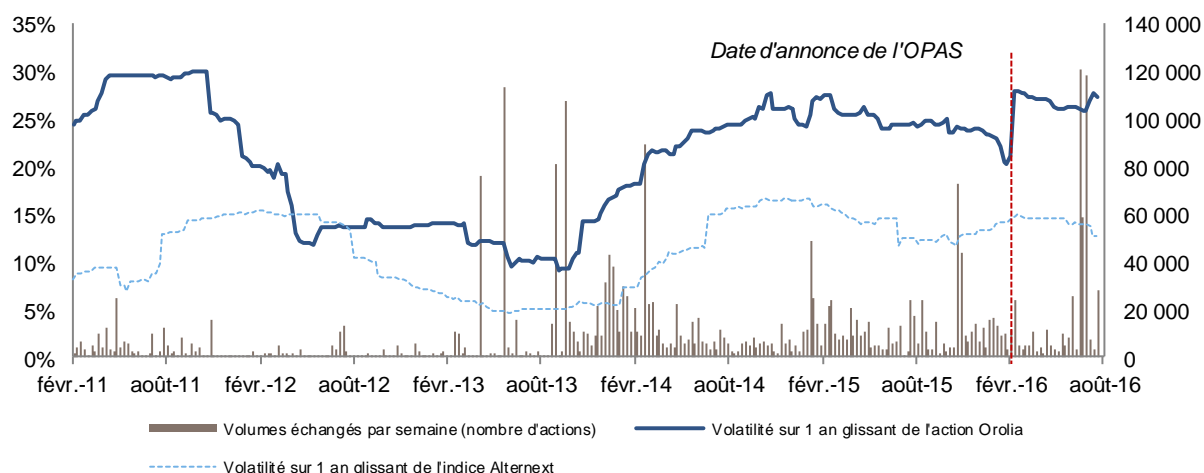
Analyse du cours de bourse et primes extériorisées par l'Offre

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

Volatilité et liquidité du titre

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

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



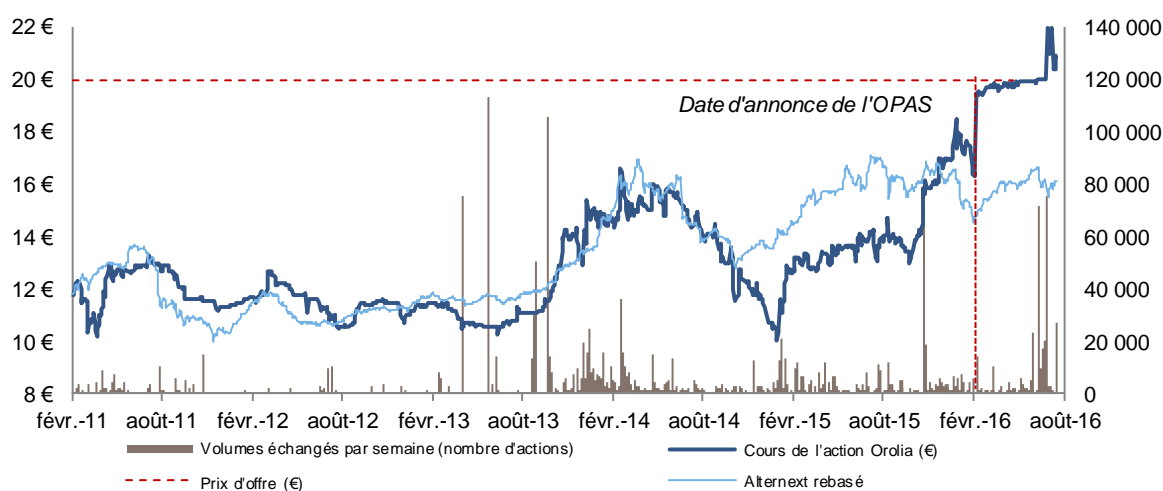
Sources : Bloomberg, Associés en Finance

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

En moyenne sur les six mois précédant le 11 février 2016⁸, 2 599 titres ont été échangés par jour de négociation (2 093 titres échangés par jour sur la période de trois mois avant le 11 février 2016). Les volumes cumulés durant cette période de six mois ont été de 330 075 actions, soit 8,79% du capital et 67,15% du flottant. Les échanges moyens se sont élevés à 35,5 k€ par jour sur la période de trois mois arrêtée au 11 février 2016, et à 40,5 K€ par jour, sur la période de six mois précédant cette même date.

Evolution du cours

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



Sources : Bloomberg, Associés en Finance

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

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

⁸ Pour ne pas biaiser les calculs, ceux-ci portent sur la période post réalisation de l'OPRA en 2015 et pré-annonce de l'OPAS le 11 février 2016.

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

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

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

Evolution du cours après l'annonce de l'OPAS

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

Il l'a dépassé de peu et très occasionnellement pendant l'OPAS (20,05 € à la clôture le 22 juin 2016 correspondant à 2 transactions et 339 titres échangés⁹, et 20,01 € le 27 juin pour 4 transactions et 339 titres échangés). Sur l'ensemble de la période entre l'annonce de l'entrée d'Eurazeo PME et la fin de l'OPAS, le cours moyen pondéré du titre est légèrement inférieur au prix d'Offre (cf. tableau ci-dessous).

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

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

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

Primes extériorisées par le prix d'Offre

Au 11 février 2016¹⁰, l'action Orolia a clôturé à 16,35 €. Le cours moyen pondéré par action s'établit à 17,31 €, 16,96 € et 15,57 € respectivement sur 1, 3 et 6 mois au 11 février 2016.

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

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

⁹ Source Bloomberg

¹⁰ Le projet d'OPAS a été annoncé le 11 février 2016, post Bourse.

Primes extériorisées par le prix d'Offre

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

Sources : Bloomberg, Associés en Finance

Les méthodes écartées

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

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

Les méthodes retenues

Paramètres utilisés dans la valorisation

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

Certaines méthodes de valorisation utilisées dans le cadre de ce rapport permettent de déterminer une valeur d'entreprise d'Orolia. La part de cette valeur qui peut être considérée comme revenant aux actionnaires de la Société est estimée en déduisant de la valeur d'entreprise (i) l'ensemble des dettes financières nettes de la trésorerie et des valeurs mobilières de placement, (ii) la valeur des intérêts minoritaires dans certaines filiales du groupe consolidées globalement, calculée à partir du poids des intérêts minoritaires dans les fonds propres comptables (2,1%), (iii) les provisions inscrites au bilan dont le décaissement futur est considéré comme raisonnablement certain¹¹ et qui n'ont pas été prises en compte dans le calcul des flux de trésorerie, (iv) les pertes fiscales reportables activées dans les comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2015, (v) l'impact des opérations consécutives à la mise en œuvre des accords

¹¹ Il s'agit des provisions pour engagements sociaux (après IS) de 3,4 M€, provisions pour garanties clients de 2,9 M€, provisions pour litiges de 1,0 M€, provisions pour restructurations de 0,2 M€ et autres provisions de 0,4 M€.

liés à l'OPAS¹², enfin, (vi) le produit théorique de l'exercice des instruments dilutifs sur une base totalement diluée (BSA détenus par Financière Orolia). Les montants retenus sont les suivants :

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

Au 31-déc.15 (en k€)

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

Sources : Société, Associés en Finance

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions Orolia utilisé pour l'appréciation du prix de l'Offre est calculé en hypothèse de dilution totale, c'est-à-dire en considérant l'ensemble des instruments donnant accès au capital, exerçables à la date du présent rapport (c'est-à-dire « dans la monnaie »). Il correspond au nombre d'actions actuellement en circulation tel que communiqué par la société au 22 juillet 2016 (3 732 417) diminué du nombre d'actions auto-détenues (4 590¹³), et du nombre d'actions potentielles relatives aux bons de souscription d'actions qui ont été apportés ou cédés à Financière Orolia (267 500 actions potentielles liées aux BSA 1 à 4, et 325 714 actions potentielles liées aux OBSAB). Par rapport aux travaux réalisés dans le cadre de l'OPAS, les différences proviennent de la suppression des actions liées à l'exercice des *stock-options*, qui n'ont plus lieu d'être¹⁴. Le nombre d'actions retenu dans nos calculs s'élève ainsi à 4 321 041 actions sur une base totalement diluée.

Méthode de valorisation intrinsèque : DCF to firm

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

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

¹² Annulation des *stock-options* moyennant une indemnisation correspondant à la différence entre le prix de 20€ par action et leur prix d'exercice, et accord avec le dirigeant de Boatracs pour remplacer son accord d'intéressement en actions par une indemnisation correspondant au même prix de 20€ par action Orolia.

¹³ Après annulation de 22 500 actions d'autocontrôle en juillet 2016.

¹⁴ Leurs détenteurs ont renoncé à ces *stock-options* moyennant indemnisation à hauteur de la différence entre le prix d'Offre et le prix d'exercice de ces options. L'impact en trésorerie a été intégré dans les éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres.

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

Dans le cas d'Orolia, le plan d'affaires communiqué par la Société ne comporte pas de prévisions relatives aux éléments de bilan. Par ailleurs, le modèle de « *DCF to firm* » est plus adapté à la valorisation des petites sociétés¹⁵. En conséquence, et comme dans le rapport d'expertise de juin dernier, nous avons utilisé une méthode de valorisation « *DCF to firm* » exclusivement.

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

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

Budget 2016 et plan d'affaires

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

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

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

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

Taux d'actualisation des flux prévisionnels

Dans le modèle « *DCF to firm* » d'Associés en Finance (*cf. méthodologie en annexe*), le risque estimé pour une société est mesuré par la prise en compte de trois éléments : une note de risque de prévision (sur une échelle de risque croissante, entre 1 et 9), une note de risque financier, retenu à une note médiane de 3 dans le modèle « *DCF to firm* » et un risque sectoriel (bêta boursier de l'indice sectoriel). Par rapport aux travaux menés en juin dernier, ces éléments restent inchangés (risque de prévision retenu à 4¹⁶). Le risque sectoriel, en l'occurrence le bêta boursier du secteur « Aéronautique / Défense », afin de refléter la sensibilité d'Orolia à ce secteur d'activité, s'établit à fin juillet à 1,02, en recul par rapport à son niveau lors des travaux d'évaluation menés précédemment.

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

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

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

¹⁵ Le modèle de « *DCF to firm* » prend en compte en effet un effet de taille, basé sur la valeur d'entreprise, tandis que le modèle « *DCF to equity* » intègre un effet lié à la liquidité des titres en bourse, qui peut être extrêmement différent d'une société à l'autre. Cet effet est moins marqué dans le modèle « *DCF to firm* ».

¹⁶ Rappelons que cette note de risque de prévision résulte de l'analyse des forces et faiblesses de la Société déjà détaillée. Son avantage technologique est solide, le plan d'affaires ne prend pas en compte la croissance externe potentielle et le groupe est protégé par des barrières à l'entrée élevées, même si ses marges sont sensibles à d'éventuels décalages de contrats publics et aux parités de change

Taux d'actualisation en hypothèse centrale

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

Source : Associés en Finance

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

Résultat de la valorisation intrinsèque

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

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

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

Source : Associés en Finance

Analyse de sensibilité des résultats obtenus

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

Sensibilité au taux d'actualisation

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

Le tableau suivant synthétise la valeur de la Société obtenue en fonction du taux d'actualisation utilisé. La fourchette de sensibilité au taux d'actualisation correspond à la prise en compte des données de marché à fin juillet 2016, aux primes de marché les plus élevées constatées depuis la mise en œuvre du « quantitative easing » de la BCE fin janvier 2015, et enfin aux primes de marché les plus basses sur la même période¹⁷.

¹⁷ Le taux le plus bas depuis fin janvier 2015 est en fait atteint pour Orolia à fin juillet 2016

Sensibilité de la valorisation par DCF au taux d'actualisation

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

Source : Associés en Finance

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

Sensibilité au niveau de marge prévu à long terme

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

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

Sensibilité de la valorisation par DCF aux hypothèses de marges

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

Source : Associés en Finance

Sensibilité au niveau de croissance prévu à long terme

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

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

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

Source : Associés en Finance

Transactions récentes portant sur le capital de la Société

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

Offre publique de rachat d'actions en 2015

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

A ce prix de 15 €, les actionnaires d'Orolia ont souhaité apporter 1 190 744 actions à cette OPRA, soit 28,1% du capital social d'Orolia et plus du double du nombre de titres maximum visé par l'OPRA. Après réduction proportionnelle, le nombre de titres rachetés (500 000 actions) représentait 11,8% du capital d'Orolia, soit un montant total de 7,5 M€.

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

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

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

Acquisitions de titres Orolia par Financière Orolia

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

Source : note d'information conjointe

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

Méthode analogique des multiples boursiers (à titre indicatif)

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

Comme en juin dernier, nous avons retenu les multiples d'EBITDA retraité de la R&D activée¹⁸ comme multiples pertinents (cf. section III.3.e. du rapport d'expertise de juin 2016). De même, nous retenons les multiples médians moins influencés par les valeurs extrêmes que les multiples moyens. Lors de nos travaux dans le cadre de l'OPAS, nous avons retenu uniquement l'agrégat prévisionnel pour l'exercice 2016 uniquement, compte tenu du caractère ambitieux du plan d'affaires sur les horizons plus lointains, impliquant un risque d'exécution. Le décalage de contrats sur la division McMurdo fera de l'exercice 2016 une année tirée vers le bas pour Orolia. En conséquence, nous avons ici retenu également l'exercice 2017, afin de refléter les résultats d'une année plus normative.

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

Multiples boursiers de l'échantillon de comparables boursiers

¹⁸ Les EBITDA des comparables Hexagon et Ultra Electronics ont été retraités de la R&D activée. Les autres comparables comptabilisant la totalité de leurs frais de R&D en charges d'exploitation sans immobiliser au bilan la R&D, aucun retraitement n'a été effectué. Les agrégats financiers prévisionnels des sociétés de notre échantillon sont issus de prévisions de consensus d'analystes financiers (source : Capital IQ).

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

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

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

Application des multiples aux agrégats d'Orolia :

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

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

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

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

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

Résultats de la méthode des comparables boursiers

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

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

Note : capitalisations boursières moyennes des comparables boursiers sur 1 mois et 3 mois au 26-juil.-16

Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

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

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

Echantillon de transactions comparables

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

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

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

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

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

Application des multiples aux agrégats d'Orolia :

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

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

Analyse des travaux du conseil de l'initiateur

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

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

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

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

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

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

dette nette ajustée différents, n'impacte pas significativement les résultats obtenus en valeur par action.¹⁹

Méthode DCF

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

Invest Securities utilise une méthode indirecte de détermination du coût du capital, par pondération entre le coût des fonds propres et le coût de la dette²⁰, tandis qu'Associés en Finance utilise une méthode directe d'estimation du coût du capital, par son modèle Trival® qui détermine ce paramètre en fonction des conditions de marché, et des risques et tailles spécifiques de la société considérée. Malgré cette différence méthodologique, les deux méthodes aboutissent à un coût du capital proche, soit 8,92% pour Invest Securities et 8,73% pour Associés en Finance²¹.

Par cette méthode, Invest Securities aboutit à une valorisation par action de 18,3 €, contre 19,8 € pour la valorisation présentée par Associés en Finance²². Lors des travaux menés dans le cadre de l'OPAS, les valeurs obtenues par Invest Securities et Associés en Finance étaient identiques. Les hypothèses un peu plus volontaristes d'Associés en Finance au niveau des flux de trésorerie (via la croissance, la marge d'EBITDA et le BFR en particulier) étaient compensées par un taux d'actualisation un peu supérieur. A fin juillet 2016, le taux d'actualisation utilisé par Associés en Finance est devenu inférieur à celui utilisé par Invest Securities : il a baissé, alors que celui utilisé par Invest Securities est resté pratiquement stable. Ceci s'explique par la prise en compte du facteur taille dans le taux d'actualisation utilisé par Associés en Finance, qui mesure une baisse de la prime de taille au travers de son modèle Trival®.

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

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

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

Transactions récentes sur le capital

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

Méthode des comparables boursiers

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

²⁰ Pour la détermination du coût des fonds propres, Invest Securities retient le taux de l'OAT dix ans calculé en moyenne sur trois mois (0,39%) et la prime de risque de marché moyenne sur trois mois (6,50%) communiquée par FactSet. A ce taux est ajoutée une prime spécifique de 4,0% reflétant la taille de la société et son flottant, obtenue par le milieu de fourchette des primes de risque spécifiques utilisées dans le cadre d'offres publiques en France depuis 2014. Le coût de la dette est retenu à 4,5% avant impôt, avec un levier financier de 25%.

²¹ Ces taux sont cohérents avec le taux utilisé par Orolia pour les tests de dépréciation d'actifs à fin 2015, 9,3%.

²² Les flux utilisés par Associés en Finance sont en moyenne plus élevés que ceux retenus par Invest Securities.

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

Invest Securities retient les multiples de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA retraitée de la R&D activée, tout comme Associés en Finance, à la différence que Invest Securities retient les multiples 2015 et 2016, tandis que Associés en Finance ne retient que les éléments prospectifs, mieux à même de cerner le potentiel de création de valeur, soit les multiples 2016 et 2017.

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

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

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

Méthode des transactions comparables :

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

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

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

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

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

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

Synthèse des valorisations obtenues par les différentes méthodes

	Méthode	Détails	Valeur par action (en €)	Prime / (Décote) induite
Méthodes retenues	Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels	DCF to Firm	19,8 € (dans une fourchette de 16,4 € à 210 €)	1%
	Transactions récentes sur le capital	Offre publique de rachat d'actions en 2015	15,0 €	33%
		Accord d'achats de titres préalablement à l'OPAS	20,0 €	-
		OPAS	20,0 €	-
		Acquisition de titres par Financière Orolia en juillet 2016	20,0 €	-
	Examen du cours de bourse au 11 février 2016	Cours de clôture avant l'annonce de l'Offre	16,4 €	22%
Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois		17,3 €	16%	
Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois		17,0 €	18%	
Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois		15,6 €	28%	
Examen du cours de bourse de l'annonce aux résultats de l'OPAS	Cours moyen pondéré par les volumes	19,8 €	1%	
Examen du cours de bourse après les résultats de l'OPAS	Cours moyen pondéré par les volumes	21,0 €	(5%)	
A titre indicatif	Méthode des comparables boursiers	VE / EBITDA-R&D 2016E/2017E moy. 1 mois ⁽¹⁾	23,7 €	(15%)
		VE / EBITDA-R&D 2016E/2017E moy. 3 mois ⁽¹⁾	22,9 €	(13%)
		VE / EBITDA-R&D 2016E/2017E moy. 1 mois avec décote ⁽¹⁾⁽²⁾	18,0 €	11%
		VE / EBITDA-R&D 2016E/2017E moy. 3 mois avec décote ⁽¹⁾⁽²⁾	17,4 €	15%
Méthode des transactions comparables	VE / EBITDA-R&D historique	24,1 €	(17%)	

Source : Associés en Finance

(1) Multiples boursiers calculés sur la base des capitalisations boursières moyennes des comparables sur 1 mois et 3 mois au 29-juil.-16

(2) Application d'une décote normative de 20% afin de tenir compte de la différence de taille entre Orolia et l'échantillon de comparables boursiers

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

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

2016 n'a pas remis en cause le plan d'affaires dans son ensemble, qui prévoit des niveaux d'activité élevés en 2017 et 2018.

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

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

Philippe Leroy

Président

Catherine Meyer

Associée

Annexes

Annexe A : Accords préalables à l'Offre

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

Associés en Finance avait étudié dans le cadre de l'OPAS les accords connexes à l'opération et en rappelle ci-dessous les conditions, en reprenant le texte originel du rapport d'équité de juin 2016²³ :

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

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

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

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

Les accords signés prévoient l'accélération des conditions d'exercabilité des bons de souscription d'actions et des stock-options, de sorte qu'ils soient exerçables au moment de l'Offre. Il est prévu que les bons de souscription d'actions soient rachetés par l'Initiateur au prix de 20 € par action dont est déduit leur prix d'exercice. Les porteurs de stock-options ont individuellement signé des accords de renonciation à leurs stock-options en échange du paiement d'une indemnité en numéraire égale à la valeur des actions ordinaires obtenue par exercice de leurs options dont est déduit le prix d'exercice²⁴. Enfin, le dirigeant de Boatracs avait signé un accord d'intéressement à l'occasion de l'acquisition de cette société en 2012, qui prévoyait que des actions Orolia puissent lui être attribuées. Un nouvel accord a été signé avec ce dirigeant selon lequel il renonce à l'attribution d'actions Orolia en contrepartie d'une indemnisation en numéraire sur la base d'un prix de 20 € par action Orolia.

Accords liés à la constitution de Financière Orolia

Nous nous sommes assurés que la rémunération au sein de Financière Orolia des apports en actions Orolia et en bons de souscription en actions Orolia a bien été mise en œuvre sur la base des principes indiqués ci-dessus et que la valeur retenue pour les apports n'est pas supérieure à celle résultant de la valeur par transparence des actions Orolia au prix d'Offre, L'ensemble des cessions de titres Orolia et d'apports de titres Orolia à Financière Orolia²⁵ a bien été réalisé sur la base d'un prix de référence des actions Orolia apportées de 20 €, identique au prix d'Offre. De même, les bons de souscription en actions Orolia apportés à Financière Orolia ont été rémunérés sur la base d'une valeur égale au prix de 20 € dont est déduit leur prix d'exercice.

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

²³ Le texte ci-dessous en italique reprend le texte de la section « Accords préalables à l'Offre » du rapport d'équité de juin 2016. A ce titre, lorsqu'il est fait mention dans ce texte de « l'Offre », il s'agit de l'OPAS.

²⁴ Cette indemnisation en numéraire est soumise à contributions sociales et impôt

²⁵ *Trois traités d'apport ont été mis en œuvre : le premier concerne les actions ordinaires apportées par Calabasas (Laurent Asscher), le deuxième concerne les actions ordinaires et les BSA apportés par Jean-Yves Courtois, la famille Courtois et Irwin Rodrigues, le troisième concerne l'apport par Jean-Yves Courtois et sa famille des actions de la société Lattice (cette société détenant des bons de souscription en actions Orolia et du cash, la valeur de ces actions Lattice apportées correspond par transparence à un prix de 20 € par action Orolia). L'ensemble de ces apports ont fait l'objet d'une évaluation par un commissaire aux apports.*

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

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

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

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

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

Les actions de préférence A confèrent à leurs détenteurs un droit de vote et un droit à un dividende précipitaire et cumulatif annuel égal à 10% de la valeur de souscription²⁶. Le versement du dividende précipitaire pour un exercice fiscal donné n'est pas garanti, son versement demeurant subordonné à l'existence d'un résultat distribuable suffisant. En l'absence de paiement pour un exercice donné, le dividende précipitaire non payé serait reporté sur les exercices ultérieurs. Il convient de souligner que le droit à dividende précipitaire exclut le droit à tout autre dividende²⁷ et que ces actions de préférence A ne donnent pas droit à une valeur future garantie.

Les actions de préférence B disposent des mêmes droits financiers que les actions ordinaires mais sont privées de droit de vote, pour autant qu'elles représentent moins de de la moitié du capital social. Les actions de préférence B souscrites par Eurazéo PME et Calabasas (Laurent Asscher) ont vocation à être cédées à terme à des salariés ou mandataires de Financière Orolia²⁸.

Il convient de noter que les titres Financière Orolia ne sont pas disponibles pour leurs détenteurs car ils sont soumis à engagement de conservation d'une durée minimale de cinq ans (dix ans pour certains détenteurs). Les différents pactes et accords conclus entre les associés de Financière Orolia ne prévoient aucune stipulation relative à un prix de sortie garanti pour les parties auxdits accords. En outre, il n'existe pas de clause qui permettrait aux dirigeants d'Orolia réinvestissant dans Financière Orolia de bénéficier d'une option de vente de leurs actions Financière Orolia selon une formule prédéterminée de calcul de prix, sauf en cas de décès ou d'invalidité^{29,30}.

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

D'un point de vue financier, l'acquisition des actions et BSA Orolia est financée par les fonds propres de l'Initiateur. Les fonds propres de Financière Orolia au 13 mai 2016, de 83 M€³¹, sont composées à hauteur de 38,71 M€ des apports décrits précédemment, et à hauteur de 44,29 M€ d'augmentations de capital souscrites par les FCPI d'Eurazéo PME. Ces augmentations de capital ont pour objet de financer l'acquisition des actions et BSA Orolia (pour 30,4 M€) et le paiement à Orolia du prix d'exercice des différents BSA convertis (soit 7,4 M€). En définitive, la valeur des différentes actions émises par Financière Orolia, soit un montant de 83 M€, correspond à la contre-valeur des actions Orolia détenues (3 825 621 actions valorisées à 20 €, soit 76,5 M€) et du cash résiduel (6,5 M€). Du point de vue des actionnaires de Financière Orolia, tous, à l'exception d'Eurazéo PME, sont devenus actionnaires par leurs apports d'actions ou de BSA Orolia. Nous nous sommes assurés que leur quote-part respective du capital social de Financière Orolia correspondait bien à la valeur des titres ou BSA Orolia apportés par chacun d'eux.

²⁶ Valeur nominale plus prime d'émission des actions de préférence A, soit 1,10 €

²⁷ Autrement dit, si le dividende de l'action ordinaire était supérieur au dividende précipitaire, les porteurs d'actions de préférence A n'en bénéficieraient pas.

²⁸ La cession de ces actions de préférence B se ferait selon les conditions suivantes : si la cession intervient moins de six mois après la signature des accords du 13 mai 2016, le prix de cession sera égal au prix de souscription de ces actions (qui correspond par transparence au prix d'Offre). Au-delà de six mois, le prix de cession sera le montant le plus élevé entre la valeur de marché calculée sur la base d'une formule basée sur l'EBITDA et la dette financière nette de Financière Orolia et le prix de souscription des actions de préférence B augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé. Cette cession serait réalisée par Eurazéo PME et Calabasas à due proportion de leur quote-part de détention des actions de préférence B. La cession de ces actions ne fait pas l'objet d'engagement préalable (option d'achat ou option de vente) et serait décidée par le Conseil de Surveillance. Cette cession potentielle ne constitue donc pas un avantage particulier ni pour Laurent Asscher, ni pour les éventuels acquéreurs futurs qui seraient apporteurs de leurs titres ou BSA Orolia dans le cadre des accords actuels.

²⁹ Le prix de cession en cas de décès ou d'invalidité est fonction de l'EBITDA retraité des douze derniers mois et de la dette nette de Financière Orolia. Cette formule prédéterminée de prix de cession ne s'applique pas actuellement compte tenu des conditions d'inaliénabilité des titres Financière Orolia et de l'absence de cas où les détenteurs des titres Financière Orolia pourraient bénéficier d'une option de vente à leur main (dans la mesure où ils n'en bénéficieraient qu'en cas de décès ou d'invalidité). A titre d'information, l'application de la formule à la situation contemporaine de l'offre ne donnerait pas une valorisation supérieure au prix d'Offre.

³⁰ Il existe une option d'achat au bénéfice d'Eurazéo PME qui peut être exercée dans le cas où, à l'issue de la période d'engagement de conservation, M. Laurent Asscher ne détiendrait plus le contrôle direct ou indirect de Calabasas. L'option, sur l'exercice de laquelle M. Laurent Asscher n'aurait pas la main, serait exercée à prix de marché, déterminé en fonction de la formule fonction de l'EBITDA retraité et de la dette mentionnée précédemment. Les parties ont convenu que, dans le cadre de cette option d'achat, le prix par titre Financière Orolia ne saurait être inférieur, par transparence, au prix de l'Offre, sauf en cas de détérioration significative de la situation du groupe Orolia ou de désaccord sur le prix. Dans cette hypothèse, le prix d'exercice de l'option serait déterminé par un expert indépendant. L'existence de cette option d'achat exerçable sur seule décision d'Eurazéo PME à laquelle M. Laurent Asscher serait soumis ne constitue ni un complément de prix ni un avantage particulier pour M. Asscher.

³¹ 75 454 547 actions (Actions ordinaires, actions de préférence A et B) à une valeur de souscription de 1,1 € par action

Dans le souci d'intéresser les dirigeants actuels ou futurs à la bonne marche de la Société, il est prévu que des actions gratuites puissent être émises au profit de mandataires sociaux de Financière Orolia ou de personnel salarié, sous forme d'actions ordinaires (pour un maximum de 0,6% du capital de Financière Orolia au 13 mai 2016) et d'actions de préférence B (pour un maximum d'environ 3% du capital de Financière Orolia au 13 mai 2016). L'attribution de ces actions gratuites serait conditionnée à un investissement en capital préalable de leurs bénéficiaires, et à une acquisition définitive au bout d'une période minimum d'un an après leur attribution (condition de présence). L'attribution de ces actions ne permettrait pas à leurs détenteurs de bénéficier d'un prix de cession garanti sur leur investissement. Ces actions gratuites seraient par ailleurs majoritairement constituées de titres privés de droits de vote (actions de préférence B) et soumises aux engagements de conservation déjà décrits. Ces actions gratuites (dont les modalités de mise en œuvre n'ont pas été fixées par le Conseil de Surveillance de Financière Orolia et auquel M. Asscher, principal actionnaire de Financière Orolia (à part Eurazeo PME) et ancien actionnaire d'Orolia, n'est pas éligible), pourrait à l'avenir être attribuées à certains apporteurs de titres dans Financière Orolia en leur qualité de salariés ou dirigeants de Financière Orolia ou de ses filiales, dont Orolia S.A. Pour autant, ce plan d'actions gratuites qui vise à assurer l'implication des managers dans la bonne marché de la Société, s'inscrit dans la pratique habituelle des plans d'intéressement de managers dans des sociétés cotées ou non, et en particulier dans la pratique qui préexistait au sein d'Orolia avant la présente Offre³². Ces différents éléments (plan d'intéressement habituel dans les sociétés, et en particulier au sein d'Orolia, pour favoriser l'implication des managers, absence de prix de cession garanti, engagements de conservation, et plan destiné potentiellement à l'ensemble des dirigeants qu'ils aient été parties aux transactions actuelles ou non), nous permettent de conclure que ce plan n'est pas assimilable à un complément de prix au profit des dirigeants actuels d'Orolia.

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

³² A fin 2014, le plan d'intéressement des managers d'Orolia par le biais de stock options représentait 3,8% du capital social de la Société, et à fin 2015 3,4%.

Annexe B : Présentation de l'expert

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

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

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

Annexe C : Détails sur la mission

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

Orolia

- Jean-Yves Courtois – Président Directeur Général
- Christophe François – Directeur Financier

Eurazeo PME, actionnaire de référence de l'Initiateur

- Mathieu Betrancourt – *Investment Director*
- Erwann Le Ligné - Directeur Associé

Conseils juridiques

- Maître Renaud Bonnet, Jones Day
- Maître Alexandre Wibaux, Jones Day
- Maître Florent Le Prado, Jones Day
- Maître Alexis Dargent, Dargent Avocats

Invest Securities, établissement présentateur de l'Offre

- Gwenaël Le Berre – Associé
- Maxime Dubreuil – Responsable recherche marchés secondaires
- Khalil Ben Fredj – Chargé d'Affaires

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

Rapports annuels de la Société depuis 2010 et documents financiers
 Informations fournies par la Société et son management, notamment le Plan d'Affaires et le Budget 2016 actualisés à la suite de la publication du chiffre d'affaires semestriel le 27 juillet 2016
 Documents déposés à l'occasion de l'offre publique de rachat d'actions en 2015
 Document « Principaux termes et conditions des accords entre investisseurs et management du groupe Orolia du 10 février 2016 »
 Protocole d'investissement du 11 février 2016
 Contrat de Cession et d'Apport du 11 février 2016
 Second amendement au plan de bonus des salariés de Boatracs, Inc. du 15 avril 2016
 Lettres individuelles de renonciation signées par l'ensemble des porteurs de *stock-options* avant l'OPAS
 Accords entre détenteurs de titres et managers (Jean-Yves Courtois et Irwin Rodrigues respectivement) de Financière Orolia du 13 mai 2016
 Procès-verbal du Conseil d'Administration du 13 mai 2016
 Pactes d'Associés du 13 mai 2016
 Amendement au Contrat de Cession et d'Apport du 13 mai 2016
 Note d'information relative à l'OPAS présentée par Invest Securities
 Note en réponse relative à l'OPAS
 Tableau de débouclage des plans de stock-options par porteur avant l'Offre
 Procès-verbal du Conseil d'Administration du 27 juillet 2016
 Projet de Note d'Information conjointe relative à l'OPR-RO présentée par Invest Securities et rapport d'évaluation

Diligences effectuées

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

- prise de connaissance de l'Offre et de son contexte ;
- collecte des informations nécessaires à la réalisation de la Mission ;

analyse de l'activité de la Société et de son positionnement concurrentiel ;
étude de la documentation comptable, financière et juridique de la Société ;
mise en œuvre de l'approche intrinsèque et des approches analogiques ;
analyse des références d'évaluation ;
prise de connaissance et analyse du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur de l'Offre ;
rédaction du rapport d'expertise indépendante ;
revue indépendante du rapport et des travaux réalisés.

Calendrier de l'étude

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

Montant de la rémunération d'Associés en Finance



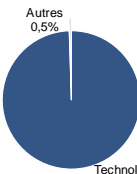
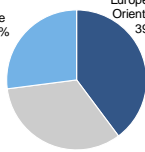


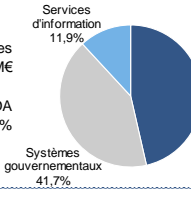
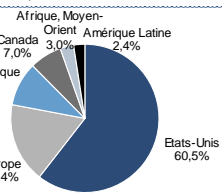


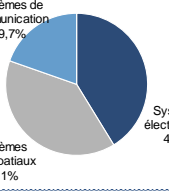
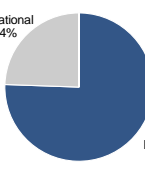


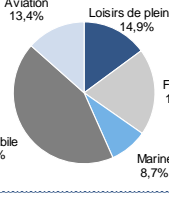
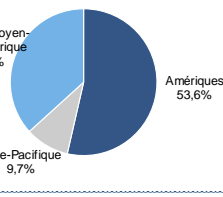


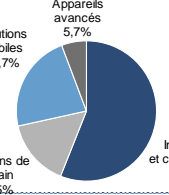
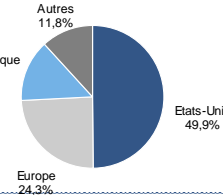


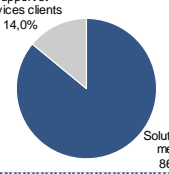
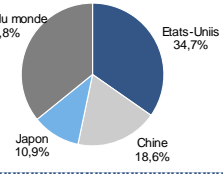


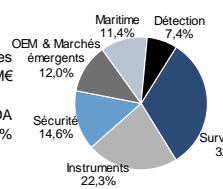
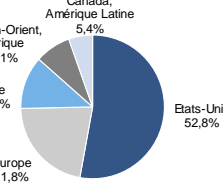
La rémunération d'Associés en Finance s'établit à 10 K€ hors taxes. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport et non conditionnée par les résultats de l'Offre.

Adhésion à des associations d'experts indépendants

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

Annexe D : Présentation de l'échantillon des sociétés comparables



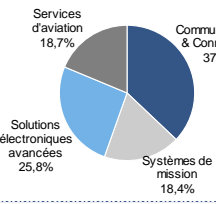
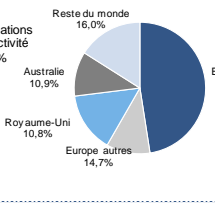


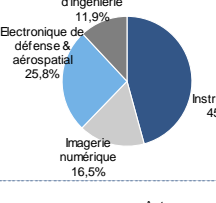
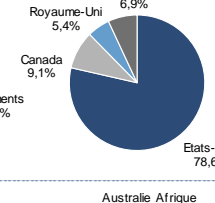


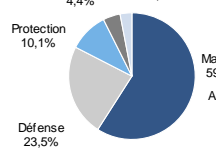
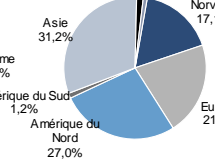


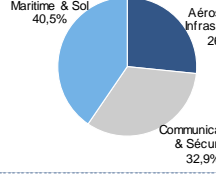
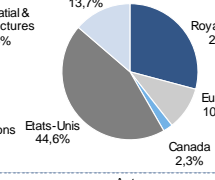


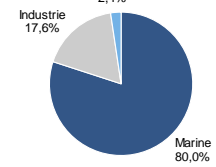
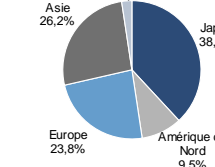
Présentation de l'échantillon des sociétés comparables

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	Fin. 2015R	CA 2015R par activité	CA 2015R par région
 HEXAGON		Technologies de mesure et de visualisation pour le géospatial et l'industrie	11 800 M€	Chiffre d'affaires 3 044 M€ Marge d'EBITDA 26,5%		
 Rockwell Collins		Systèmes avioniques et technologies d'information pour la défense et l'aérospatial	9 947 M€	Chiffre d'affaires 4 788 M€ Marge d'EBITDA 23,1%		
 L3 communications		Systèmes électroniques et de communications pour l'aérospatial et la défense	10 294 M€	Chiffre d'affaires 9 530 M€ Marge d'EBITDA 10,7%		
 GARMIN		Appareils portatifs de navigation par GPS pour l'automobile, l'aviation, la marine, les loisirs de plein air et le fitness	7 521 M€	Chiffre d'affaires 2 568 M€ Marge d'EBITDA 22,3%		
 Trimble		Technologies GPS permettant à des professionnels mobiles d'améliorer leur productivité	5 630 M€	Chiffre d'affaires 2 171 M€ Marge d'EBITDA 18,8%		
 KEYSIGHT TECHNOLOGIES		Equipements électroniques de test et de mesure pour les télécoms, l'aérospatial, la défense et les semi-conducteurs	4 494 M€	Chiffre d'affaires 2 617 M€ Marge d'EBITDA 20,3%		
 FLIR SYSTEMS		Systèmes d'imagerie thermique et caméras infrarouges pour les professionnels de la sécurité, la défense et loisirs de plein air (bateau, chasse, bricolage)	3 971 M€	Chiffre d'affaires 1 418 M€ Marge d'EBITDA 22,9%		

Sources : sociétés, Capital IQ

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

Présentation de l'échantillon des sociétés comparables (suite)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	Fin. 2015R	CA 2015R par activité	CA 2015R par région
		Systèmes avioniques et aérospatiaux pour la défense et le civil	3 224 M€	Chiffre d'affaires 2 476 M€ Marge d'EBITDA 20,1%	 <ul style="list-style-type: none"> Solutions électroniques avancées 25,8% Systèmes de mission 18,4% Communications & Connectivité 37,1% Services d'aviation 18,7% 	 <ul style="list-style-type: none"> Etats-Unis 47,5% Europe autres 14,7% Royaume-Uni 10,8% Australie 10,9% Reste du monde 16,0%
		Instruments et imagerie numérique pour l'industrie pétrolière, et électronique de défense et aérospatial	3 170 M€	Chiffre d'affaires 2 051 M€ Marge d'EBITDA 16,2%	 <ul style="list-style-type: none"> Imagerie numérique 16,5% Electronique de défense & aérospatial 25,8% Instruments 45,7% Systèmes d'ingénierie 11,9% 	 <ul style="list-style-type: none"> Etats-Unis 78,6% Canada 9,1% Royaume-Uni 5,4% Autres 6,9%
		Systèmes technologiques pour les industries maritimes, pétrolières et de la défense	1 515 M€	Chiffre d'affaires 1 807 M€ Marge d'EBITDA 8,6%	 <ul style="list-style-type: none"> Défense 23,5% Protection 10,1% Pétrole & Gaz 4,4% Autres 3,0% Maritime 59,1% 	 <ul style="list-style-type: none"> Europe 21,2% Asie 31,2% Amérique du Nord 27,0% Amérique du Sud 1,2% Norvège 17,1% Afrique 0,9% Australie 1,5% Reste du monde 13,7%
		Systèmes électroniques et logiciels pour la défense, l'aérospatial, la sécurité, le transport et l'énergie	1 425 M€	Chiffre d'affaires 868 M€ Marge d'EBITDA 16,2%	 <ul style="list-style-type: none"> Communications & Sécurité 32,9% Aérospatial & Infrastructures 26,6% Maritime & Sol 40,5% 	 <ul style="list-style-type: none"> Etats-Unis 44,6% Royaume-Uni 29,1% Europe 10,3% Canada 2,3% Reste du monde 13,7%
		Produits et systèmes électroniques pour la marine et l'industrie	144 M€	Chiffre d'affaires 775 M€ Marge d'EBITDA 6,1%	 <ul style="list-style-type: none"> Marine 80,0% Industrie 17,6% Autres 2,4% 	 <ul style="list-style-type: none"> Japon 38,1% Asie 26,2% Europe 23,8% Amérique du Nord 9,5% Autres 2,4%

Sources : sociétés, Capital IQ

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

Ratios opérationnels de l'échantillon de comparables boursiers

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

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

Note : données financières calendarisées au 31-déc. converties en millions d'euros

Annexe E : Présentation du modèle TRIVAL®

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

Trival®, modèle de coût des fonds propres

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices,

qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance et Détoyat Associés, représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Trival® plan Wacc, modèle de coût moyen du capital

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6. MISE A DISPOSITION DES DOCUMENTS RELATIFS A L'OFFRE

Le projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Orolia (www.orolia.com) et peuvent être obtenues sans frais aux sièges d'Orolia (2405 route des Dolines, Bâtiment Drakkar 2, Sophia-Antipolis, 06560 Valbonne), de Financière Orolia (2, rue de Thann 75017 Paris) et auprès d'Invest Securities (73, boulevard Haussmann 75008 Paris).

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

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.