

Olivier GRIVILLERS

Crowe HAF

85, rue Édouard Vaillant
92300 Levallois-Perret

Olivier SALUSTRO

Cabinet Olivier Salustro

40, Boulevard Malesherbes
75008 Paris

ECA

Société Anonyme au capital de 3.989.812,50 euros
262, rue des frères Lumière – ZI Toulon Est – 83130 LA GARDE
562 011 528 RCS TOULON

GROUPE GORGE

Société Anonyme au capital de 13.502.843 euros
19, rue du Quatre Septembre – 75002 PARIS
348 541 186 RCS PARIS

**Fusion absorption de la société ECA
par la société GROUPE GORGE**

Rapport des commissaires à la fusion sur la rémunération des apports

Assemblée Générale Extraordinaire d'ECA du 30 décembre 2020

Assemblée Générale Extraordinaire de GROUPE GORGE du 30 décembre 2020

**RAPPORT DES COMMISSAIRES A LA FUSION
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS EFFECTUÉS
PAR LA SOCIETE ECA
A LA SOCIETE GROUPE GORGE**

Assemblée Générale Extraordinaire d'ECA du 30 décembre 2020

Assemblée Générale Extraordinaire de GROUPE GORGE du 30 décembre 2020

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 28 juillet 2020 concernant la fusion par voie d'absorption de la société ECA (ci-après nommée la « Société Absorbée ») par la société Groupe Gorgé (ci-après la « Société Absorbante »), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L.236-10 du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion (ci-après « Traité de Fusion ») signé par les représentants des sociétés concernées en date du 6 novembre 2020.

Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange.

A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. Cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nous vous prions de prendre connaissance de nos constatations et conclusions présentées ci-après selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports,
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération,
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé,
4. Conclusion.

1 - PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 - CONTEXTE L'OPERATION

La fusion s'inscrit dans le cadre d'une unification et simplification de la structure du groupe.

La présente opération fait par ailleurs suite à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (« OPAS ») portant sur les actions d'ECA initiée par cette dernière dans le cadre de son programme de rachat d'actions, étant précisé que le projet d'OPAS a été déposé le 23 septembre 2020 et a obtenu le visa de l'AMF le 13 octobre 2020.

1.2 – PRESENTATION DES SOCIETES CONCERNEES ET LIENS ENTRE ELLES

1.2.1 - ECA (Société Absorbée)

ECA est une société anonyme à conseil d'administration de droit français dont le siège social est situé au 262, rue des frères Lumière – ZI Toulon Est – 83110 La Garde. Constituée le 4 juin 1946, ECA est immatriculée depuis le 12 juin 1992 au registre du commerce et des sociétés de Toulon sous le numéro 562.011.528.

Au 31 décembre 2019, le capital social d'ECA s'élevait à 4.428.956,50 euros, divisé en 8.857.913 actions de 0,50 euro chacune, toutes entièrement libérées.

Lors de sa séance en date du 21 septembre 2020, le conseil d'administration d'ECA a annulé 75.033 actions ordinaires. A l'issue de ces opérations, le capital de la société ECA était représenté par 8.782.880 actions ordinaires.

Lors de sa séance en date du 21 septembre 2020, le conseil d'administration d'ECA a approuvé les termes d'une OPAS réalisée dans le cadre de son programme de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 875.000 actions pour le prix unitaire de 28 euros. Le 4 novembre 2020, il a été constaté le rachat de 875.000 actions pour le prix global de 24.500.000 euros. Lors de sa séance en date du 4 novembre 2020, le conseil d'administration d'ECA a annulé 803.255 actions ordinaires acquises dans le cadre de l'OPAS sous la condition suspensive de leur règlement livraison.

En conséquence, à l'issue de ces opérations, le capital de la société ECA s'élève à 3.989.812,50€ divisé en 7.979.625 actions ordinaires, d'une valeur nominale de 0,50 euro chacune et entièrement libérées.

Les actions d'ECA sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0010099515.

ECA n'a pas émis de valeurs mobilières autres que les actions composant son capital social. ECA n'a attribué ni options de souscription ou d'achat, ni actions gratuites.

Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire (article 12 des statuts).

ECA a pour objet principal :

- L'étude, la fabrication, l'achat, la location et la vente de tous matériels à applications civiles et militaires, concernant l'aviation, l'automobile, la navigation, tous moyens de locomotion et de ceux entrant plus particulièrement dans le domaine de la mécanique de haute précision, des véhicules et engins sous-marins, du matériel spécialisé de structure électronique et informatique, de l'offshore, de la robotique, du nucléaire ainsi que les travaux d'étude et de recherche, les travaux à façon et les autres prestations qui s'y rapportent ;
- La création, l'acquisition, la location, la gestion et la vente de tous établissements industriels ou commerciaux nécessaires à l'activité sociale ;

- et plus généralement la prise de participation au capital de toutes sociétés existantes ou nouvelles et la gestion de ces participations, l'acquisition et la gestion de tout portefeuille de valeurs mobilières et autres titres de placement.

L'exercice social de la société commence le 1er janvier et se termine le 31 décembre de chaque année.

1.2.2 – Groupe Gorgé (Société Absorbante)

Groupe Gorgé est une société anonyme à conseil d'administration de droit français dont le siège social est situé au 19, rue du Quatre Septembre – 75002 Paris. Constituée le 1^{er} septembre 1988, Groupe Gorgé est immatriculée depuis le 3 novembre 1988 au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 348.541.186.

Le capital de la société Groupe Gorgé s'élève à 13.502.843 euros divisé en 13.502.843 actions ordinaires, d'une valeur nominale de 1 euro chacune et entièrement libérées.

Les actions de Groupe Gorgé sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000062671.

Groupe Gorgé n'a pas émis de valeurs mobilières autres que les actions composant son capital social. Il n'y a plus de plans d'options de souscription ou d'achat en vigueur pour Groupe Gorgé. Il n'y a pas de plans d'attribution d'actions gratuite en vigueur.

Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire (article 12 des statuts).

Groupe Gorgé a pour objet :

- Toutes opérations concernant directement ou indirectement la gestion de portefeuilles de valeurs mobilières, l'acquisition, la cession de celles-ci, ainsi que toutes opérations y relatives, le placement des avoirs liquides ;
- La prise de participation, la gestion et la cession de celles-ci selon toutes modalités, dans toutes entreprises commerciales ou industrielles ;
- Généralement, toutes opérations quelconques se rattachant directement ou indirectement à ces objets ou à tous objets similaires ou connexes.

L'exercice social de la société commence le 1er janvier et se termine le 31 décembre de chaque année.

1.2.3 – Lien entre les sociétés concernées

1.2.3.1 - Liens en capital

La Société Absorbante détient 5.727.079 actions ordinaires de la Société Absorbée, soit 71,77% du capital au jour de la signature du Traité de Fusion.

1.2.3.2 - Dirigeants communs

Monsieur Raphaël Gorgé est Président Directeur Général de Groupe Gorgé et président du Conseil d'Administration d'ECA.

Madame Catherine Gorgé et Monsieur Jean-Pierre Gorgé sont administrateurs des deux sociétés.

1.2.3.3 – Accords contractuels

ECA a conclu avec Groupe Gorgé une convention de prestation de services aux termes de laquelle Groupe Gorgé fournit à ECA et à ses filiales une assistance administrative décrite au paragraphe 1.5.1 du Document d'Enregistrement Universel d'ECA 2019.

1.3 - DESCRIPTION DE L'OPERATION

1.3.1 – Motifs et buts de l'opération

Groupe Gorgé est un groupe indépendant présent dans des industries de haute technologie. Le groupe est aujourd'hui actif dans les secteurs de la robotique et de la protection en environnements extrêmes ainsi que dans le secteur de l'impression 3 D.

ECA est un groupe spécialisé dans la robotique, les systèmes automatisés, la simulation et les processus industriels. Son offre s'adresse à une clientèle internationale essentiellement dans les secteurs de la défense, du maritime, de l'aéronautique, de la simulation, de l'énergie et des équipements industriels.

Les deux sociétés sont cotées sur Euronext Paris, la première contrôlant la seconde. ECA contribue significativement à la performance du Groupe Gorgé, à hauteur, en 2019, de 41% du chiffre d'affaires consolidé et de 65,5% de l'EBITDA.

Dans un environnement boursier de plus en plus complexe pour les ETI, les deux sociétés recherchent :

- la simplification de la structure boursière du groupe en augmentant la taille du flottant de Groupe Gorgé qui donnerait une liquidité accrue notamment aux actionnaires des deux sociétés et permettrait de limiter la perception de holding, par le marché, de la société Groupe Gorgé,
- la simplification des flux financiers intragroupe,
- la rationalisation de la dette du groupe pour en améliorer les conditions de financement,
- la réalisation d'économie de coûts de structures.

Pour ces raisons, il a été envisagé de procéder à la fusion-absorption d'ECA par Groupe Gorgé.

Il est cependant précisé que, dans un souci de gestion opérationnelle, les activités d'ECA devraient être apportées immédiatement après la fusion à une structure distincte filiale à 100% de Groupe Gorgé.

1.3.2 - Caractéristiques essentielles de l'apport

Les modalités de réalisation de l'apport sont exposées de façon détaillée dans le Traité de Fusion signé le 6 novembre 2020, peuvent se résumer comme suit :

1.3.2.1 – Date de réalisation et date d'effet de la fusion

La fusion deviendra définitive au jour de la réalisation de la dernière des conditions suspensives stipulées à l'Article 1.4 du Traité de Fusion (« Date de Réalisation ») et au 1.3.3 du présent rapport.

Groupe Gorgé sera propriétaire et entrera en possession des éléments d'actif et de passif transmis par ECA à la Date de Réalisation.

D'un point de vue comptable et fiscal, les parties conviennent que la fusion prendra effet rétroactivement au 1^{er} janvier 2020. En conséquence, les opérations de la Société Absorbée seront considérées comme accomplies par la Société Absorbante à compter de cette date.

1.3.2.2 – Comptes utilisés pour établir les conditions de la fusion

En conséquence, les conditions de la fusion ont été établies sur la base des comptes sociaux de Groupe Gorgé et d'ECA au 31 décembre 2019.

1.3.2.3 – Régime fiscal

Au plan fiscal, la fusion prenant effet au 1^{er} janvier 2020, le résultat bénéficiaire ou déficitaire réalisé depuis cette date par la Société Absorbée sera repris dans le résultat imposable de la Société Absorbante.

L'opération relèvera du régime de faveur prévu par l'article 210 A du Code général des impôts.

Conformément aux termes de l'article 816 du Code général des impôts, la fusion, intervenant entre personnes morales soumises de plein droit à l'impôt sur les sociétés, sera enregistrée gratuitement.

1.3.2.4 – Opérations intervenues ou à intervenir entre le 1^{er} janvier 2020 et la Date de Réalisation

Les opérations intervenues ou à intervenir entre le 1er janvier 2020 et la Date de Réalisation, soit au cours de la période intercalaire, sont les suivantes :

- Aux termes de l'assemblée générale annuelle en date du 5 juin 2020, ECA a décidé une distribution de dividendes d'un montant de 0.40 euro par action qui ont été mis en paiement le 26 juin 2020. Le montant versé aux actions ayant droit au dividende s'est élevé à 3.512.474 euros ;
- Avant la signature du Traité de Fusion, ECA a acquis par offre publique dans le cadre de son programme de rachat d'actions 875.000 actions pour le prix de 24.500.000 euros ;
- Avant la signature du Traité de Fusion, ECA a annulé les 21 septembre et 4 novembre 2020, 75.033 actions et 803.255 actions et procédé à la réduction corrélative de son capital ;
- Avant la réalisation définitive de la fusion, la société ECA apportera à sa filiale à 100% ECA Robotics un ensemble immobilier sis à la Garde (262, rue des Frères Lumière) dans lequel ECA Robotics et ECA exploitent leurs activités. Les titres ECA Robotics reçus en rémunération de cet apport par la société ECA se substitueront aux actifs immobiliers décrits à l'Article 2.2.1 du Traité de Fusion.

1.3.3 – **Conditions suspensives**

La fusion projetée est soumise à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- La décision de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») constatant qu'il n'y a pas lieu au dépôt d'une offre publique de retrait en application de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, purgée de tout recours avant l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société Absorbante appelée à approuver la fusion ;
- Le dépôt auprès de l'AMF du document de fusion ;
- L'approbation de la fusion par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société Absorbée ;
- L'approbation de la fusion et de l'augmentation de capital correspondante par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société Absorbante.

La fusion deviendra définitive au jour de la réalisation de la dernière de ces conditions suspensives. A défaut de réalisation de la fusion au plus tard le 31 décembre 2020, le projet de fusion sera considéré comme nul et de nul effet, sans indemnité de part ni d'autre.

1.4 – DESCRIPTION ET EVALUATION DES APPORTS

Conformément à l'article 743-1 du règlement n°2014-03 de l'Autorité des Normes Comptables du 5 juin 2014 relatif au Plan Comptable Général, tel que modifié par le règlement n°2017-01 du 5 mai 2017, les apports réalisés au titre de la fusion étant exécutés entre deux entités sous contrôle commun, ils doivent être valorisés à leur valeur comptable.

Les éléments d'actifs transmis et de passif pris en charge ont été repris dans le projet de fusion pour leur valeur nette comptable telle qu'elle figure dans les comptes d'ECA au 31 décembre 2019.

Les éléments d'actifs sont apportés par ECA pour une valeur totale de 71.299.133 euros et le passif pris en charge par Groupe Gorgé s'élève à 19.732.332 euros.

Les éléments d'actifs et de passifs apportés par absorption d'ECA, tels qu'ils figurent dans les comptes sociaux d'ECA au 31 décembre 2019, doivent être corrigés des éléments suivants intervenus chez ECA à partir du 31 décembre 2019.

L'assemblée générale mixte de la Société Absorbée qui s'est tenue le 5 juin 2020, avant la Date de Réalisation de la présente fusion, a décidé de la distribution d'un dividende de 0,40 euro par action, soit un montant total de dividendes versés de 3.512.474 euros.

Par ailleurs, agissant sur délégation d'assemblées générales, le Conseil d'Administration d'ECA a procédé depuis le 1^{er} janvier 2020 à deux réductions de capital par annulation d'actions auto-détenues, pour un montant total de 23.507.041 euros :

- le 21 septembre 2020, réduction de capital d'un montant global de 1.015.901 euros par annulation de 75.033 actions au prix d'acquisition moyen de 13,54 euros ;
- le 4 novembre 2020, réduction de capital d'un montant global de 22.491.140 euros par annulation de 803.255 actions au prix de 28 euros dans le cadre de l'OPAS.

Après prise en compte de l'ensemble de ces éléments, l'actif net apporté corrigé s'élève à 24.547.286 euros et se détaille comme suit :

En euros	
Eléments d'actifs apportés par ECA	71 299 133
Passif pris en charge par Groupe Gorgé	-19 732 332
Dividendes versés par ECA au cours de la période intercalaire	-3 512 474
Prix d'acquisition des actions annulées	-23 507 041
Actif net apporté	24 547 286

1.5 - REMUNERATION DE L'APPORT

Le rapport d'échange des droits sociaux a été fixé d'un commun accord entre les parties sur la base des valeurs réelles d'ECA et de Groupe Gorgé. La détermination du rapport d'échange des actions ECA contre des actions nouvelles Groupe Gorgé a été effectuée sur la base des méthodes d'évaluation figurant en Annexe 1.6.2 du Traité de Fusion.

Le rapport d'échange a été arrêté à 9 actions de la Société Absorbante pour 5 actions de la Société Absorbée.

Conformément aux dispositions de l'article L.236-3 II du Code de commerce, les parties ont opté pour une fusion-renonciation et les actions ECA détenues par Groupe Gorgé et auto-détenues ne seront pas rémunérées.

Les actions suivantes de la société ECA ne participeront donc pas à l'échange :

- 5.727.079 actions ECA détenues par Groupe Gorgé ;
- 73.710 actions ECA détenues par ECA.

Dès lors, seules 2.178.836 actions ordinaires d'ECA participeront à l'échange.

Sur ces bases, il devrait résulter de cette parité, la création de 3.921.904,80 actions nouvelles Groupe Gorgé. Il est précisé qu'un actionnaire a d'ores déjà renoncé à la quotité de droits à l'échange nécessaire pour arrondir ce nombre d'actions à 3.921.904.

En conséquence, en rémunération et représentation de l'actif net d'ECA transféré au titre de la fusion, il sera attribué aux actionnaires d'ECA 3.921.904 actions nouvelles entièrement libérées, à créer par Groupe Gorgé. Groupe Gorgé créera 3.921.904 actions nouvelles et procédera ainsi à une augmentation de capital de 3.921.904 euros.

Les actionnaires de la Société Absorbée qui ne possèderaient pas le nombre d'actions nécessaires pour obtenir sans rompu les actions nouvelles de la Société Absorbante correspondantes, devront procéder à l'achat ou la vente d'actions de la Société Absorbée nécessaires à cet effet. Les actions qui n'auront pu être attribuées individuellement et correspondant à des droits formant rompus, seront vendues conformément à la loi.

La différence entre la valeur de l'actif net apporté par ECA, soit 24.547.286 euros, et le montant nominal de l'augmentation de capital de Groupe Gorgé de 3.921.904 euros constitue la prime brute de fusion pour 20.625.382 euros.

Cette prime de fusion sera :

- diminuée du montant de l'actif net auquel Groupe Gorgé a renoncé au titre de ses actions détenues dans ECA, soit 17.617.901,36 euros,
- diminuée ensuite de la valeur comptable des actions ECA restant à annuler (solde des actions acquises à l'occasion de l'OPAS non annulées le 4 novembre 2020 et actions du contrat de liquidité), soit 2.054.394 euros ; et
- augmentée enfin du montant des dividendes reçus par Groupe Gorgé d'ECA pendant la période intercalaire conformément aux dispositions de l'article 752-5 du règlement n°2017-01 de l'ANC du 5 mai 2017, soit 2.290.831,60 euros.

Ces montants viendront s'imputer sur le montant de la prime de fusion la portant ainsi à 3.243.918,24 euros.

L'écart négatif constaté entre la quote-part de l'actif net à transmettre correspondant aux droits des actions de la Société Absorbée détenues par la Société Absorbante, soit 17.617.901,36 euros, et la valeur nette comptable de ces mêmes actions au bilan de la Société Absorbante, soit 41.972.595,31 euros, constituera un mali de fusion s'élevant à 24.354.693,95 euros.

2 – VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT À L'OPERATION

2.1 – DILIGENCES MISES EN ŒUVRE PAR LES COMMISSAIRES A LA FUSION

Notre mission s'inscrit parmi les autres interventions définies par la loi et prévues par le cadre conceptuel de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

Elle a pour objet d'éclairer les actionnaires d'ECA et Groupe Gorgé sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer le rapport d'échange et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

Par ailleurs, nous ne formulons aucun avis d'ordre fiscal, juridique, patrimonial ou comptable sur l'opération soumise à votre approbation.

La doctrine professionnelle applicable à l'opération envisagée prévoit que notre opinion soit exprimée à la date du présent rapport, qui constitue la fin de notre mission. Il ne nous appartient donc pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date des assemblées appelées à se prononcer sur l'opération de fusion.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. En particulier, nous avons :

- tenu des réunions avec la direction financière des sociétés en présence afin d'appréhender l'opération envisagée, ainsi que le contexte juridique, économique et fiscal dans lequel elle se situe ;
- pris connaissance de la documentation juridique, comptable et financière se rapportant à la Société Absorbée et à la Société Absorbante ;
- examiné le Traité de Fusion et ses annexes ainsi que de la méthode d'évaluation retenue par les parties ;
- pris connaissance du projet de Document E du 12 novembre 2020 destiné à l'Autorité des Marchés Financiers ;
- pris connaissance des comptes annuels et consolidés de la société ECA relatifs à l'exercice clos au 31 décembre 2019 et des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2020, lesquels ont fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- pris connaissance des comptes annuels et consolidés de la société Groupe Gorgé et de sa filiale Prodways relatifs à l'exercice clos au 31 décembre 2019 et des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2020, lesquels ont fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- pris connaissance des situations intermédiaires sociales d'ECA et de Groupe Gorgé au 30 septembre 2020 et apprécié leur impact sur les valeurs relatives et le rapport d'échange ;

- procédé à la revue des plan d'affaires 2020-2025 d'ECA et de Groupe Gorgé établis par la direction financière de Groupe Gorgé avec laquelle nous avons discuté les principales hypothèses considérées afin de nous assurer de leur cohérence et de leur vraisemblance au niveau consolidé ;
- pris connaissance des impacts de la crise sanitaire liée au Covid-19 sur l'activité de la Société Absorbée et de la Société Absorbante ;
- obtenu du management d'ECA et de Groupe Gorgé et de leurs conseils toute information nécessaire sur l'opération projetée ;
- pris connaissance du rapport d'évaluation de la banque conseil, mandatée pour déterminer les valeurs relatives d'ECA et de Groupe Gorgé dans le cadre de la présente fusion ;
- pris connaissance du rapport de l'expert indépendant se prononçant sur les conditions financières de l'OPAS et incluant son évaluation multicritère d'ECA ;
- examiné les méthodes d'évaluation écartées et apprécié la pertinence des méthodes retenues pour chacune des deux sociétés par la banque conseil pour déterminer les valeurs relatives dans le cadre de la rémunération de l'apport et pour apprécier le prix d'Offre dans le cadre de l'OPAS, et examiné les travaux menés par l'expert indépendant dans ce cadre ;
- vérifié la correcte mise en œuvre des méthodes d'évaluation retenues pour les deux sociétés et procédé à des analyses de sensibilité du rapport d'échange aux différents paramètres et hypothèses utilisés ;
- mis en œuvre des évaluations complémentaires des sociétés ECA et Groupe Gorgé reposant notamment sur des hypothèses alternatives arrêtées par nos soins ;
- obtenu une lettre d'affirmation du management sur des éléments que nous avons jugés pertinents dans le cadre de notre mission, et notamment l'absence de tout évènement significatif de nature à remettre en cause, à la connaissance du management, les évaluations réalisées par la banque conseil au titre des actions ECA et Groupe Gorgé.

Nous nous sommes également appuyés sur les travaux que nous avons réalisés en qualité de commissaires à la fusion chargés d'apprécier la valeur des apports.

2.2 – METHODES D'EVALUATION ET VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTIES AU PROJET DE TRAITE DE FUSION

Il a été procédé pour les besoins de la détermination de la rémunération de la fusion à une évaluation d'ECA et de Groupe Gorgé selon une approche multicritère qui est présentée de façon détaillée dans l'annexe 1.6.2. du Traité de Fusion.

Les parties ont mandaté une banque conseil aux fins de déterminer les valeurs réelles d'ECA et de Groupe Gorgé.

Le rapport d'échange de la présente fusion, déterminé sur la base des valeurs réelles d'ECA et de Groupe Gorgé, a été fixé d'un commun accord entre les parties à 9 actions Groupe Gorgé contre 5 actions ECA.

Les méthodes d'évaluation et critères de performance retenues par la banque conseil pour extérioriser les valeurs relatives d'ECA et de Groupe Gorgé pour la détermination du rapport d'échange dans le cadre de la présente fusion sont :

- la référence au cours de bourse,
- la méthode de l'actualisation des cash-flows futurs (DCF),
- la méthode des comparables boursiers,
- la référence aux objectifs de cours des analystes,
- la référence à l'actif net comptable (retenue à titre secondaire),
- la référence au dividende par action (retenue à titre secondaire),
- la référence au bénéfice par action (retenue à titre secondaire).

2.2.1 - Référence au cours de bourse

La banque conseil a fait référence au cours de clôture du 21 septembre 2020 (dernier jour de cotation précédant l'annonce de la fusion au marché) et calculé les moyennes pondérées par les volumes d'ECA et de Groupe Gorgé sur différentes périodes (1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois) au dernier jour de cotation avant l'annonce de l'opération.

Sur cette base, les valeurs relatives et les rapports d'échange correspondants sont les suivants :

Cours de bourse	ECA	Groupe Gorgé	Rapport d'échange
Cours de clôture / spot au 21 septembre 2020	22,40 €	11,10 €	2,02x
CMPV* 1 mois	23,17 €	12,09 €	1,92x
CMPV* 3 mois	23,70 €	12,60 €	1,88x
CMPV* 6 mois	25,21 €	13,04 €	1,93x
CMPV* 12 mois	26,18 €	14,39 €	1,82x

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

2.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, la banque conseil s'est reposée sur les plans d'affaires préparés par les managements d'ECA et de Groupe Gorgé sur la période 2020-2025 qui ont été réalisés en juin 2020 et prennent en compte les impacts de la crise sanitaire liée au Covid-19 en 2020 mais aussi sur leur durée.

Ces plans d'affaires se composent de prévisions distinctes pour :

- les pôles Robotique et Aérospatial ainsi que les frais de holding et effets fiscaux concernant ECA et ;
- les pôles d'activité d'ECA précités, les pôles d'activité de Prodways (Products, Systems et frais de holding et effets fiscaux), les pôles de Protection des Installations à Risque (Protection Incendie France, Seres et Nucléaction) et frais de holding et effets fiscaux concernant Groupe Gorgé.

Pour évaluer ECA, la banque conseil a sur cette base :

- utilisé les prévisions de flux de trésorerie d'exploitation disponibles de chaque pôle d'activité d'ECA jusqu'au 31 décembre 2025,
- extrapolé les flux de trésorerie d'exploitation disponibles jusqu'au 31 décembre 2029 pour le pôle Robotique d'ECA,
- déterminé une valeur terminale en retenant un taux de croissance à l'infini calculé sur le dernier flux de l'horizon du plan d'affaires,
- actualisé l'ensemble des flux de chaque pôle d'activité d'ECA à un taux d'actualisation distinct (8,7% pour le pôle Robotique, 12,2% pour le pôle Aérospatial et 9,2% pour les frais de holding¹),
- diminué de la valeur d'entreprise ainsi obtenue pour les deux pôles d'activité d'ECA (Robotique et Aérospatial) et frais de holding et effets fiscaux, le montant de la dette financière nette ajustée au 30 juin 2020, soit 12,4m€
- divisé la valeur des fonds propres obtenue, soit 269,2m€ pour ECA, par le nombre d'actions en circulation d'ECA au 21 septembre 2020 (8.780.915 actions), aboutissant à une valeur par action d'ECA selon cette méthode comprise entre 28,5€ et 33,1€ et à une valeur centrale de 30,7€

Pour évaluer Groupe Gorgé, la banque conseil a sur cette base :

- utilisé les prévisions de flux de trésorerie d'exploitation disponibles de chaque pôle d'activité de Groupe Gorgé jusqu'au 31 décembre 2025,
- utilisé l'extrapolation des flux de trésorerie d'exploitation disponibles jusqu'au 31 décembre 2028 de Prodways transmise par le management de Groupe Gorgé,
- déterminé une valeur terminale en retenant un taux de croissance à l'infini calculé sur le dernier flux de l'horizon du plan d'affaires,
- actualisé l'ensemble des flux de chaque pôle d'activité de Groupe Gorgé à un taux d'actualisation distinct (les taux d'actualisation susmentionnés pour ECA, 14,4% pour les pôles d'activité de Prodways, 8,3% pour les pôles Protection Incendie France et Seres, 8,6% pour le pôle Nucléaction et de 8,4% pour les frais de holding²),
- diminué de la valeur d'entreprise de chaque pôle ainsi obtenue le montant de la dette financière nette ajustée au 30 juin 2020 propre à chaque pôle, soit 12,4m€ pour ECA, 1,7m€ les pôles Protection Incendie France et Seres, 6,7m€ pour le pôle Nucléaction, et augmenté d'une trésorerie nette ajustée de 8,0m€ pour Prodways,
- calculé la quote-part de la valeur des fonds propres ainsi obtenue en fonction de la détention de Groupe Gorgé dans chacun des pôles d'activité (65,21% pour ECA, 56,52% pour Prodways, 70% pour les pôles Protection Incendie France et Seres et 100% pour le pôle Nucléaction),
- ajouté à la somme des quote-parts de valeur des fonds propres de ses différents pôles d'activités et de la valeur de ses frais de holding et effets fiscaux, la trésorerie nette ajustée dans les comptes sociaux de Groupe Gorgé au 30 juin 2020 (2,7m€) comprenant notamment le produit des cessions en cours de Van Dam et de l'immeuble des Mureaux,
- divisé la valeur des fonds propres obtenues, soit 291,2m€ pour Groupe Gorgé, par le nombre d'actions en circulation de Groupe Gorgé au 21 septembre 2020 (13.497.264 actions), aboutissant à une valeur par action de Groupe Gorgé selon cette méthode comprise entre 20,2€ et 23,2€ et à une valeur centrale de 21,6€

¹ correspondant à une moyenne pondérée par les EBITDA respectifs des deux pôles d'ECA (Robotique et Aérospatial)

² correspondant à une moyenne pondérée par les EBITDA respectifs les pôles d'activité de Groupe Gorgé (Protection Incendie France & Seres d'une part et Nucléaction d'autre part)

Les prévisions de flux de trésorerie d'exploitation d'ECA et Groupe Gorgé résultent notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires d'ECA d'une part et, notamment celui généré par le contrat de 10 ans avec les marines belge et néerlandaises (contrat BENL) dont l'appel d'offres a été remporté en mars 2019, et de Groupe Gorgé d'autre part, incluant notamment celui généré par ECA, Prodways et les pôles Protection Incendie France et Seres,
- au niveau des charges opérationnelles tels que les coûts directs, les frais généraux et les charges de personnel mais également le niveau d'amortissements,
- aux investissements (dont R&D³ immobilisée) et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Sur cette base, les valeurs relatives et le rapport d'échange correspondant sont les suivants :

Méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF)	ECA	Groupe Gorgé	Rapport d'échange
<i>Fourchette haute</i>	28,5 €	20,2 €	1,42x
Valeur centrale	30,7 €	21,6 €	
<i>Fourchette basse</i>	33,1 €	23,2 €	

2.2.3 - Méthode des comparables boursiers

Pour mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers, la banque conseil a sélectionné des sociétés comparables dont le domaine d'activité était proche :

- pour ECA, des deux activités (Robotique et Aérospatial) de la société ECA à travers deux échantillons distincts, les frais de holding ayant été alloués de façon proportionnelle à chacune des activités ;
- pour Groupe Gorgé, des différents pôles d'activité du groupe, soit les deux pôles d'activité d'ECA, l'activité de Prodways, les pôles d'activité Protection Incendie France / Seres, et le pôle d'activité Nucléaction.

Pour la valorisation d'ECA et des pôles Protection Incendie France / Seres de Groupe Gorgé, deux multiples usuels pour ce type d'industrie, extériorisés au titre des exercices clos au 31 décembre 2021 et 31 décembre 2022 (l'année 2020 étant considérée comme non normative en raison du Covid-19) ont été retenus :

- le multiple de valeur d'entreprise sur EBITDA⁴ (résultat opérationnel hors amortissement avant charges financières et impôt sur les sociétés),
- le multiple de valeur d'entreprise sur EBIT⁵ (résultat opérationnel avant charges financières et impôt sur les sociétés).

Pour la valorisation de Prodways, seul le multiple de valeur d'entreprise sur EBITDA a été retenu par la banque conseil.

Pour la valorisation du pôle Nucléaction de Groupe Gorgé, la banque conseil a retenu le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires.

Pour la valorisation d'ECA et des pôles Protection Incendie France et Seres de Groupe Gorgé, la banque conseil a ainsi appliqué à l'EBITDA et l'EBIT prévisionnels aux 31 décembre 2021 et 31 décembre 2022, la moyenne des multiples extériorisés pour chacun des échantillons de sociétés comparables retenues.

³ Recherche & Développement

⁴ EBITDA : Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization (s'apparente à l'excédent brut d'exploitation)

⁵ EBIT : Earnings Before Interest & Tax (s'apparente au résultat d'exploitation)

Pour la valorisation de Prodways et du pôle Nucléation de Groupe Gorgé, la banque conseil a ainsi appliqué respectivement à l'EBITDA et au chiffre d'affaires aux 31 décembre 2021 et 31 décembre 2022, la moyenne des multiples extériorisés pour chacun des échantillons de sociétés comparables retenues.

Concernant ECA, le montant de l'endettement net ajusté au 30 juin 2020, soit 12,4m€ a ensuite été déduit des valeurs d'entreprise obtenues par les multiples d'EBITDA et d'EBIT pour obtenir des valeurs des fonds propres d'ECA.

Concernant Gorgé, les valeurs d'entreprise de chaque pôle ainsi obtenues ont été diminuées du montant de la dette financière nette ajustée au 30 juin 2020 propre à chaque pôle.

La banque conseil a ensuite calculé la quote-part des valeurs des fonds propres ainsi obtenue en fonction de la détention de Groupe Gorgé dans chacun des pôles d'activité (65,21% pour ECA, 56,52% pour Prodways, 70% pour les pôles Protection Incendie France / Seres et 100% pour le pôle Nucléation).

La banque conseil a ensuite ajouté à la somme des quote-part de valeur des fonds propres des différents pôles d'activités de Groupe Gorgé et de la valeur de ses frais de holding et effets fiscaux la trésorerie nette ajustée dans les comptes sociaux de Groupe Gorgé au 30 juin 2020 (2,7m€) comprenant notamment le produit des cessions en cours de Van Dam et de l'immeuble des Mureaux.

Enfin, la banque conseil a divisé les valeurs des fonds propres extériorisées pour chaque année et pour chaque société (ECA et Groupe Gorgé) par le nombre d'actions en circulation d'ECA et de Groupe Gorgé au 21 septembre 2020 (8.780.915 actions pour ECA et 13.497.264 actions pour Groupe Gorgé).

Sur cette base, les valeurs relatives et les rapports d'échange correspondants sont les suivants :

Comparables boursiers	ECA	Groupe Gorgé	Rapport d'échange
EBITDA/EBIT 2021	16,3 € - 21,3 €	12,2 € - 14,1 €	1,43x
EBITDA/EBIT 2022	23,2 € - 24,2 €	16,5 € - 16,6 €	1,43x

2.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes (à titre de recoupement)

La banque conseil a retenu à titre de recoupement pour valoriser les sociétés ECA et Groupe Gorgé la référence aux objectifs de cours des analystes, critère qui reflète les prévisions d'évolution des cours des actions ECA et Groupe Gorgé avant la date d'annonce de la fusion (22 septembre 2020) mais postérieurement à la date annonce de leur chiffre d'affaires respectifs du 1^{er} semestre 2020 (28 juillet 2020).

Sur la base de la moyenne des objectifs de cours d'ECA et de Groupe Gorgé, le rapport d'échange correspondant est le suivant :

Analyste	Date de publication	ECA	Groupe Gorgé	Rapport d'échange
		Objectif de cours	Objectif de cours	
Gilbert Dupont	29/07/2020	30,00 €	15,50 €	
Oddo	29/07/2020	26,00 €	15,50 €	
Portzamparc	29/07/2020	25,40 €	14,00 €	
Kepler Chevreux	29/07/2020	n.a.	13,00 €	
Moyenne		27,13 €	14,50 €	

n.a. : non applicable

2.2.5 - Référence à l'actif net comptable (retenue à titre secondaire)

La banque conseil a retenu à titre secondaire la référence à l'actif net comptable consolidé d'ECA et de Groupe Gorgé au 30 juin 2020, 31 décembre 2019 et 31 décembre 2018.

Sur cette base, les valeurs relatives et les rapports d'échange correspondants sont les suivants :

Actif net comptable	ECA	Groupe Gorgé	Rapport d'échange
ANC par action au 30 juin 2020	8,76 €	6,73 €	1,30x
ANC par action au 31 décembre 2019	9,33 €	8,04 €	1,16x
ANC par action au 31 décembre 2018	8,86 €	7,11 €	1,25x

2.2.6 - Référence au dividende par action (retenue à titre secondaire)

La banque conseil a retenu à titre secondaire la référence aux dividendes par action distribués par ECA et par Groupe Gorgé au titre des exercices clos le 31 décembre 2019 et 31 décembre 2018 et versés respectivement en 2020 et 2019.

Sur cette base, les rapports d'échange correspondants sont les suivants :

Dividende par action	ECA	Groupe Gorgé	Rapport d'échange
Dividende versé en juin 2020 (exercice 2019)	0,40 €	0,32 €	1,25x
Dividende versé en juin 2019 (exercice 2018)	0,40 €	0,32 €	1,25x

2.2.7 - Référence au bénéfice par action (retenue à titre secondaire)

La banque conseil a retenu à titre secondaire la référence aux bénéfices par action réalisés par ECA et par Groupe Gorgé au titre des exercices clos le 31 décembre 2019 et 31 décembre 2018.

Sur cette base, les rapports d'échange correspondants sont les suivants :

Bénéfice par action	ECA	Groupe Gorgé	Rapport d'échange
Bénéfice réalisé au titre de l'exercice 2019	0,92 €	1,55 €	0,59x
Bénéfice réalisé au titre de l'exercice 2018	0,66 €	n.s.	n.a.

n.s. : non significatif

n.a. : non applicable

Synthèse des approches mises en œuvre par la banque conseil

	ECA	Groupe Gorgé	Rapport d'échange
Méthodes retenues à titre principal			
Cours de bourse			
Cours de clôture / spot au 21 septembre 2020	22,40 €	11,10 €	2,02x
CMPV* 1 mois	23,17 €	12,09 €	1,92x
CMPV* 3 mois	23,70 €	12,60 €	1,88x
CMPV* 6 mois	25,21 €	13,04 €	1,93x
CMPV* 12 mois	26,18 €	14,39 €	1,82x
Méthode des flux de trésorerie actualisés			
<i>Fourchette haute</i>	28,5 €	20,2 €	
Valeur centrale	30,7 €	21,6 €	1,42x
<i>Fourchette basse</i>	33,1 €	23,2 €	
Méthode des comparables boursiers			
EBITDA/EBIT 2021	16,3 € - 21,3 €	12,2 € - 14,1 €	1,43x
EBITDA/EBIT 2022	23,2 € - 24,2 €	16,5 € - 16,6 €	1,43x
Objectifs de cours des analystes (à titre de recoupement)			
Moyenne des objectifs de cours**	27,13 €	14,50 €	1,87x
Méthodes retenues à titre secondaire			
Actif net comptable			
ANC par action au 30 juin 2020	8,76 €	6,73 €	1,30x
ANC par action au 31 décembre 2019	9,33 €	8,04 €	1,16x
ANC par action au 31 décembre 2018	8,86 €	7,11 €	1,25x
Dividende par action			
Versé en juin 2020 (exercice 2019)	0,40 €	0,32 €	1,25x
Versé en juin 2019 (exercice 2018)	0,40 €	0,32 €	1,25x
Bénéfice par action			
Exercice 2019	0,92 €	1,55 €	0,59x
Exercice 2018	0,66 €	n.s.	n.a.

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

**notes d'analystes publiées le 29 juillet postérieurement à la publication du chiffre d'affaires du 1er semestre 2020

Sur la base des rapports d'échange ainsi calculés, les parties ont retenu un rapport de 9 actions Groupe Gorgé pour 5 actions ECA correspondant à une parité induite de 1,8x.

2.3 – COMMENTAIRES ET OBSERVATIONS DES COMMISSAIRES A LA FUSION SUR LES EVALUATIONS EXPOSEES DANS LE PROJET DE TRAITE DE FUSION

2.3.1 – Critères d'évaluation écartés par les parties

Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs.

Cette méthode, écartée par les parties, ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles. Elle est redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à valoriser la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

En l'absence de changement de contrôle dans le cadre de la présente fusion, il est pertinent de ne pas retenir cette méthode qui extériorise des multiples de valorisation par référence à des transactions généralement majoritaires.

Par ailleurs, la crise sanitaire mondiale du Covid-19, aux conséquences économiques et financières multiples, impacte fortement l'activité des sociétés dans divers secteurs, ce qui rend l'utilisation de cette méthode moins pertinente car la plupart des transactions observées historiquement et leurs multiples de valorisation n'intègrent pas l'impact du Covid-19.

2.3.2 – Critères d'évaluation retenus par les parties

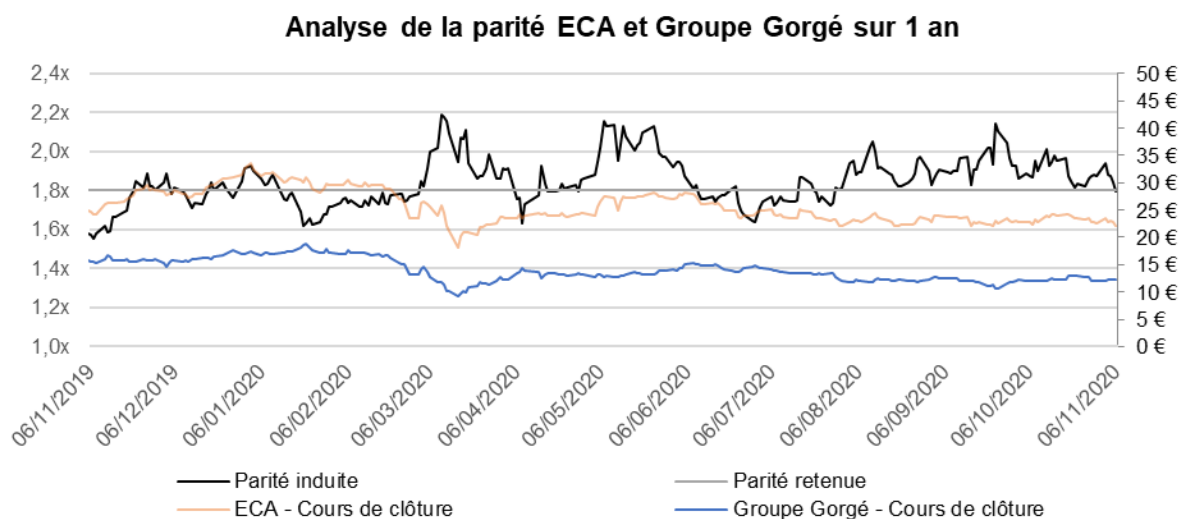
Référence au cours de bourse

Le cours de bourse est une référence de valorisation pertinente et usuelle sous réserve d'un niveau de capital flottant important et d'une liquidité suffisante.

Nous avons effectué dans un premier temps, une analyse de la liquidité d'ECA et de Groupe Gorgé afin de nous assurer de la pertinence de la référence au cours de bourse dans le cadre de notre mission.

Au regard des volumes échangés sur les titres ECA et Groupe Gorgé (les volumes de titres échangés sur un an représentant en cumulé respectivement environ 39% et 43% du nombre d'actions composant le capital flottant) et de la taille du capital flottant (35% du capital d'ECA et 44% du capital de Groupe Gorgé), nous avons considéré les titres ECA et Groupe Gorgé comme suffisamment liquides et la référence au cours de bourse d'ECA comme pertinente.

L'évolution du cours de bourse d'ECA et de Groupe Gorgé et du rapport d'échange au cours des 12 derniers mois est la suivante :



La parité induite par les cours de bourse d'ECA et de Groupe Gorgé au cours des douze derniers mois oscille autour du rapport d'échange retenu (9 actions Groupe Gorgé pour 5 actions ECA correspondant à une parité induite de 1,8x) dans le cadre de la fusion et encadre la parité induite par le rapport d'échange proposé. La parité induite par la moyenne arithmétique des cours de clôture d'ECA et de Groupe Gorgé sur 12 mois au 21 septembre 2020 (date précédant l'annonce de la fusion) s'établit à 1,81x, niveau très proche de la parité induite par le rapport d'échange proposé (1,8x).

Il ressort par ailleurs que le marché a intégré en grande partie le rapport d'échange de 9 actions Groupe Gorgé pour 5 actions ECA depuis l'annonce au marché le 22 septembre 2020 de la fusion, la parité induite sur la base des cours de bourse d'ECA et de Groupe Gorgé au 6 novembre 2020 s'établissant à 1,79x.

Méthode des flux de trésorerie actualisés

La méthode des DCF est encore appelée méthode des flux de trésorerie d'exploitation disponibles. Selon cette méthode, la valeur des fonds propres de la société est liée à sa capacité à dégager des liquidités nettes disponibles susceptibles de rémunérer les capitaux investis.

Cette valeur correspond à la somme des flux de trésorerie d'exploitation disponibles prévisionnels, actualisés au coût des capitaux engagés, minorée de la dette nette à la date d'évaluation.

Nos travaux se sont reposés sur les plans d'affaires des sociétés ECA et Groupe Gorgé et plus précisément des différents pôles constituant les deux sociétés.

La mise en œuvre de cette méthode appelle de notre part les commentaires suivants :

- cette méthode est appropriée à ECA et Groupe Gorgé dont les activités prévisionnelles en croissance après 2020 doivent être appréciées non pas à court terme mais à moyen et long terme,
- il convient cependant de souligner que les calculs effectués dans le cadre de cette méthode reposent sur un certain nombre d'hypothèses qui, par nature, restent incertaines,
- les hypothèses retenues par le management sur l'évolution du chiffre d'affaires sont cohérentes au regard de la conjoncture actuelle,

- les taux de marge retenus pour chaque activité d'ECA et de Groupe Gorgé sont cohérents au regard de l'analyse sectorielle,
- les niveaux d'investissements retenus sont cohérents avec la croissance anticipée des activités d'ECA et de Groupe Gorgé,
- les taux d'actualisation retenus intègrent les risques liés aux activités des sociétés ECA et Groupe Gorgé.

En conclusion, cette méthode reste appropriée pour valoriser la société ECA.

Sur la base des éléments qui nous ont été communiqués et des informations de marché disponibles, nous avons :

- examiné la cohérence des prévisions utilisées pour le calcul des flux de trésorerie d'exploitation au regard notamment des éléments intrinsèques mais aussi des données sectorielles,
- vérifié la cohérence des calculs aboutissant à la détermination des flux de trésorerie actualisés par le biais d'une modélisation financière,
- remodelisé les flux de trésorerie sur la période de calcul,
- examiné et recalculé des paramètres de marché retenus (taux d'actualisation),
- regardé la sensibilité des valeurs aux hypothèses et paramètres retenus,
- analysé la dette nette retenue dans le calcul et la dette nette ajustée au 30 juin 2020,
- analysé le nombre d'actions en circulation retenu dans le calcul.

Nous avons retenu des hypothèses identiques à la banque conseil concernant les plans d'affaires des différentes sociétés, les calculs de dette nette et le nombre d'actions retenu.

Nous avons retenu des hypothèses différentes de la banque conseil en ce qui concerne notamment :

- La date d'actualisation des flux retenus à une date (début novembre 2020) plus proche de la signature du Traité de Fusion ;
- Le flux du 2ème semestre 2020 que nous avons calculé, pour les sociétés cotées ECA et Prodways, par différence entre les agrégats 2020 budgétés et les agrégats 2020 réalisés au 30 juin 2020 ;
- Le taux d'actualisation retenu pour les différents pôles d'activités d'ECA et de Groupe Gorgé ;
- L'absence d'extrapolation du plan d'affaires jusqu'en 2028 concernant Prodways et son taux de croissance à l'infini.

Nous avons recalculé des taux d'actualisation sur la base de paramètres qui font ressortir des taux d'actualisation de 8,7% pour le pôle Robotique ECA, 12,1% pour le pôle Aérospatial d'ECA, 14,9% pour Prodways, 10,8% pour les pôles Protection Incendie France / Seres et 8,5% pour le pôle Nucléaction.

Nous avons par ailleurs retenu, à l'exception de Prodways, des taux de croissance à l'infini identiques à ceux retenus par la banque conseil (1,0% pour les pôles Robotique et Aérospatial d'ECA, les pôles Protection Incendie France / Seres et le pôle Nucléaction).

Concernant Prodways et au regard du caractère volontariste du plan d'affaires jusqu'en 2025, nous n'avons pas poursuivi l'extrapolation des flux après cette période et avons retenu un flux normatif intégrant un taux de croissance à l'infini de 2%.

En ce qui concerne les éléments d'endettement et trésorerie nette, nous avons retenu les endettements nets ajustés de chacun des pôles d'activité d'ECA et de Groupe Gorgé en suivant la même méthodologie que la banque conseil.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la parité induite par les valeurs par action d'ECA et de Groupe Gorgé ressort selon cette méthode à 1,54x.

Méthode des comparables boursiers

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société à valoriser les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Sur la base de nos analyses, nous avons considéré les échantillons de sociétés retenus par la banque conseil comme comparables aux différents pôles d'activité d'ECA et de Groupe Gorgé, tout en retenant dans les échantillons de sociétés comparables à Prodways et au pôle Nucléaction respectivement une et deux sociétés supplémentaires.

Nous avons également retenu les multiples de valeur d'entreprise sur EBITDA et de valeur d'entreprise sur EBIT sur les années 2021 et 2022 qui permettent la prise en compte d'éléments prévisionnels à court terme et n'intégrant pas ainsi l'année 2020, jugée non normative en raison des conséquences économiques de la crise sanitaire actuelle (Covid-19) sur l'activité des sociétés comparables en 2020.

Il est précisé que nous avons pour les comparables boursiers procédé aux retraitements liés aux effets d'IFRS 16 afin d'être cohérents avec les plans d'affaires qui nous ont été transmis et l'endettement net des différents pôles d'activité qui n'intègrent pas les effets de cette norme.

Concernant Groupe Gorgé, nous avons retenu pour Prodways uniquement le multiple de valeur d'entreprise sur EBITDA (en l'absence de données prévisionnelles concernant les EBIT des sociétés comparables) et pour Nucléaction nous avons intégré, en complément du multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires utilisé par la banque conseil, un multiple de valeur d'entreprise sur EBITDA intégrant ainsi la faible profitabilité prévisionnelle de ce pôle d'activité à court terme.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la parité induite par les valeurs par action d'ECA et de Groupe Gorgé ressort selon cette méthode à 1,55x.

Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

ECA et Groupe Gorgé font l'objet d'un suivi régulier par un nombre d'analystes financiers suffisant pour composer un échantillon valable dans le cadre d'un jugement de valeur. Nous avons considéré la référence aux objectifs de cours des analystes financiers comme pertinent. Néanmoins, le nombre d'analystes suivant les valeurs ECA et Groupe Gorgé étant relativement faible, nous retenons pour notre part cette référence à titre secondaire.

Nous nous sommes assurés de la correcte mise en œuvre de cette méthode par la banque conseil. La mise en œuvre de cette référence d'évaluation par la banque conseil n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Les notes d'analystes, qui intègrent les objectifs de cours, sont datées du 29 juillet 2020, postérieurement à l'annonce le 28 juillet 2020 du chiffre d'affaires du premier semestre 2020 et antérieurement à l'annonce de la fusion au marché (22 septembre 2020).

Nous aboutissons par cette méthode à des valeurs par actions d'ECA et de Groupe Gorgé qui extériorisent une parité induite de 1,87x.

Référence à l'actif net comptable (méthode retenue à titre secondaire)

L'actif net comptable reflète uniquement la valeur historique des actifs et passifs d'une société et n'intègre pas par conséquent la capacité bénéficiaire actuelle et future d'une société.

Le critère de l'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Le critère de l'actif net comptable ne permettant pas d'extérioriser une valorisation homogène des sociétés objet de la fusion, nous avons donc retenu ce critère d'évaluation uniquement à titre secondaire.

Référence au bénéfice par action (retenue à titre secondaire)

Le bénéfice par action traduit l'enrichissement théorique, d'un actionnaire détenant une action, au cours d'un exercice. Le bénéfice net est en effet la part revenant aux actionnaires de la richesse créée par l'entreprise pendant ce même exercice, que ce bénéfice net leur soit versé ou pas sous forme de dividendes.

Le bénéfice par action a le défaut de ne pas intégrer les différences en matière de perspectives de croissance et de rentabilité future. Il ne prend pas non plus en compte les différences qui peuvent exister entre les sociétés concernant leur structure financière et le taux de rendement exigé par leurs actionnaires. Il est par ailleurs susceptible d'être biaisé par des éléments non récurrents affectant le résultat net.

Nous avons par conséquent retenu ce critère d'évaluation à titre secondaire en intégrant également la référence au bénéfice par action prospectif à court terme (2020 et 2021) sur la base d'un consensus d'analystes financiers, l'analyse n'étant toutefois pas possible en 2020 au regard du caractère non significatif du résultat net par action anticipé pour Groupe Gorgé.

Bénéfice par action	Rapport d'échange
Bénéfice anticipé au titre de l'exercice 2021*	1,72x
Bénéfice anticipé au titre de l'exercice 2020*	n.a.
Bénéfice réalisé au titre de l'exercice 2019	0,59x
Bénéfice réalisé au titre de l'exercice 2018	n.a.

n.s. : non significatif

n.a. : non applicable

**sur la base d'un consensus d'analystes financiers*

Référence au dividende par action (retenue à titre secondaire)

Pour les mêmes raisons que pour le bénéfice par action, le dividende par action revêt une pertinence limitée.

Il met en lumière par ailleurs des différences de choix en matière de politique de distribution sans lien parfois avec la capacité de distribution de chacune des sociétés.

Nous n'avons par conséquent retenu ce critère d'évaluation qu'à titre secondaire, la référence au dividende par action prospectif à court terme (2020 et 2021) sur la base d'un consensus d'analystes financiers présentant au cas d'espèce une pertinence limitée en raison du faible nombre de prévisions de dividendes pour les années concernées.

2.3.3 – Synthèse

Les méthodes de valorisation employées pour déterminer la valeur réelle attribuée aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes au regard des caractéristiques des sociétés concernées.

Nous nous sommes assurés de la correcte mise en œuvre des méthodes de valorisation utilisées par les directions des deux sociétés et de la cohérence des calculs en résultant.

Il convient de souligner que la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'appuie notamment sur des prévisions d'exploitation ; ces prévisions présentant, par nature, un caractère incertain, certaines hypothèses pourront ne pas se vérifier et des événements non anticipés pourront se produire. Des différences importantes pourront donc survenir entre les prévisions et les réalisations.

Cette remarque est particulièrement importante dans le cadre du contexte sanitaire actuel.

Nous avons procédé à des analyses de sensibilité de la valorisation de chacune des deux sociétés à une évolution, favorable comme défavorable, des principaux paramètres de valorisation.

Nous avons ainsi pu déterminer une fourchette de valeurs pour les actions d'ECA et pour les actions de Groupe Gorgé.

Nous avons ensuite comparé le rapport d'échange induit par ces fourchettes de valeurs au rapport d'échange retenu dans le projet de fusion.

Les valeurs par action d'ECA et de Groupe Gorgé que nous avons obtenues à l'issue de nos travaux conduisent à un rapport d'échange globalement cohérent avec celui arrêté par les parties dans le projet de fusion. Nos travaux permettent donc de conforter le rapport d'échange retenu par les parties. Nous rappelons, à cet égard, que notre mission ne réclame pas que nous nous prononcions sur les valeurs réelles attribuées aux actions des sociétés participant à la fusion mais vise uniquement à nous assurer de l'équité du rapport d'échange proposé par les parties.

Sur la base des diligences que nous avons effectuées, le rapport d'échange des actions des sociétés participant à l'opération, tel que retenu dans le projet de fusion signé en date du 6 novembre 2020, n'appelle pas d'autre observation de notre part.

Le tableau suivant synthèse le résultat de nos analyses :

	Rapport d'échange
Méthodes retenues à titre principal	
Cours de bourse	
Cours de clôture / spot au 21 septembre 2020	2,02x
CMPV* 1 mois	1,92x
CMPV* 3 mois	1,88x
CMPV* 6 mois	1,93x
CMPV* 12 mois	1,82x
Méthode des flux de trésorerie actualisés	
<i>Fourchette haute</i>	
Valeur centrale	1,54x
<i>Fourchette basse</i>	
Méthode des comparables boursiers	
Valeur centrale	1,55x
Méthodes retenues à titre secondaire	
Objectifs de cours des analystes	
Moyenne des objectifs de cours**	1,87x
Actif net comptable	
ANC par action au 30 juin 2020	1,30x
ANC par action au 31 décembre 2019	1,16x
ANC par action au 31 décembre 2018	1,25x
Dividende par action	
Versé en juin 2020 (exercice 2019)	1,25x
Versé en juin 2019 (exercice 2018)	1,25x
Bénéfice par action	
Exercice 2021	1,72x
Exercice 2020	n.a.
Exercice 2019	0,59x
Exercice 2018	n.a.

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

**notes d'analystes publiées le 29 juillet postérieurement à la publication du chiffre d'affaires du 1er semestre 2020

3 – APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

3.1 – RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE PAR LES PARTIES

Les parties sont convenues de retenir un rapport d'échange à 9 actions Groupe Gorgé pour 5 actions ECA, correspondant à une parité induite de 1,8x.

3.2 – DILIGENCES EFFECTUEES POUR VERIFIER LE CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé.

Dans ce cadre, nous avons mis en œuvre les diligences suivantes :

- Analyse du positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- Mesure de l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des actionnaires des deux sociétés.

3.3 – APPRECIATION ET POSITIONNEMENT DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

Le rapport d'échange retenu par les parties (9 actions Groupe Gorgé pour 5 actions ECA), correspondant à une parité induite de 1,8x, se situe à un niveau proche des différentes moyennes de cours de bourse calculées par la banque conseil tout en restant légèrement inférieure à la parité induite par le cours de clôture au 21 septembre 2020 (2,02x), date précédant l'annonce de la fusion au marché.

Le rapport d'échange retenu par les parties est, en revanche, légèrement supérieur aux parités induites ressortant de l'application des méthodes d'évaluation des flux de trésorerie actualisés (1,54x) et des comparables boursiers (1,55x).

Il se situe par ailleurs à un niveau proche de la parité induite par la référence aux objectifs de cours des analystes (1,87x) et au bénéfice par action anticipé en 2021 (1,72x).

Il est sensiblement supérieur aux parités induites par l'actif net comptable, le bénéfice par action 2019 et le dividende par action, critères que nous considérons toutefois comme secondaire.

3.4 – INCIDENCE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE SUR LA SITUATION DES ACTIONNAIRES

3.4.1 – Concernant les actionnaires minoritaires d'ECA

Du point de vue des actionnaires minoritaires d'ECA, la parité induite par le rapport d'échange proposé (1,8x), extériorise de légères décotes sur les parités induites par le cours de clôture au 21 septembre 2020 et sur les différentes moyennes de cours calculés (1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois) à cette même date. La parité induite par les cours de bourse d'ECA et de Groupe Gorgé a toutefois évolué au cours de la dernière année autour de la parité induite par le rapport d'échange proposé.

La parité induite par le rapport d'échange proposé, offre une prime sur la parité induite par la valeur centrale qui ressort des méthodes des flux de trésorerie actualisés et des comparables boursiers.

La parité induite par le rapport d'échange proposé est par ailleurs très proche de la parité induite par le bénéfice par action 2021 anticipé par les analystes fin juillet 2020 (avant annonce de la fusion).

La parité induite par le rapport d'échange proposé offre une prime importante sur la parité induite par le dividende versé par action au titre des exercices 2018 et 2019 (1,25x). Dès lors, en se retrouvant actionnaire du Groupe Gorgé, les actionnaires minoritaires d'ECA pourraient enregistrer, sur la base de ce qui a été versé au titre des exercices 2018 et 2019, une hausse du montant de leur dividende.

Il résulte de l'ensemble de ces éléments que le rapport d'échange proposé ne devrait pas conduire à terme à un appauvrissement des actionnaires d'ECA qui se retrouveront par ailleurs actionnaires d'un groupe diversifié.

3.4.2 – Concernant les actionnaires de Groupe Gorgé

Du point de vue des actionnaires minoritaires de Groupe Gorgé, la fusion s'inscrit dans un contexte de simplification de la structure boursière du groupe en augmentant la taille du flottant de Groupe Gorgé qui donnera une liquidité accrue et permettrait de limiter la perception par le marché de holding de Groupe Gorgé.

La fusion permettra également la simplification des flux financiers intragroupe, la rationalisation de la dette du groupe pour en améliorer les conditions de financement, et la réalisation d'économie de coûts de structures.

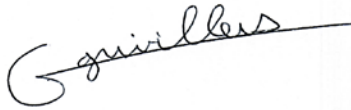
Ces avantages sont de nature à justifier le fait de retenir un rapport d'échange proposé faisant ressortir pour les actionnaires de Groupe Gorgé, à l'exception des moyennes de cours de bourse, une décote sur les méthodes d'évaluation des flux de trésorerie actualisés et des comparables boursiers retenus à titre principal, étant précisé que sur la base du cours de bourse au 21 septembre 2020 et de la moyenne 1 mois à cette même date, le rapport d'échange proposé ressort comme étant légèrement favorable aux actionnaires minoritaires de Groupe Gorgé.

4 - CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 9 actions Groupe Gorgé pour 5 actions ECA arrêté par les parties est équitable.

Fait à Levallois-Perret et Paris, le 12 novembre 2020

Les Commissaires à la fusion



Olivier GRIVILLERS



Olivier SALUSTRO