

NOTE D'INFORMATION

ETABLIE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE ERMO

INITIEE PAR



En application de l'article L.621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°14-330 en date du 24 juin 2014 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société ERMO et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis importants

En application des articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Messieurs Maurice NUSSENBAUM et Teddy GUERINEAU, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

En application de l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, les actionnaires minoritaires de la société ERMO ne représentant pas plus de 5% du capital ou des droits de vote d'ERMO, INGlass SpA a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la société ERMO non apportées à l'offre en contrepartie d'une indemnité de 13,56 euros par action, égale au prix de l'offre, nette de tous frais.

La présente note d'information en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ERMO (www.ermo-group.com), et mis gratuitement à la disposition du public et peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès d'ERMO (Zone artisanale 53440 Marcillé-la-Ville).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'ERMO requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	4
	2.1. Modalités d'acquisition du bloc d'Actions	4
	2.2. Déclarations des franchissements de seuils et d'intentions	4
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	6
	3.1 Composition du Conseil	6
	3.2 Décision du Conseil	6
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ERMO	7
5.	OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE	7
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	7
7.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	8
	7.1. Structure et répartition du capital de la Société	8
	7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions et accords entre actionnaires dont ERMO a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote	8
	7.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du code de commerce	8
	7.4. Déclaration de franchissement de seuils statutaires	9
	7.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	9
	7.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	9
	7.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	9
	7.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et de la direction générale ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	9
	7.9. Pouvoirs du Conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions	9
	7.10. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	10
	7.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	10
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	10
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	62
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	62

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2°, 234-2 et 237-14 du règlement général de l'AMF, la société INglass SpA, société par actions de droit italien, au capital de 2.750.000 euros dont le siège social est situé Via Pave 4, 31020 San Polo di Piave, Italie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Trévise sous le numéro 01584400988 (ci-après l' « **Initiateur** » ou « **INglass** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société ERMO, société anonyme au capital de 2.860.004,76 euros, dont le siège social est sis zone artisanale, 53440 Marcillé la Ville, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Laval sous le numéro 316 514 553 (ci-après « **ERMO** » ou la « **Société** »), d'acquérir leurs actions dans les conditions décrites dans la note d'information de l'Initiateur et la présente note d'information en réponse (ci-après l' « **Offre** »).

Les actions émises par la Société (ci-après les « **Actions** ») sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000063950.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non-détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, au prix de 13,56 euros par Action, soit 82.101 Actions qui représentent 4,56 % du capital social et 2,81 % des droits de vote au 6 juin 2014¹.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En application des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires, ces derniers ne représentant pas plus de 5% du capital ou des droits de vote d'ERMO. Cette procédure sera mise en œuvre à un prix de 13,56 euros par Action nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Oddo Corporate Finance, société en commandite par actions dont le siège social est sis 12, boulevard de la Madeleine, 75440 Paris Cedex 09, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 317 665 289 (ci-après « **Oddo Corporate Finance** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹ Sur la base d'un nombre d'actions de 1.801.803 et de 3.312.803 droits de vote théoriques.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. Modalités d'acquisition du bloc d'Actions

Dans le cadre d'une transaction hors marché conclue le 5 mai 2014 et définitivement réalisée le 6 juin 2014, l'Initiateur a acquis un total de 1.719.702 actions (ci-après le « **Bloc de Contrôle** ») représentant 95,44% du capital d'ERMO et 97,19% de ses droits de vote théorique.

Le projet d'acquisition hors marché a fait l'objet d'un avis positif des instances représentatives du personnel d'ERMO le 29 avril 2014.

L'acquisition du Bloc de Contrôle a pris la forme de l'acquisition auprès de :

- (i) Monsieur Jean-Yves PICHEREAU, de l'intégralité des 6.494.833 actions composant le capital social de la société Aurca, société par actions simplifiée au capital de 6.494.833 euros, dont le siège social est situé 1, rue Eric TABARLY, 53100 Mayenne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Laval sous le numéro 538 297 250, celle-ci ayant pour seule et unique participation **1.500.070** actions de la Société, correspondant à 83,25% du capital et 90,56% des droits de vote de la Société,
- (ii) Monsieur Jean-Yves PICHEREAU, de **8** actions de la Société,
- (iii) la société ICM, de **157.471** actions de la Société,
- (iv) la société JM MecaTech, de **18.664** actions de la Société,
- (v) Monsieur Jacques PINTO, de **17.348** actions de la Société,
- (vi) Monsieur et Madame PINTO, de **2.262** actions de la Société,
- (vii) Monsieur Alain LAUNAY de **11.692** actions de la Société, et
- (viii) Monsieur et Madame LAUNAY, de **12.187** actions de la Société.

Le prix unitaire des actions composant le Bloc de Contrôle s'élève à 13,56 euros (les actions Aurca ont été acquises sur la base d'un prix calculé par transparence de 13,56 euros par action ERMO).

L'acquisition du Bloc de Contrôle est suivie, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants et 234-1 et suivants du règlement général de l'AMF, du dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée par INglass visant les Actions non-détenues par INglass.

2.2. Déclarations des franchissements de seuils et d'intentions

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, l'Initiateur a déclaré par courriers en date du 6 juin 2014 adressés à l'AMF et à la Société, avoir franchi à la hausse, le 6 juin 2014, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50%, 66,66%, 90% et 95% du capital et des droits de vote d'ERMO.

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, l'Initiateur a complété le 6 juin 2014 sa déclaration de franchissement de seuil par la déclaration d'intention suivante :

« A l'occasion du franchissement à la hausse par INglass du seuil de de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50%, 66,66%, 90% et 95% du capital et des droits de vote d'ERMO et conformément aux dispositions du VII de l'article L. 233-7 du code de commerce, INglass déclare que :

- l'acquisition de 95,44% du capital et 97,19% des droits de vote d'Ermo a été financée pour partie par recours à des fonds propres de l'acquéreur, et pour partie par voie de financement bancaire ;
- INglass n'agit pas de concert avec des tiers ;
- en application des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général, INglass entend déposer le 10 juin 2014 auprès de l'Autorité des marchés financiers un projet d'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions ERMO qu'elle ne détient pas déjà, au prix de 13,56 € par action ;
- conformément à la réglementation applicable, et notamment aux dispositions des articles 237-14 et suivants du règlement général, INglass a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire au même prix par action que celui proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée tel qu'indiqué ci-dessus ;
- à l'exception du retrait obligatoire qui serait suivi d'une radiation des actions d'Ermo, l'acquéreur n'envisage aucune des opérations listées à l'article 223-17 I 6° du règlement général ;
- INglass Spa n'est pas partie à des accords ou instruments mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce ;
- INglass Spa n'est partie à aucun accord de cession temporaire ayant pour objet les actions ou les droits de vote de ERMO ;
- l'acquéreur n'a pas l'intention de demander une nouvelle modification du conseil d'administration de ERMO, étant précisé que la composition du conseil d'administration de ERMO a été modifiée en dernier lieu par le conseil d'administration de ERMO au cours de ses réunions des 22 mai et 6 juin 2014 par voie de cooptation, sous réserve d'une ratification ultérieure. L'acquéreur est désormais représenté par quatre membres au sein du conseil d'administration de ERMO. »

Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 11 juin 2014 sous le numéro D&I 214C1037.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, Monsieur Jean-Yves PICHEREAU a déclaré par courriers en date du 10 juin 2014 adressés à l'AMF et à la Société, avoir franchi à la baisse, le 6 juin 2014, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50% et 66,66% en capital et les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,33%, 50%, 66,66% et 90% en droit de vote d'ERMO (avis AMF publié le 10 juin 2014 sous numéro D&I 214C1031).

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

3.1 Composition du Conseil

Le Conseil d'administration d'ERMO est, à la date de la présente note en réponse, composé de cinq administrateurs :

Membres du Conseil d'Administration	Mandat
Monsieur Maurizio BAZZO	Président Directeur Général
Monsieur Alain LAUNAY	Administrateur
Monsieur Tiziano BOSCARIOL	Administrateur
Monsieur Ruben VIDOTTO	Administrateur
Monsieur Thierry HANIN	Administrateur

3.2 Décision du Conseil

Le Conseil d'administration d'ERMO s'est réuni le 10 juin 2014 pour examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par INglass visant les Actions non détenues par INglass et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du règlement général de l'AMF.

L'ensemble des administrateurs a participé à cette réunion à l'exception de Monsieur Alain LAUNAY absent et excusé.

Les membres du Conseil d'administration ont pris connaissance :

- du projet de note d'information préparé par l'Initiateur présentant les caractéristiques, termes et conditions du projet d'Offre, et
- du rapport du cabinet SORGEM EVALUATION, représenté par Messieurs Maurice Nussenbaum et Teddy Guérineau, désigné en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Opération.

Il a relevé que le rapport de l'expert indépendant précise dans ses conclusions que :

« Nous considérons que le Prix de 13,56 € proposé dans le cadre de l'Offre est équitable dans la mesure où il correspond au Prix payé par l'Initiateur au Fondateur et aux Actionnaires Minoritaires pour le Bloc d'actions, et où l'analyse des clauses des accords signés entre le Fondateur et l'Initiateur ne fait pas apparaître d'avantages financiers pour le Fondateur par rapport aux autres actionnaires »

Il a également relevé que les conclusions de l'expert indépendant font ressortir que : *« le Prix de 13,56 € est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cas d'un retrait obligatoire »*.

Il a noté en particulier qu'INglass SpA n'a pas prévu de modifier l'orientation de l'activité de la Société et entend permettre à la Société de poursuivre le développement de ses produits ainsi que son expansion géographique vers de nouveaux marchés. En conséquence, l'Offre ne devrait avoir aucune incidence sur la politique industrielle, commerciale, financière et sociale de la Société.

Il en déduit que la mise en œuvre de l'Offre est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés.

Il a par ailleurs considéré que le projet d'Offre est conforme aux intérêts des actionnaires de la Société, en ce que cette Offre représente notamment pour ces derniers une opportunité de bénéficier d'une liquidité immédiate au même prix que le prix de cession offert aux actionnaires lors de la cession du Bloc de Contrôle.

Il a relevé à ce titre que l'expert indépendant concluait que :

« [...] le Prix de 13,56 € est supérieur aux résultats obtenus dans le cadre d'une méthode multicritères :

- *la prime offerte est comprise entre 6% et 19% par rapport aux résultats obtenus par la méthode des DCF appliqué au plan d'affaires révisé par nos soins ;*
- *la prime offerte est comprise entre 24% et 42% par rapport à la référence du cours de bourse (communiquée à titre indicatif). »*

Ainsi, le Conseil d'administration a approuvé à l'unanimité de ses membres présents ou représentés le projet d'offre publique tel qu'il lui a été présenté et a considéré qu'il était conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés. En conséquence, le Conseil d'administration a recommandé aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre, qu'il juge équitable.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ERMO

Aucun membre actionnaire du Conseil de la Société n'a indiqué son intention d'apporter ses actions à l'Offre.

5. OBSERVATIONS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

Le comité d'entreprise de la société ERMO a été régulièrement informé lors de sa réunion du 13 juin 2014 et n'a pas émis d'observations sur le projet d'Offre.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception des accords conclus dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle, décrits aux sections 1.2.2 et 1.2.3 de la note d'information de l'Initiateur et plus particulièrement de la convention de consultant conclue le 6 juin 2014 entre l'Initiateur et la société HELI 53 EURL, dont le fondateur et associé unique est Monsieur Jean-Yves PICHEREAU, ERMO n'a connaissance d'aucune clause d'accord conclu par les personnes concernées ou leurs actionnaires susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Il est précisé qu'au titre de la convention de consultant Monsieur Jean-Yves PICHEREAU exercera, pendant une durée expirant le 30 juin 2016, une mission de transmission opérationnelle d'ERMO, en contrepartie d'un honoraire fixe de 1.500€ hors taxes par jour, dans la limite de 100 jours par an.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la présente note en réponse, le capital social de la Société est fixé à 2.860.004,76 euros. Il est divisé en 1.801.803 actions ordinaires, entièrement libérées.

A la date de la présente note en réponse, la répartition du capital et des droits de vote d'ERMO est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Aurca ²	1.500.070	83,25%	3.000.140	90,56%
INglass SpA ³	219.632	12,19%	219.632	6,63%
Sous-total INglass	1.719.702	95,44%	3.219.772	97,19%
Autres / Public	82.101	4,56 %	93.031	2,81%
Total	1.801.803	100%	3.312.803	100%

A la date de la présente note en réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre actionnaire détenant directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 4% du capital de la Société ou des droits de vote.

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions et accords entre actionnaires dont ERMO a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

A la connaissance d'ERMO, à la date de la présente note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 7.1 ci-dessus.

² Désormais contrôlée par INglass elle-même contrôlée par la société de droit italien Deimos Srl

³ Contrôlée par la société de droit italien Deimos Srl (contrôlée par M. Maurizio Bazzo)

7.4. Déclaration de franchissement de seuils statutaires

Conformément à l'article 11.3 des statuts de la Société, toute personne physique ou morale venant à détenir directement ou indirectement un pourcentage de capital ou de titre donnant accès à terme au capital de la société égal ou supérieur à 4% ou à un multiple de ce pourcentage est tenue d'en informer la société. A défaut, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote si à l'occasion d'une assemblée le défaut de déclaration a été consigné et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 5% au moins du capital en font la demande lors de cette assemblée.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 14 des statuts de la Société aux termes duquel, notamment, un droit de vote double de celui attribué aux autres Actions est conféré 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.

7.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Il n'existe pas de mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

7.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et de la direction générale ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et de la direction générale sont fixées par les statuts (articles 15, 17 et 19).

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

7.9. Pouvoirs du Conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

Les pouvoirs et attributions du Conseil d'administration et de la direction générale sont décrits aux articles 18 et 19 des statuts. Le directeur général est investi des pouvoirs les plus étendus à l'égard des tiers pour agir en toutes circonstances au nom de la Société dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux que la loi attribue expressément au Conseil d'administration et aux assemblées d'actionnaires. Le Conseil d'administration exerce le contrôle permanent de la gestion de la Société.

Le Conseil d'administration dispose à ce jour de la délégation de compétence suivante consentie par l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires en date du 14 juin 2013 :

- délégation de compétence afin d'augmenter le capital social par émission de toutes valeurs mobilières donnant immédiatement ou à terme accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, étant rappelé que cette délégation a été donnée dans la limite d'un montant nominal global de 2.000.000 d'euros et pour une durée de vingt-six mois qui expirera le 13 août 2015. Sont toutefois exclues de la présente délégation l'émission d'actions de préférence et de certificats d'investissement.

Cette délégation n'a pas été utilisée au jour de la présente note en réponse.

En matière de programme de rachat d'Actions, le Conseil d'administration ne dispose pas d'autorisation à l'effet de faire racheter par la Société ses propres Actions dans le cadre du dispositif de l'article L.225-209 du Code de commerce. En conséquence, le Conseil d'administration ne dispose pas d'autorisation de réduire le capital social de la Société par voie d'annulation d'Actions et ne détient, à ce jour, aucune action propre.

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

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par ERMO ou l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

7.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la date de la présente note en réponse, la Société n'a conclu aucun accord avec les membres du Conseil d'administration ou les salariés prévoyant des indemnités s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, la Société a procédé le 5 mai 2014 à la désignation du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Messieurs Maurice NUSSENBAUM et Teddy GUERINEAU, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'éventuelle procédure de retrait obligatoire qui suivrait.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Sorgem Evaluation a rendu le rapport ci-après reproduit :

● **ATTESTATION D'EQUITE ERMO**

Paris, le 10 juin 2014
N/Réf : 14/89/R/MNTG/ASH

11, rue Leroux - F75116 Paris
Tel. + 33 (0)1 40 67 20 00
Fax + 33(0)1 40 67 74 14

Sommaire

I.	PRESENTATION DE L'OPERATION	5
1.	Présentation de l'Initiateur.....	5
2.	Présentation de la Société.....	5
3.	Motifs de l'Opération.....	6
4.	Présentation des termes de l'Opération.....	7
5.	Caractère équitable de l'Opération.....	7
5.1	Dans le cadre de l'Offre.....	7
5.2	Dans le cadre de l'éventuel retrait obligatoire.....	8
II.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	10
1.	Présentation de Sorgem Evaluation.....	10
2.	Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	10
3.	Déclaration d'indépendance.....	11
4.	Rémunération.....	11
5.	Réserves.....	11
III.	PRESENTATION DE LA SOCIETE	13
1.	Activités et caractéristiques du marché de la Société.....	13
1.1	De par son expérience et ses différentes acquisitions, ERMO a su devenir un acteur de référence sur le marché de la conception et la fabrication de moule pour injection de matière plastique.....	13
1.2	Ermo propose à ses clients des produits et services de qualité qui lui permettent de dépasser son rôle de simple sous-traitant.....	15
2.	Analyse des caractéristiques financières de la Société.....	17
2.1	Le chiffre d'affaires de la Société entre 2007 et 2013 a fortement varié en fonction de la conjoncture économique.....	17
2.2	Des marges d'exploitation soutenues très sensibles au niveau de l'activité.....	18
2.3	Un bilan solide avec un capital économique essentiellement composé des installations et machines de production et une importante trésorerie.....	20
3.	Synthèse sur les forces et faiblesses de la Société et les menaces et opportunités sur son marché.....	22
IV.	EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	23
1.	Méthodes d'évaluation et références écartées.....	23
1.1	Méthode de l'actif net réévalué.....	23
1.2	Méthode de l'actualisation des dividendes.....	23
1.3	Référence à l'actif net comptable.....	24
1.4	Méthode des transactions comparables.....	24
1.5	Méthode des multiples de sociétés comparables cotées.....	25
1.6	Référence aux objectifs de cours des analystes.....	26
2.	Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur par action.....	26
2.1	Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	26
2.2	Nombre d'actions pris en compte.....	27
3.	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.....	27
3.1	Présentation des prévisions retenues.....	28

3.2	Les synergies envisagées par l'Initiateur.....	29
3.3	Les investissements et le besoin en fonds de roulement.....	30
3.4	Détermination du taux d'actualisation.....	31
3.4.1.	Principe.....	31
3.4.2.	Taux sans risque.....	32
3.4.3.	Prime de risque moyenne du marché.....	33
3.4.4.	Coefficient beta.....	33
3.4.5.	Prime de taille.....	34
3.4.6.	Spread de crédit.....	35
3.4.7.	Calcul du taux d'actualisation retenu.....	35
3.5	Les hypothèses de calcul de la valeur terminale.....	35
3.6	Valeur de l'action Ermo.....	35
4.	Références aux transactions récentes sur le capital.....	36
4.1	Référence à la transaction réalisée avec le Fondateur.....	36
4.2	Référence à la transaction réalisée avec les Actionnaires Minoritaires.....	37
5.	Référence au cours de bourse.....	38
5.1	Evolution du cours de bourse sur deux années avant l'annonce de l'Offre (à titre indicatif).....	38
5.2	Evolution du cours de bourse depuis l'annonce de l'Offre.....	39
6.	Synthèse des travaux.....	40
V.	ANALYSE DES TRAVAUX REALISES PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	42
1.	Commentaires sur l'estimation du taux d'actualisation retenu dans la cadre de l'application de l'approche DCF.....	42
2.	Commentaires sur la mise en œuvre de la méthode des DCF.....	43
VI.	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OPERATION.....	45
1.	Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre.....	45
2.	Conclusion sur le caractère équitable d'un éventuel retrait obligatoire.....	46
	Annexe 1 Diligences effectuées par l'expert.....	47

Le conseil d'administration de la société ERMO (« la Société ») a désigné Sorgem Evaluation, représentée par M. Maurice Nussenbaum et M. Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant, au cours de sa séance du 5 mai 2014, dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifié (« l'Offre ») qui sera initiée par INglass Spa (« l'Initiateur »), et de la procédure de retrait obligatoire qui suivra. Dans le reste de ce document, l'Offre et le retrait obligatoire seront désignés conjointement l'Opération.

Le prix de l'Offre et du retrait obligatoire (le « Prix ») a été fixé par l'Initiateur à 13,56 € par action de la Société.

L'Offre fait suite à l'acquisition par INglass le 6 juin 2014 de 1.719.702 actions Ermo¹ (« Bloc d'actions ») auprès de M. Pichereau (« M. Pichereau » ou le « Fondateur ») et de messieurs Alain Launay, Claude Marquet et Jacques Pinto directement ou par le biais d'une société interposée (les « Actionnaires Minoritaires ») dont :

- 1.500.070 actions détenus par la société Aurca (ci-après « Aurca ») acquise par l'Initiateur le 6 juin 2014 auprès de Jean-Yves Pichereau ;
- 8 actions Ermo acquises auprès de Jean-Yves Pichereau ;
- 157.471 actions acquises auprès de M. Claude Marquet ;
- 23.879 actions acquises auprès de M. et Mme Alain Launay ;
- 38.274 actions acquises auprès de M. et Mme Jacques Pinto.

Dans le reste de ce document, M. Pichereau et les Actionnaires Minoritaires sont désignés conjointement les Cédants.

Notre désignation et le présent rapport s'inscrivent tout d'abord dans le cadre de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »), qui exige la désignation d'un expert indépendant lorsque l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration. Dans le cas d'espèce, ces conflits pourraient provenir du fait que :

¹ Correspondant à 95,44% du capital et 97,19 % des droits de vote (le pourcentage de droits de vote acquis a été calculé conformément aux préconisations de l'article 223-11 du règlement générale de l'AMF qui indique que le nombre total de droits de vote doit être calculé sur la base de l'ensemble des titres auxquels sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote).

- la Société sera déjà contrôlée par l'Initiateur, au sens de l'article 233-3 du Code du Commerce, au moment du dépôt de l'Offre (261-1 I 1°) ;
- les dirigeants de la société visée ont conclu des accords avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (261-1 I 2°).

Notre intervention s'inscrit également dans le cadre de l'article 261-1 II qui requiert la nomination d'un expert indépendant préalablement à la mise œuvre d'un retrait obligatoire.

Nous avons effectué nos diligences dans le respect des dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006, complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées en annexe 1.

I. PRESENTATION DE L'OPERATION

1. Présentation de l'Initiateur

INglass est une société de droit Italien au capital de 2.750.000 euros dont le siège social est situé Via Piave 4, 31020 San Polo di Piave en Italie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Trévise sous le numéro 01584400988.

Fondée en 1987, INglass se spécialise dans la conception, la fabrication et la commercialisation de moules pour l'industrie plastique et réalise l'essentiel de son activité sur le secteur automobile. En 2001, la société complète son offre avec le développement d'une activité de conception et fabrication de blocs chauds pour le moulage à injection plastique. La société a également développé son activité à l'international notamment grâce à l'ouverture d'usines en Chine et en Inde.

L'Initiateur est contrôlé par la société de droit italien Deimos Srl.

2. Présentation de la Société

Ermo est une société anonyme au capital de 2.860.004,76 euros, dont le siège social est situé en Zone Artisanale, à Marcille La Ville BP 53440, 53102 Mayenne et qui est immatriculée sous le numéro 316 514 553 au registre du commerce et des sociétés de Laval. La Société détient les filiales suivantes :

- Ermopoland, société de fabrication localisée en Pologne ;
- Flyer, société qui emploie les quatre principaux dirigeants d'Ermo (MM. Jean-Yves Pichereau, Bertrand Hugain, Alain Launay et Yann Coquelle) ;
- SCI Carau, société qui détient les actifs de la Société dont le site de Laval loué par 3MO Performance, ancienne filiale d'Ermo.

Depuis plus de 30 ans, la Société est présente sur le marché des moules de grande précision à injection plastique destinés notamment aux marchés médical, alimentaire, des bouchons et des cosmétiques. Elle conçoit et fabrique ses produits au sein de ses quatre usines françaises (3) et polonaises (1). Elle a également développé des activités annexes telles que l'entretien et la maintenance des moules, une activité de centre d'essais et un service d'assistance dans la conception de pièces plastiques.

La Société a été introduite en Bourse en 1998 sur le Second Marché de la Bourse de Paris.

Elle est maintenant cotée sur le Compartiment C de NYSE Euronext Paris. Avant la cession du Bloc d'actions à INglass le 6 juin 2014 son capital était réparti comme suit² :

	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
Aurca (Jean-Yves Pichereau)	1 500 070	83,25%	3 000 140	90,56%
Jean-Yves Pichereau	8	0,00%	8	0,00%
ICM (C. Marquet)	157 471	8,74%	157 471	4,75%
J. Pintot	38 274	2,12%	38 274	1,16%
A. Launay	23 879	1,33%	23 879	0,72%
Flottant	82 101	4,56%	93 031	2,81%
Total	1 801 803	100%	3 312 803	100%

Depuis la cession du Bloc d'actions, INglass détient 95,44% du capital et 97,19% des droits de vote de la Société, le reste correspond au flottant et est détenu par les actionnaires minoritaires.

3. Motifs de l'Opération

En septembre 2012, le Fondateur de la Société envisage de se désengager des activités d'Ermo et engage ainsi une réflexion sur l'éventuelle cession de ses parts dans la Société.

Conseillé par le cabinet Clipper Finance, Jean-Yves Pichereau entame alors un processus de mise en vente. Le cabinet contacte une vingtaine de fonds d'investissement et industriels³, acteurs du marché d'Ermo ou d'un secteur connexe.

En juin 2013, en l'absence de véritable marque d'intérêt montré par un industriel du secteur, le Fondateur entame des négociations avec la société NH Entreprise, holding industriel d'investissement à capital privé, qui conduisent à la signature d'un protocole de cession le 3 octobre 2013. Cette cession est finalement annulée suite à la caducité du protocole d'accord liée à un désaccord entre les deux parties.

Le Fondateur est alors approché par le groupe INglass avec lequel il signe un contrat de cession des actions de la société Aurca, dont il détient le contrôle et dont l'objet est de

² Ce tableau a été réalisé conformément au mode de calcul préconisé par l'article 223-11 du règlement général de l'AMF qui indique que le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des titres auxquels sont attachés des droits de vote, y compris les titres privés de droits de vote.

³ INglass ne faisait alors pas parti des industriels sélectionnés.

détenir 1.500.070 actions de la Société. Ce contrat prévoit également que M. Pichereau se porte fort de la cession par les Actionnaire Minoritaires de leurs actions de la Société. A cet effet, les Actionnaires Minoritaires ont signé avec M. Pichereau des engagements de cession de leurs titres à l'Initiateur sur la base de conditions identiques tant au niveau du prix que des modalités de paiement.

Ainsi, l'Initiateur a franchi à la date du présent rapport le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, ce qui l'oblige, conformément à l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF, à lancer une offre sur cette dernière.

INGlass ayant acquis plus de 95% du capital de la Société, elle lancera une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

4. Présentation des termes de l'Opération

Le Prix de l'Offre et du retrait obligatoire a été fixé par l'Initiateur à 13,56 € par action de la Société.

5. Caractère équitable de l'Opération

5.1 Dans le cadre de l'Offre

L'Offre est une offre obligatoire, du point de vue de l'Initiateur, lancée en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF, tandis qu'il s'agit d'une offre facultative pour les actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, le Règlement Général de l'AMF oblige l'initiateur d'une offre lancée en application de l'article 234-2 à proposer un prix qui « doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre ».

Ainsi, l'équité de l'Offre repose sur le fait que le Prix proposé par l'Initiateur est égal au prix le plus élevé qu'il a payé sur une période de douze mois pour acquérir des actions de la Société, c'est-à-dire le Prix unitaire qui a été payé par INglass aux Cédants, soit 13,56 €.

Par ailleurs, il est prévu que M. PICHEREAU devienne consultant de la Société et qu'il ne bénéficie d'aucun management package.

L'analyse de l'équité de l'Offre suppose donc de vérifier que les clauses des accords conclus par le Fondateur avec l'Initiateur ne fassent pas apparaître d'avantages

financiers dont le Fondateur seraient le bénéficiaire exclusif, et qui créeraient un déséquilibre par rapport aux autres actionnaires.

5.2 Dans le cadre de l'éventuel retrait obligatoire

L'Initiateur mettra en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les mêmes conditions que l'Offre, soit au Prix de 13,56 €.

Les actionnaires minoritaires n'ayant pas la possibilité de ne pas participer à un retrait obligatoire, le Prix proposé doit prendre compte :

- la valeur intrinsèque de la Société correspondant à la valeur des activités de la Société dans le cadre de la mise en place de la stratégie menée par sa direction actuelle ;
- le supplément de valorisation qui pourrait être éventuellement obtenu si l'une ou l'ensemble des branches était cédé à un tiers susceptible d'extérioriser des synergies.

Le Prix de 13,56 € est le résultat d'un processus ouvert de vente, ayant impliqué des acquéreurs industriels et des investisseurs financiers, où le Fondateur a cherché à optimiser ses conditions de sortie, tout en conservant un projet industriel cohérent avec l'activité de la Société.

Par nature, et pour autant qu'il n'y ait pas d'inégalité de traitement entre les Cédants et les actionnaires minoritaires, ce type de processus conduit à proposer un prix reflétant la valeur intrinsèque de l'entreprise et un partage des synergies.

Dans le cas d'espèce, nous observons qu'après l'échec de la cession à NH Entreprise, qui est un investisseur financier, l'Initiateur a été le seul industriel à faire part de son intérêt pour la Société, à un prix supérieur à celui proposé par NH. Par ailleurs, l'Initiateur affiche une forte volonté d'intégrer la marque, les technologies, les savoir-faire et le personnel de la Société dans ses opérations pour se développer, ce qui rend peu probable une revente de la Société à un horizon prévisible.

De ce fait, le caractère équitable du prix de 13,56 € proposé dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire suppose donc que :

- les accords conclus par les Cédants ne fassent pas apparaître un avantage à leur profit, ce qui constitue une condition équivalente à ce qui est nécessaire pour garantir l'équité de l'Offre ;

- la valeur de la Société résultant de la mise en œuvre d'une approche multicritères soit cohérente avec le Prix de 13,56 €.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

SORGEM EVALUATION est une société de conseil en finance, filiale du groupe SORGEM, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages), et conseil en ingénierie financière.

SORGEM EVALUATION dispose d'une équipe d'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, SORGEM EVALUATION a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
mars-12	OPRA et OPAS sur BSAAR	Havas	Havas	BNP Paribas, Natixis, CM-CIC Securities
juin-12	OPR-RO	CFCAL	Crédit Mutuel Arkéa	Oddo
sept-12	OPAS suivie d'un RO	Adverline	Mediapost	CM-CIC Securities
sept-12	OPR-RO	CIB	Orion Immobilien	Oddo
Mai- 14	OPA	Systran	CSLI	Afforge Degroof

SORGEM EVALUATION est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Maurice Nussenbaum, associé fondateur et président de Sorgem Evaluation, est également membre du comité de direction de l'APEI. Les associés de SORGEM EVALUATION sont également adhérents à des associations professionnelles dans le domaine de l'expertise judiciaire (CNEJFD) et de l'évaluation (SFEV) et, à ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, associé fondateur et président de SORGEM EVALUATION. Il est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur à l'Université Paris Dauphine, expert financier agréé par la Cour de Cassation.

- Teddy GUERINEAU, associé de SORGEM EVALUATION, diplômé en finance de l'Université de Paris Dauphine, chargé de cours à l'Université Paris Dauphine, et disposant d'une expérience professionnelle de quatorze ans dans le domaine de l'évaluation financière et du conseil financier.
- Anne-Sophie Haniez, Assistant Manager, diplômée en finance de l'Université de Paris Dauphine disposant d'une expérience professionnelle de cinq ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.
- un consultant disposant d'une expérience professionnelle d'un an dans le domaine du conseil financier et de l'audit financier.

Ce rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité réalisé par Claire Karsenti, Associée de SORGEM EVALUATION. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et de l'Université de Paris Dauphine, expert financier près la Cour d'Appel de PARIS et chargée de cours à l'Université Paris Dauphine.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II, SORGEM EVALUATION atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les 18 derniers mois.

4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 25.000 € hors taxes.

5. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société ainsi que ses conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques de la

Société, des explications orales et écrites obtenues auprès de la direction, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

Les fourchettes de valorisation présentées dans le présent rapport et notre opinion sur le caractère équitable du Prix des actions de la Société reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, cours et données prévisionnelles des sociétés comparables) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE

1. Activités et caractéristiques du marché de la Société

1.1 De par son expérience et ses différentes acquisitions, ERMO a su devenir un acteur de référence sur le marché de la conception et la fabrication de moule pour injection de matière plastique

Créée en 1979, la Société réalisait initialement des moules à injection plastique destinés principalement à l'industrie automobile, les téléphones portables et l'électroménager.

Dans les années 2000, la globalisation de l'économie mondiale conduit à la délocalisation des industries clientes de la Société qui conduit à une importante baisse des ventes de moules en France⁴ et oblige les acteurs du marché du moule français à revoir leur stratégie par :

- une diversification de leurs débouchés pour cibler des marchés à forte valeur ajoutée telle que la cosmétique ou le médical où la technologie et la fiabilité du moule sont primordiales pour faire face à la production en grande série des pièces ;
- l'innovation et l'investissement dans les technologies afin de bénéficier d'un outillage adapté à une offre premium ;
- une croissance externe stratégique pour permettre par exemple une diminution des coûts de production ou une optimisation de la technologie ;
- une diversification de leurs activités (production de blocs chauds, maintenance et réparation des moules ...) ;

La Société se spécialise alors dans les moules de haute précision de grande consommation pour lesquels les clients ont des exigences élevées en termes de qualité, de garantie (temps de cycle et temps de fermeture) et de durée de vie du moule.

Le caractère premium de ce secteur de niche de l'industrie du moule lui confère des barrières à l'entrée liées au niveau technologique des procédés de conception et de production et à la nécessité de disposer d'un centre d'essai pour tester les moules prototypes. En France, ce marché est ainsi limité à quelques acteurs tels que Plasticsud, AGP Développement...

⁴ La production de produits en caoutchouc et en plastique en France a ainsi diminué de près 20% entre 2005 et 2012 (source : Fabrications de moules et modèles, Etude Xerfi, décembre 2013).

Le développement de la Société sur cette activité s'est réalisé par **le lancement de succursales en interne et des opérations de croissance externe** :

- lancement en 2000 d'Ermo Mayenne, spécialisé dans le moule multi-empainte ;
- acquisition d'Ermopoland en 2002, qui fabrique les pièces de la phase d'ébauche d'un moule, qui requière moins de précision ;
- acquisition de Moulindustrie en 2004⁵, spécialisé dans la fabrication de moules bi-matières ;

Par la suite, Ermo confirme son positionnement premium en obtenant les certifications Iso 9001 v 2000 (en 2007) et Iso 13845 (en 2011).

Dans le même temps, ERMO intensifie ses efforts en recherche et développement et **se diversifie** en développant des activités annexes à son métier d'origine tels que des prestations d'étude des pièces plastiques et de la maintenance et remise en état sur des moules qu'elle a ou non conçu.

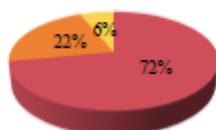
Aujourd'hui, le marché de la fabrication du moule est toujours sensible à la conjoncture économique et subit le ralentissement des investissements industriels. En effet, le recul de 7%⁶ des investissements industriel en France en 2013 impacte directement l'industrie du moule : les industries freinent leurs investissements dans le nouveaux produits et n'ont donc pas besoin de nouveaux moules.

Face à ce ralentissement de l'investissement national, les moulistes français concentrent leurs efforts sur **l'exportation de leur production** vers des pays avec une industrie dynamique. Ainsi, entre 2008 et 2013 la part du chiffre d'affaires de la Société à l'international est passée de 28% à 64%.

⁵ Les Sociétés Techmo 61 (acquise en 1987) et Moulindustrie ont été fusionnées à la Société en septembre 2013 avec effet rétroactif en janvier 2013.

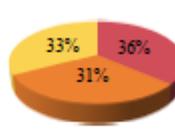
⁶ Source : Etude Xerfi sur la fabrication de moules et modèles, décembre 2013.

Répartition géographique du chiffre d'affaires d'Ermo en 2008



■ France ■ Union Européenne ■ Reste du monde

Répartition géographique du chiffre d'affaires d'Ermo en 2013



■ France ■ Union Européenne ■ Reste du monde

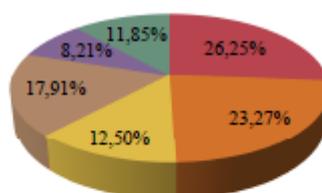
Cette ouverture à l'international expose la Société à la concurrence de grandes sociétés internationales que sont Adval Tech (groupe suisse spécialisé dans l'automobile et les biens de consommation), Husky Injection modeling Systems (groupe canadien spécialisé sur les secteurs automobile, alimentaire, médical...) ou Männer (société allemande spécialisée sur les secteurs médicaux, cosmétiques et alimentaires) ...

1.2 Ermo propose à ses clients des produits et services de qualité qui lui permettent de dépasser son rôle de simple sous-traitant

Le marché historique d'Ermo est celui de la conception et la fabrication de moules qui représente un chiffre d'affaires en France de 775 M€ en 2012⁷ et correspond à un métier de sous-traitance industrielle.

La Société réalise la conception, la fabrication et la commercialisation des moules pour l'injection de matière plastiques pour les secteurs de la cosmétique, du médical, de l'alimentaire et des bouchons et capsules.

Répartition par secteur des débouchés d'Ermo en 2013 (% des ventes)



■ Cosmétique ■ Emballage (alimentaire et autres) ■ Médical ■ Capsules et bouchons ■ Automobile ■ Autres

Ermo propose à ses clients des services :

- de conception du moule

⁷ Source : Etude Xerfi sur la fabrication de moules et modèles, décembre 2013.

Le bureau d'étude de la Société collabore alors avec le donneur d'ordre pour étudier la faisabilité du projet, réfléchir à sa conception et optimiser les coûts de fabrication.

- **d'essais et prototypes**

Le centre d'essai de la Société lui permet de réaliser des pièces issues de moules prototypes, des pièces préséries et séries en respectant les conditions de production et paramètres du client.

- **de fabrication**

La Société s'appuie sur ses 3 ateliers pour réaliser la fabrication des moules à injection plastique de ses clients tels que :

- > Les moules multi-matières ;
- > Les moules à injection céramique ou métallique ;
- > L'assemblage dans le moule et la fermeture dans le moule ;
- > Les moules multi-empreintes à étage.

Ermo a ainsi un positionnement haut de gamme qui permet de répondre aux contraintes techniques, qualitatives et financières de ses clients.

- **la maintenance et la réparation**

Pour ses clients et autres industriels la Société propose un service d'entretien et de réparation des moules qui, dans un souci d'économie de coûts, peut être préféré à la commande de nouveaux moules.

Cette activité représente environ 10% de son chiffre d'affaires en 2013 et permet à la Société de s'assurer une certaine récurrence dans ses revenus.

Entre le début de la relation commerciale avec un client et la fabrication du moule série peut s'étaler sur plusieurs années. Dans un premier temps, Ermo doit faire ses preuves et gagner la confiance du nouveau client. Après la conception, la Société réalise un moule prototype à empreinte unique pour réaliser les premiers essais de pièce.

Ensuite, le moule pilote est utilisé pour réaliser les premières séries de pièces et valider le design final. Ce n'est donc que plusieurs mois après le début du projet que le moule série, permettant parfois la fabrication de millions de pièces, est fabriqué.

Ce moule sera ensuite utilisé par l'industriel pendant plusieurs années jusqu'au renouvellement de sa gamme de produit.

Les investissements réalisés par la Société dans la fabrication d'un moule sont donc très importants. La marge d'Ermo dépend ainsi de la rentabilité des premières phases de cycle de vie du produit : la marge sera d'autant plus importante que le moule pilote sera décliné.

Face à cet enjeu, la Société concentre ses efforts commerciaux pour travailler directement avec les principaux donneurs d'ordre tels que L'Oréal et Unilever, qui réalisent régulièrement de nouvelles gammes de produits.

2. Analyse des caractéristiques financières de la Société

2.1 Le chiffre d'affaires de la Société entre 2007 et 2013 a fortement varié en fonction de la conjoncture économique

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du chiffre d'affaires de la Société entre 2007 et 2013 :

Données en k€	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TCAM 07/13
Chiffre d'affaires et prod. stockée	21 639	17 999	11 901	19 539	18 296	27 213	23 495	1,4%
Croissance en %	na	-16,8%	-33,9%	64,2%	-6,4%	48,7%	-13,7%	

Source : Rapports annuels de la Société entre 2006 et 2011

La Société a vu son chiffre d'affaires progresser au taux annuel moyen de 1,4% sur la période 2007 à 2013 mais a connu deux périodes distinctes.

Entre 2007 et 2009, la Société subit l'effet de la crise et voit son chiffre d'affaires baisser de 45% en 2 ans. Elle réussit ensuite à redresser la situation à partir de 2010 grâce notamment à :

- l'augmentation de l'activité à l'international où la Société réalise 66% de son chiffre d'affaires en 2013 ;
- le lancement des activités de maintenance et de réparation de moules qui représentent près de 10% du chiffre d'affaires en 2013 ;

- l'effort de la Société porté sur les clients directs grands comptes qui a par exemple permis à Ermo d'être référencé chez Procter & Gamble et Unilever.

En 2012, le chiffre d'affaires atteint ainsi 27,2 M€. Ce pic d'activité s'explique par l'existence d'importantes commandes de plusieurs moules similaires, sur lesquelles Ermo réalise ses meilleures marges. Les trois premiers clients représentaient ainsi plus de 10 M€ du chiffre d'affaires de la Société sur cet exercice (soit près de 40% du chiffre d'affaires).

En 2013, le chiffre d'affaires de la Société enregistre une baisse de 13,7% qui s'explique par l'absence de commandes importantes de l'exercice précédent et la diminution des exportations de -16%.

Le niveau du chiffre d'affaires de la Société dépend donc chaque année de quelques affaires importantes de l'exercice. Le risque client est d'autant plus important que le cycle de vie des moules sont longs, le lancement de nouvelles gammes de produits n'intervenant pas tous les ans.

En 2014, la Société prévoit un nouveau ralentissement de son activité, qui se reflète dans un chiffre d'affaires réalisé et un carnet de commandes ferme qui s'élèvent à 15,4 M€ au 15 mai 2014 contre 20,1 M€ en 2013 à la même date⁸. Le chiffre d'affaires de la Société sur le premier trimestre s'élève ainsi à 5,4 M€ et est en baisse de 13,4% par rapport à 2013. Cette diminution de l'activité s'explique essentiellement par :

- l'absence de commande de moules dupliqués ;
- le report de certaines commandes ;
- une certaine prudence des clients sur les investissements dans de nouveaux projets.

2.2 Des marges d'exploitation soutenues très sensibles au niveau de l'activité

Le tableau ci-contre présente le compte de résultat synthétique de la Société entre 2008 et 2013 :

⁸ Source : Communiqué de la Société relatif au chiffre d'affaires du premier trimestre 2014

en k€	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CA et production stockée	17 999	11 901	19 539	18 296	27 213	23 495
<i>Croissance en %</i>	<i>-16,8%</i>	<i>-33,9%</i>	<i>64,2%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>48,7%</i>	<i>-13,7%</i>
Subventions d'exploitation	237	300	313	313	332	446
Achats consommés	-4 032	-2 066	-4 984	-4 780	-7 922	-5 331
Charges de personnel	-7 580	-6 805	-7 483	-8 128	-8 961	-9 053
Autres charges d'exploitation	-3 500	-2 492	-3 814	-4 002	-5 831	-5 151
Impôts et taxes	-723	-562	-584	-511	-604	-621
Autres produits et charges	39	43	36	62	15	264
Dotations aux provisions	-381	-232	-561	-355	-652	-670
Reprises de provisions	428	438	271	540	402	647
EBITDA	2 487	528	2 732	1 435	3 992	4 026
<i>Marge en %</i>	<i>13,8%</i>	<i>4,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>7,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>17,1%</i>
Dotations aux amortissements	-1 967	-1 616	-1 479	-1 657	-1 785	-1 739
EBIT	520	-1 088	1 253	-221	2 207	2 287
<i>Marge en %</i>	<i>2,9%</i>	<i>-9,1%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>8,1%</i>	<i>9,7%</i>

Source : Rapports annuels Ermo

Les résultats de la Société ont suivi, en l'amplifiant, la même tendance que celle observée au niveau de ses revenus.

Avec une structure essentiellement composée de coûts fixes, la Société a été contrainte d'alléger sa masse salariale pour faire face à la baisse de ses revenus intervenue entre 2007 et 2009. Son taux de marge d'exploitation passe alors de -1% (2007) à -9,1% (2009).

L'amélioration de la marge constatée sur les années suivantes traduit la hausse du chiffre d'affaires de la Société ainsi que les efforts d'optimisation de la structure de coûts :

- licenciement du chef de production (2011) et embauche d'un ancien responsable du secteur automobile qui, entre autre, lance une réorganisation des postes de contrôle ;
- investissements dans la formation et les méthodes pour améliorer les process de production.

Ces investissements portent leurs fruits en 2013, où la Société voit sa marge d'exploitation s'améliorer de plus de 2 points. Cette augmentation de l'EBIT (2,3 M€ en 2013) s'explique également par l'augmentation des avantages fiscaux accordés aux entreprises qui se traduit par une augmentation de 34% des subventions d'exploitation (CICR et CICE) en 2013.

L'EBIT de la Société s'élève alors à 2,3 M€ avec un taux de marge d'EBIT de 9,7%.

2.3 Un bilan solide avec un capital économique essentiellement composé des installations et machines de production et une importante trésorerie

Le tableau suivant présente l'évolution des principaux agrégats du bilan économique de la Société entre 2007 et 2013 :

Données en k€	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Immobilisations corporelles	8 131	6 928	7 829	7 746	7 363	6 505
Immobilisations incorporelles	36	11	30	55	97	29
Besoin en fond de roulement ⁹	2 959	390	9	176	-287	804
<i>BFR/CA</i>	<i>16,4%</i>	<i>3,3%</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>3,4%</i>
Capital employé	11 126	7 329	7 869	7 977	7 173	7 338
Participations	23	23	73	73	73	73
Autres immobilisations financières	18	14	14	19	20	20
Goodwill	47	47	47	47	47	47
Actif économique	11 213	7 413	8 003	8 116	7 312	7 478
Capitaux propres	11 842	9 352	11 209	10 017	10 591	11 179

⁹ Notre estimation du BFR diffère du calcul réalisé par la Société puisqu'il prend en compte les provisions d'exploitation telles que les provisions pour garanties accordées aux clients, ainsi que les impôts différés récurrents (exemple : impôts différés relatifs aux amortissements dérogatoires).

Provisions pour retraite nettes	209	263	299	319	370	413
Dette financière nette	-838	-2 202	-3 505	-2 221	-3 649	-4 114
Capital financier	11 213	7 413	8 003	8 116	7 312	7 478
Capital employé / CA	61,8%	61,6%	40,3%	43,6%	26,4%	31,2%
ROCE ¹⁰	3,8%	-	11,9%	-	22,1%	22,8%

Source : Rapports annuels Ermo

L'analyse du bilan économique de la Société appelle plusieurs commentaires :

Tout d'abord, on constate que le capital économique de la Société est essentiellement composé des immobilisations corporelles soit des ateliers (terrains, construction et installations), machines et outillages utilisés pour la production (6,5 M€ au 31/12/2013). Il est important de relever que la Société n'activant pas ses frais de recherche et développement, on peut estimer que la valeur comptable de ses capitaux employés est prudente.

Le bilan de la Société au 31 décembre 2013 fait ressortir un besoin en fonds de roulement de 0,8 M€ qui représente 3% du chiffre d'affaires. Ce faible niveau de BFR traduit l'effet positif d'encaissements sur des commandes enregistrées en fin d'année et ne reflète donc pas le niveau normatif du BFR de la Société que la direction estime à 70 jours de chiffre d'affaires.

La Société affiche un bilan solide avec une trésorerie de 7,2 M€ et des dettes financières de 3,1 M€. Ce niveau de trésorerie s'explique essentiellement par l'importance des fonds propres de la Société par rapport aux besoins de l'activité.

Le niveau atteint par le ROCE (22,8% en 2013) résulte du triple effet :

- de l'absence d'activation des frais de recherche et développement de la Société ;
- du positionnement premium de la Société ;
- des efforts portés sur l'optimisation des coûts.

On peut néanmoins s'interroger sur la pérennité d'un tel niveau de rentabilité dans un secteur où les barrières à l'entrée reposent principalement sur le savoir-faire acquis et les relations clients.

¹⁰ ROCE = EBIT après IS/Capital employé.

3. Synthèse sur les forces et faiblesses de la Société et les menaces et opportunités sur son marché

Le tableau suivant synthétise les forces et les faiblesses de la Société ainsi que les menaces et opportunités de son marché :

Forces	Faiblesses
<p>Capacité d'innovation importante : maîtrise les technologies du moule multi-empainte, assemblage dans le moule et moules bi-matière</p> <p>Acteur historique du marché qui a démontré la qualité de ses prestations auprès d'importants clients grands compte</p> <p>Importante capacité d'adaptation : le bureau d'étude travail en collaboration avec les clients dans la conception du moule</p>	<p>Activité innovante nécessitant un certain niveau de recherche et d'investissement</p> <p>Faible visibilité sur les commandes futures de l'activité</p> <p>Saisonnalité liée aux lancements de nouvelles gammes de produits</p>
Opportunités	Menaces
<p>Développement des activités annexes d'accompagnement dans la conception des moules et la réparation des moules</p> <p>Développement technologique pour répondre aux exigences accrues des clients en terme de qualité</p>	<p>Amélioration du savoir-faire des concurrents situés dans les pays à faible coût de main d'œuvre leur permettant de pénétrer les segments premiums qui conduirait à une pression sur les prix</p> <p>Nouvelle crise économique qui conduirait à réduire les investissements des clients grands comptes et rallongerait ainsi les cycles de vie des moules</p>

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix offert dans le cadre de l'Offre, nous avons tout d'abord évalué la Société sur la base d'une approche multicritères qui nous a conduit à mettre en œuvre une méthode d'évaluation (paragraphe 3.) ainsi que plusieurs références de valorisation (paragraphe 4. et 5.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments à prendre en compte pour passer de la valeur de l'activité à la valeur par action (2.).

L'examen des travaux d'évaluation effectués par l'Etablissement Présentateur est présenté à la section VI.

L'ensemble de nos analyses est fondée sur un Prix de l'action ERMO de 13,56 €, en retenant une date de valorisation au 6 juin 2014.

1. Méthodes d'évaluation et références écartées

1.1 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Or, les principaux éléments d'actifs à réévaluer, et en particulier les actifs incorporels ne peuvent être estimés qu'à partir de prévisions.

Dans le cas d'espèce, la mise en œuvre de cette méthode serait redondante avec la méthode des flux de trésorerie.

1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière, stable dans le temps, et représentative de leur capacité de distribution.

Cette approche dépend donc de la politique financière de la société et n'est pas nécessairement représentative de la capacité de génération de cash flows de l'activité.

A cet égard, nous notons que la Société a versé un dividende de 0,60 € par action au titre des exercices 2010 à 2012 mais qu'aucun dividende ne sera versé au titre de l'exercice 2013.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

1.3 Référence à l'actif net comptable

Cette méthode consiste à estimer les titres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Or, les principaux éléments d'actifs de la Société ne sont pas nécessairement inscrits à l'actif pour leur valeur de marché. Cela résulte notamment du fait que la Société n'active pas ses frais de recherche et développement.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

1.4 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer une société sur la base des multiples constatés lors de transactions impliquant des sociétés du même secteur d'activité.

Cette méthode se heurte souvent à l'absence des données relatives à l'opération ou à la société ayant fait l'objet de la transaction.

Dans le cas d'espèce, nous observons que le secteur de la fabrication de moules à injection multi-empreintes est un marché de niche qui fait l'objet de très peu de transactions.

A titre informatif, nous avons regardé les transactions récentes dans le domaine de la fabrication de moules plastiques reprises dans le tableau ci-dessous :

Date	Acquéreur	Cible	VE (K€)	EV/CA	EV/EBIT	EV/EBITDA
mai-14	RPC Group	Ace Corporation	280	2,2x	12x	10x
avr-14	Nifco Inc.	KTW	50	0,8x	na	5x
avr-14	ARC Group	Advance Tooling Concepts	17	1,4x	na	na
oct-13	Barnes Group	OttoMänner	230	2,6x	10x	7x
mai-13	Medical Technologie Diffusion	Westlake Plastics Company	6	0,6x	na	na

mars-12	Sodick Co	Sodick Plustech Co	63	0,5x	14x	7x
mars-11	OMERS Private Equity	Husky Injection Molding Systems	1 414	2,0x	33x	19x

Les multiples d'EBIT ressortent entre 10x et 33x et ceux d'EBITDA entre 5x et 19x.

Les cibles identifiées diffèrent de la Société de par leurs activités, leur taille, leurs zones géographiques d'activités ou encore leur niveau de marge. Les prix de ces transactions sont donc très hétérogènes.

Nous n'avons pas retenu cette approche pour évaluer la Société.

1.5 Méthode des multiples de sociétés comparables cotées

Cette méthode consiste à évaluer l'action d'une société à partir d'une approche fondée sur les multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés comparables à celle-ci.

Cette méthode se heurte à la difficulté d'établir un panel de sociétés comparables à la société à valoriser en termes d'activité, de marge, de taille ou de zone géographique de ses activités.

Dans un premier temps, nous avons concentré nos recherches sur des sociétés cotées spécialisées dans les activités de moules à injection plastiques.

En premier lieu, nous avons constaté que la plupart des sociétés comparables à Ermo (AGP Développement, Plastisud, Männer...) n'étaient pas cotées.

Ensuite, les sociétés cotées identifiées, suivies par des analystes financiers, n'étaient pas strictement comparables à la société en termes de taille, de marge, d'activité ou de zone d'implantation.

Le tableau ci-dessous présente les sociétés que nous avons identifiées :

Société	Nationalité	Activité	CA (n) M€	Marge EBITDA (n)	Capitalisation boursière M€
Adval Tech Holding	Suisse	Fabrication de composants plastiques et métalliques ainsi que de moules plastiques.	219	9%	125
ARRK CORP	Japonais	Conception et fabrication de moules plastiques pour le prototypage.	385	8%*	128
Yusei Holdings	Chinois	Conception et fabrication de moules à injection de haute précision.	109	10%	15
Gongin Precision Metal	Taiwan	Fabrication d'outillage et de moules pour les productions de masses.	19*	7%	13
Kikuchi Seisakusho	Japonais	Conception et production d'outils et de produits plastiques sur commande à partir de moules.	43	5%	20
Sekisui Machinery	Japonais	Fabrication de moules à injection plastiques.	43	5%*	11
Acma LTD	Singapour	Production des moules à injection plastiques pour l'industrie automobile et d'additifs à économie de carburants.	37	-4%*	54

* : données 2012

En l'absence d'identification de sociétés comparables à Ermo, nous avons dans un second temps élargi notre champ de recherche aux sociétés évoluant sur le marché des machines-outils de haute précision en Europe et en Amérique du Nord.

Nous n'avons pas retenu les sociétés que nous avons identifiées sur ce marché étant donné qu'elles diffèrent sensiblement d'Ermo en termes de taille et de marge.

Nos recherches ne nous ont pas conduit à identifier de sociétés cotées comparables à Ermo. Nous n'avons donc pas retenu cette méthode pour évaluer la Société.

1.6 Référence aux objectifs de cours des analystes

Nous constatons que la Société n'est pas suivie par les analystes financiers.

2. Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur par action

2.1 Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des actions suppose de soustraire et d'ajouter un certain nombre d'éléments qui représentent, globalement, un ajustement à la hausse de 3,8 M€.

Nous retenons parmi les éléments à déduire de la valeur d'entreprise :

- Les emprunts et dettes financières auprès d'établissements de crédits de 3 107 k€ ;
- les provisions pour retraites (nettes des impôts différés actifs correspondants) de 413 k€ ;

Nous retenons parmi les éléments à ajouter à la valeur d'entreprise :

- la valeur nette comptable de la participation de la Société (10%) dans la société 3MO Performance : 73 k€¹¹ ;
- la trésorerie de 7 221 k€.

2.2 Nombre d'actions pris en compte

Nous avons retenu un nombre de titres ERMO de 1.801.803 correspondant au nombre d'actions formant actuellement le capital.

Il est important de relever que la Société ne détient aucun titre auto-détenu et qu'il n'existe aucun instrument donnant droit au capital de la Société.

3. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« DCF ») consiste à déterminer la valeur de la Société à partir de l'actualisation des cash-flows futurs qu'elle est susceptible de générer.

La méthode des DCF a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires 2014-2017 réalisé début 2014 par le management, à périmètre constant, dans le cadre du processus de cession (« le Plan d'affaires »).

Cette méthode requiert de déterminer les paramètres suivants :

- les résultats prévisionnels (3.1.) ;
- les investissements et le besoin en fonds de roulement (3.2.) ;
- le taux d'actualisation (3.3.) ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale (3.4.).

¹¹ Cette valeur est cohérente avec celle obtenue en appliquant le multiple retenu lors de l'acquisition du Bloc d'actions par l'Initiateur à l'EBITDA 2013 de 3MO Performance.

La valorisation de la Société par la méthode DCF a été réalisée sur la base d'une actualisation des flux au 31 mai 2014.

3.1 Présentation des prévisions retenues

Le Plan d'affaires 2014-2017, réalisé dans le cadre du processus de vente de la Société, repose sur les hypothèses structurantes suivantes :

- une croissance moyenne annuelle de 2,6% entre 2013 et 2017 du chiffre d'affaires, jusqu'à atteindre un montant annuel de 26 M€ en 2017, traduisant les attentes de la Société en matière de croissance de ses activités annexes (maintenance et réparation) ainsi que les efforts portés sur les aspects marketing et commerciaux ;

Au 31 mars 2014, le chiffre d'affaires de la Société s'élève à 5,4 M€ et est inférieur aux perspectives attendues par sa Direction.

- une amélioration du taux de marge d'EBITDA de la Société (18,2% en 2017) résultant d'une amélioration des process de production, une optimisation de l'utilisation des capacités de production de la Société au détriment de la sous-traitance et d'une augmentation de la production de l'usine de Pologne ;
- une amélioration du taux de marge d'EBIT de 9,7% en 2013 à 14% en 2017 qui reflète l'amélioration de la marge d'EBITDA et la diminution des amortissements, la Société ralentissant son rythme d'investissements (cf.3.2).
- un taux d'impôt normatif de 33,33% qui se justifie par le fait que la Société réalise la quasi-totalité de son résultat imposable en France et le niveau de son résultat avant impôt qui l'exonère pratiquement de la cotisation sociale de 3,3% sur l'impôt sur les sociétés.

Il convient de noter qu'au terme du Plan d'affaires, la marge d'exploitation de la Société (18,2 % en 2017) se compare avantageusement à la moyenne entre 2008 et 2017 (14,1%).

Le Plan d'affaires traduit ainsi une certaine ambition en termes de croissance de l'activité et des marges, au regard du contexte économique et de l'environnement concurrentiel. En effet, la Société évolue sur des secteurs matures (médical, alimentation, cosmétique) où les perspectives de croissance des volumes sont limitées et où les prix à long terme risquent de subir la pression naturelle liée aux efforts constants

de productivité des industriels voire une concurrence plus importante des pays à faible coût de main d'œuvre au fur et à mesure où l'amélioration de leur savoir-faire leur permettra de pénétrer les segments premiums.

Par ailleurs, on constate que la dernière année du Plan d'affaires ne prend pas en compte le caractère cyclique de l'activité de la Société. Comme nous l'avons indiqué précédemment, l'activité de la Société dépend fortement du niveau des investissements de ses clients tandis que sa structure de coûts, composée en grande partie de coûts fixes, amplifie sur la marge les variations du volume d'activité.

Afin de prendre en compte le caractère cyclique de l'activité et la pression concurrentielle que risque de subir la Société à long terme, nous avons prolongé l'horizon explicite de 10 ans pour l'estimation de la valeur de l'action de la Société par la méthode DCF, en retenant hypothèses suivantes :

- la croissance de la société se réduit progressivement jusqu'à atteindre 1% en 2027 (cf.3.4.) ;
- le ROCE diminue progressivement pour atteindre un niveau normatif de 14% supérieur au coût moyen pondéré du capital de la Société (10,7% - cf. infra) ;

Le fait de normaliser le niveau de rentabilité des capitaux employés à un niveau inférieur à celui constaté sur ces dernières années reflète notre opinion selon laquelle les marges aux termes du Plan d'Affaires sont relativement élevées, et risquent de baisser soit sous la pression de la concurrence, soit du fait l'occurrence de nouvelles phases de bas de cycles telles que celles rencontrées en 2008 et 2009.

Nous avons donc calculé la valeur de la Société par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie à partir du Plan d'affaires que nous avons prolongé.

3.2 Les synergies envisagées par l'Initiateur

Nos discussions et échanges avec l'Initiateur nous ont permis de comprendre que la mise en commun de ses moyens avec ceux de la Société avait pour objectif de générer des synergies autour de trois axes :

- l'Initiateur prévoit d'intégrer ses blocs chauds dans les moules commercialisés par Ermo ;

- l'Initiateur va adapter les technologies développées par Ermo (moules bi-matière, assemblage dans le moule ...) aux moules INglass qui ciblent principalement le secteur de l'automobile ;
- l'Initiateur souhaite commercialiser les moules Ermo dans des zones géographiques où INglass est bien implanté et où l'activité de la Société est limitée (Asie).

L'Initiateur n'a pas effectué de prévisions chiffrées de ses synergies notamment parce qu'il estime qu'un délai de plusieurs années sera nécessaire pour qu'elles se matérialisent :

- comme nous l'avons indiqué précédemment, le fait que les clients attachent une grande importance à la fiabilité des moules conduit à ce qu'un délai de plusieurs années puisse s'écouler entre le moment où débute la démarche commerciale vis-à-vis d'un client potentiel et le moment où ce client commande des moules ;
- l'intégration des blocs chauds fabriqués par INglass aux produits de la Société suppose non seulement des développements spécifiques mais également de convaincre les clients de les adopter.

Ainsi, notre valorisation de la Société à partir de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie ne tient pas compte des éventuelles synergies résultant d'un rapprochement avec l'Initiateur et correspond alors à une valorisation intrinsèque de la Société.

3.3 Les investissements et le besoin en fonds de roulement

Dans le cadre de son Plan d'affaires, la Société a estimé son niveau prévisionnel de BFR et d'investissement :

- la Société retient une augmentation régulière du BFR qui atteint un niveau normatif de 70 jours de chiffre d'affaires en 2017. Ce niveau de BFR est à comparer au faible niveau du BFR 2013 de 12 jours de chiffres d'affaires qui reflète l'existence de commandes importantes en fin d'année et n'est donc pas représentatif d'un niveau normatif.

En l'absence de suivi mensuel du BFR, nous avons retenu les hypothèses du Plan d'affaires. Après intégration des impôts différés passifs et des provisions clients nous obtenons un ratio BFR/CA cible de 14,4%.

- la Société prévoit un investissement net annuel compris entre 0,75 M€ et 1 M€ sur la période prévisionnelle (2014-2017), légèrement inférieur aux investissements des deux dernières années (1,1 M€ en 2013 et 1,2 M€ en 2012). Ce ralentissement de l'investissement fait suite à une importante phase d'investissements de la Société intervenue pendant la période de la crise financière où la Société disposait des ressources nécessaires pour profiter des tarifs avantageux offerts par des fournisseurs dont l'activité avait fortement chuté.

Sur la période de prévision complémentaire entre 2018 et 2027, nous avons retenu un ratio Capitaux employés sur chiffre d'affaires stable par rapport à celui atteint en 2017.

3.4 Détermination du taux d'actualisation

3.4.1. Principe

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Ce taux correspond à un coût moyen pondéré du capital (ci-après « CMPC » ou taux d'actualisation).

$$CMPC = k \times \frac{C}{C + D} + i \times (1 - t) \times \frac{D}{C + D}$$

Avec :

- k : taux sur fonds propres
- i : taux sur la dette
- t : taux de l'impôt sur les sociétés
- C : valeur de marché des fonds propres
- D : valeur de marché de la dette

Au 31 décembre 2013, la Société bénéficie d'une trésorerie nette de 4,1 M€.

Néanmoins, nous constatons qu'elle dispose des capacités financières pour s'endetter sur un marché où l'amélioration technologique et l'innovation sont nécessaires pour conserver un positionnement premium. Nous avons donc retenu une structure financière cible composée de 90% de fonds propres et de 10% de dettes financières, cohérente avec celle retenue pour le secteur « machinery » dans la base de donnée Damodaran (cf.3.4.4.).

Notre estimation du coût des fonds propres K_{fp} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) :

$$K_{EP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

R _f	Taux sans risque
Prime de risque pays	Cette prime vient rémunérer le risque supplémentaire supporté par l'ensemble des entreprises d'un pays (risque politique, risque monétaire, etc.)
β	Béta des actions de la société
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime de risque éventuelle	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays

3.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est généralement estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut, c'est-à-dire les obligations d'Etat à 10 ans.

Le taux des obligations d'Etat françaises s'élève à 1,66% en spot et à 1,97% si on l'observe sur une période de 3 mois (source : Bloomberg, au 6 juin 2014). Le niveau historiquement très bas de ces taux est la traduction d'au moins deux phénomènes : d'une part la faiblesse des anticipations d'inflation et d'autre part le statut de valeur refuge¹² acquise par les obligations d'Etat de certains pays, comme la France, conduisant à des taux de rendement réels très limités.

¹² La notion de valeur refuge fait référence au fait que pendant les périodes de crise les investisseurs se réfugient vers certains actifs considérés comme sans risques tandis qu'ils vendent d'autres actifs considérés comme risqués (les actions, les obligations d'entreprise, voire les obligations de certains Etats à propos desquels les investisseurs redoutent un défaut). Le fait pour certaines obligations d'offrir une protection aux investisseurs pendant les périodes de crise les conduit à disposer d'un bêta négatif et donc d'un rendement réel (c'est-à-dire hors inflation) très faible, voire négatif, alors qu'en moyenne sur longue période ce rendement est positif (Ilmanen, Anti (2011), "Expected Returns", Wiley Finance Series, pp 169-170). Par exemple, dans le contexte actuel de craintes de déflation, les obligations d'Etat disposent de la caractéristique séduisante de se valoriser car leurs cash-flows sont positifs et fixes tandis que les actions perdent de la valeur dans la mesure où il s'agit d'actifs réels dont les cash-flows sont, au moins en parti, indexés sur l'inflation.

Dans ce contexte, le fait de retenir le taux des obligations d'Etat, même lissé sur un période de trois mois, doit conduire à faire preuve de prudence dans la fixation du taux de croissance à long terme.

3.4.3. Prime de risque moyenne du marché

On distingue traditionnellement plusieurs modes d'estimation de la prime de risque de marché : les primes de risque historiques, les primes de risque anticipées ou les consensus de primes de risque.

D'une manière générale, nous ne privilégions pas les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée qui présentent les inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions en revanche les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et du rendement des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment à partir des travaux de Dimson, Marsh et Staunton¹³.

3.4.4. Coefficient beta

Le coefficient beta est une mesure du risque systématique d'un titre, c'est-à-dire de sa sensibilité aux mouvements du marché.

¹³ Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014

a) Approche quantitative

En l'absence d'échantillon de sociétés comparables pertinent nous n'avons pas été en mesure d'estimer le coefficient bêta à partir d'une approche comparable.

La base de donnée Damodaran communique un bêta désendetté de 1,05 comme bêta moyen des sociétés européennes du marché « machinery ».

b) Approche analytique

Les facteurs communément considérés comme influençant le risque systématique¹⁴ sont la sensibilité du volume d'activité à la conjoncture économique, le degré de levier opérationnel (c'est-à-dire la manière dont une variation d'activité se traduit dans le niveau de marge), et le levier financier.

Nous avons montré dans la partie consacrée à la présentation de la Société que son activité était sensible au cycle d'investissement des entreprises qui dépend de la conjoncture économique. De ce fait, l'activité de la Société est très corrélée au cycle économique comme le montre la phase de baisse du chiffre d'affaires intervenu entre 2007 et 2009, période de récession mondiale.

Par ailleurs, le levier opérationnel des activités de la Société est important dans la mesure où la structure de coûts de la Société est essentiellement composée de coûts fixes (charges de personnel).

Ces deux facteurs nous conduisent à considérer que le bêta de la Société devrait être supérieur à celui du marché, soit 1,17 une fois réendetté (avec un bêta désendetté de 1,05).

3.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques font ressortir que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par la formule du MEDAF. L'étude du cabinet Morningstar (ex. Ibbotson) a fait ressortir cet élément au travers de l'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines. La prime de taille est alors estimée à 3,81%, (source : 2013 Ibbotson Risk Premia Over Time Report – prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 514,1 M\$).

¹⁴ Rubinstein, Mark E., A mean-variance synthesis of corporate financial theory, The Journal of Finance, Vol. 28, No. 1. (Mar., 1973), pp. 167-181

3.4.6. Spread de crédit

Nous retenons un spread de crédit de 2% appliqué au taux des OAT 10 ans pour le calcul du coût de la dette.

3.4.7. Calcul du taux d'actualisation retenu

En utilisant ces paramètres, nous obtenons pour la Société un coût des fonds propres de 11,6% et un taux d'actualisation, égal au CMPC de la Société, de 10,7% sur la base duquel nous avons effectué une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0,5%.

3.5 Les hypothèses de calcul de la valeur terminale

La valeur terminale peut être calculée à partir de la formule suivante (cf. supra) :

$$\text{Valeur terminale} = \frac{\text{Flux normatif}}{\text{taux d'actualisation} - \text{croissance à long terme}} = \frac{\text{Flux } n \text{ (1 + } g_{LT})}{\text{WACC} - g_{LT}}$$

Les principaux paramètres à prendre en considération pour le calcul de la valeur terminale sont alors le taux d'actualisation, et le Free cash-flow 2027 et le taux de croissance à long terme.

Nous estimons qu'un taux de croissance à l'infini de 1,0 % (g_{LT}) permet de prendre en compte les perspectives de croissance en volume des secteurs clients de la Société qui sont matures, et est cohérent avec les perspectives d'inflation implicites auxquels conduisent le taux sans risque, qui atteint des niveaux particulièrement bas (moyenne 3 mois des OAT 10 ans à 1,97%).

Pour le calcul de la valeur terminale nous retenons donc le free cash-flow 2027 et le WACC de 10,7% (cf. infra) et un taux de croissance à l'infini de 1%.

3.6 Valeur de l'action Ermo

Sur la base du Plan d'affaires révisé, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie fait ressortir une valeur d'entreprise de 17,9 M€, soit une valeur des fonds propres de 21,7 M€ et une valeur de l'action Ermo de 12,04 €.

Notre analyse de sensibilité de la valeur de l'action Ermo au taux d'actualisation, au ROCE normatif et au taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur de l'action de la Société comprise entre 11,35 € et 12,82 € :

Taux d'actualisation

		10,20%	10,70%	11,20%
<i>R O C E</i>	13%	12,17	11,74	11,35
	14%	12,49	12,04	11,63
	15%	12,82	12,34	11,90

(Taux de croissance à l'infini de 1,0%)

Taux d'actualisation

		10,2%	10,7%	11,2%
<i>Taux de croissance à l'infini</i>	0,5%	12,40	11,96	11,56
	1,0%	12,49	12,04	11,63
	1,5%	12,60	12,13	11,70

(ROCE de 14%)

Le Prix de 13,56 € proposé dans le cadre de l'Opération est supérieur de 12,6% à la valeur centrale obtenue par la méthode des DCF.

4. Références aux transactions récentes sur le capital

4.1 Référence à la transaction réalisée avec le Fondateur

Aux termes du Protocole d'accord signé le 5 mai 2014 entre le Fondateur, Aurca et l'Initiateur et de son avenant du 5 juin 2014 :

- le Fondateur a vendu la totalité du capital de la société AURCA, qui détient 1.500.070 actions de la Société représentant 83,25% du capital et 90,56% des droits de vote, pour un montant reflétant un prix par action de la Société de 13,56 €¹⁵.

¹⁵ Inga a acquis la société Aurca au prix de 18.096.094 €, soit 2,78623 € par action Aurca, calculé sur la base du prix de 13,56 € par action Ermo.

- le Fondateur d'Ermo a remis sa démission de ses fonctions d'administrateurs et de Président du Conseil d'administration et Directeur général d'Ermo, pour lesquels, M. Maurizio Bazzo, a été nommé pour le remplacer.

Par ailleurs, il est proposé au Fondateur qu'il réalise des prestations de consultant pour le compte de la Société et ce sur une période maximale de 2 ans.

D'après les informations communiquées dans le projet de contrat de consultant conclu entre INglass et M. Pichereau, la rémunération du Fondateur sera de 1.500 €/ jour soit un montant équivalent à sa rémunération brute chargée moyenne journalière sur les deux derniers exercices. Ce niveau de rémunération est également cohérent avec la mission qui lui est confiée de faciliter le rapprochement entre INglass et la Société. Par ailleurs, il est important de relever qu'aucune garantie minimum de nombre de jours travaillés n'est spécifiée dans le projet de contrat et qu'un nombre maximal de 100 jours travaillés par an est prévu.

Enfin, nous relevons que le Fondateur est le seul actionnaire qui a accordé des garanties à l'Initiateur, d'actifs et de passifs usuelles dans ce type d'opération et qu'il est par ailleurs tenu de certaines obligations de non-concurrence.

Ainsi, suite à la levée des conditions suspensives au contrat d'acquisition d'actions, la Société et l'Initiateur ont annoncé, le 6 juin 2014, la finalisation de l'acquisition par INglass des actions Ermo via l'acquisition de la société Aurca, sur la base d'un Prix de 13,56 € par action Ermo.

Le Prix de 13,56 € et les conditions proposées dans le cadre de l'Opération sont donc équivalents à la référence résultant de la cession des actions détenues par le Fondateur.

4.2 Référence à la transaction réalisée avec les Actionnaires Minoritaires

M. Pichereau a obtenu des Actionnaires Minoritaires un engagement de cession de leurs 219.624 actions de la Société dont:

- 157.471 actions détenues par ICM ;
- 23.879 actions détenues par M. et Mme Alain Launay ;
- 38.274 actions acquises auprès de M. et Mme Jacques Pinto.

Tel que précisé dans le Protocole d'accord du 5 mai 2014 et dans les engagements de cession des Actionnaires Minoritaires, ces derniers ont cédé l'intégralité de leurs actions dans les mêmes conditions de prix que le Fondateur soit 13,56 €, le 6 juin 2014.

Le Prix de 13,56 € et les conditions proposées dans le cadre de l'Opération sont donc équivalents à la référence résultant de la cession des actions détenues par les Actionnaires Minoritaires.

5. Référence au cours de bourse

5.1 Evolution du cours de bourse sur deux années avant l'annonce de l'Offre (à titre indicatif)

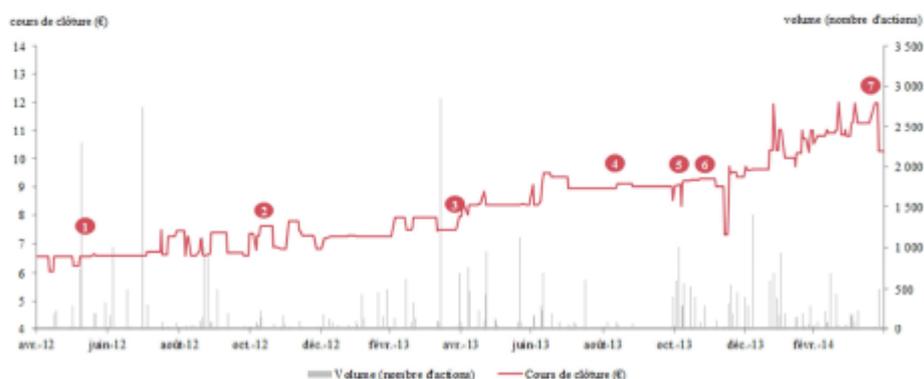
La société Ermo s'est introduite en bourse le 30 juin 1998 sur le Marché Libre de la Bourse de Paris au cours de 6,38 euros (41,85 Francs). Les titres d'Ermo sont actuellement admis aux négociations sur le Compartiment C de NYSE Euronext.

Sur les deux dernières années précédant l'annonce de l'Opération, le cours de bourse de l'action Ermo suit une évolution qui peut se scinder en deux phases :

- entre avril 2012 et octobre 2013, le cours de bourse s'apprécie régulièrement consécutivement à l'amélioration des résultats de la Société ;
- à partir d'octobre 2013, suite à l'annonce de l'échec de la transaction avec NH Holding et dans une perspective de cession prochaine de la Société, l'amélioration du cours de bourse se poursuit.

Notons que le titre Ermo est très peu liquide avec seulement 5% de flottant et un volume échangé moyen de 100 actions par jour (moyenne 1 an).

Evolution du cours de bourse et des volumes



Source : Bloomberg

Principaux événements présentés sur le graphique d'évolution des cours

Renvois	Date	Evènements
1	15/01/2012	Chiffre d'affaires annuel 2011, en baisse de 6,5% sur l'exercice
2	18/09/2012	Chiffre d'affaires semestriel, en hausse 39%
3	28/02/2013	Chiffre d'affaires annuel 2013, en hausse de 49%
4	22/07/2013	Absorption de la filiale Moulindustrie. Valeur nette des apports : 3,1 M€
5	03/10/2013	Suspension de la cotation des titres Ermo dans le cadre d'un projet de rachat du Groupe par NH Holding
6	30/10/2013	Reprise de la cotation des titres Ermo suite à l'échec du projet de rachat du Groupe par NH Holding
7	22/04/2014	Comptes consolidés 2013 : CA en baisse de 14%, résultat net part groupe en baisse de 4%

Le tableau ci-dessous présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes jusqu'au 29 avril 2014, dernier jour avant la suspension de la cotation de l'action de la Société suite à l'annonce de la signature d'un contrat de cession d'actions avec la société INglass.

Il est important de préciser que le tableau ci-dessous ne prend pas en compte la période du 1er octobre 2013 au 29 octobre 2013 durant laquelle la cotation des titres Ermo avait été suspendue dans le cadre du projet de rachat du Groupe par NH Holding.

Analyse des cours et des volumes sur un an

Au 29/04/2014	Spot	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	1 an
Cours moyen pondéré par les volumes (euros)	10,27	10,90	10,92	10,85	10,06	9,52
<i>Prime par rapport au prix de l'offre</i>	32%	24%	24%	25%	35%	42%
Cours le plus haut (euros)		11,99	12,00	12,00	12,00	12,00
Cours le plus bas (euros)		10,27	10,27	9,74	7,31	7,31
Volume moyen quotidien	0	71	80	88	120	100

Source : Bloomberg

* : la période de suspension des titres Ermo entre le 3 et le 30 octobre 2013 est exclue des calculs.

Compte tenu du niveau du flottant et de la faible liquidité du titre, la référence au cours de bourse est communicative à titre indicatif, elle fait ressortir une prime comprise entre 24% et 42% sur la base du cours spot au 29 avril 2014 et des moyennes pondérées des cours calculées sur une période comprise entre 1 mois et 1 an.

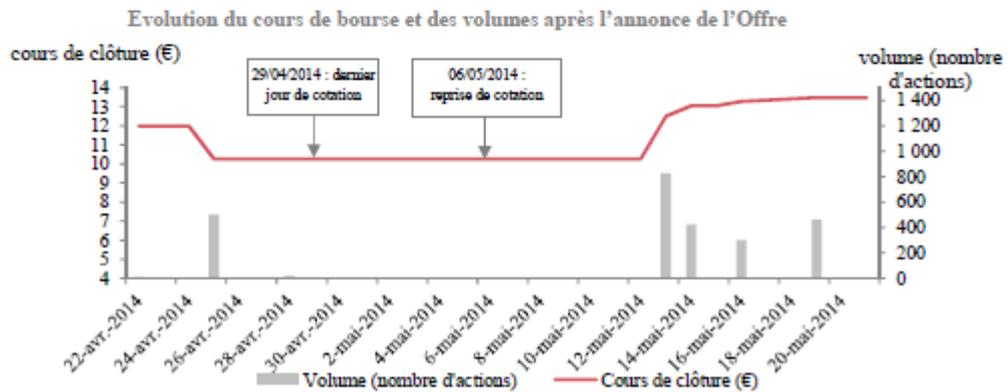
5.2 Evolution du cours de bourse depuis l'annonce de l'Offre.

Le 29 avril 2014, dernier jour avant la suspension de la cotation de l'action de la Société, le cours de bourse d'Ermo affichait un cours de clôture à 10,27€.

La cotation du titre a repris le 6 mai 2014, au cours de cette séance le cours d'Ermo n'a pas connu d'évolution et a clôturé à 10,27€. Par ailleurs, il est important de constater que depuis la reprise de cotation du titre, son cours n'a jamais dépassé le Prix de l'Offre.

Depuis cette reprise de cotation, le flottant de la Société étant très faible (5%) les volumes n'ont que très légèrement augmenté : depuis le 6 mai 2014, le volume est de 2.197 titres Ermo échangés soit une moyenne de 314 titres par jour.

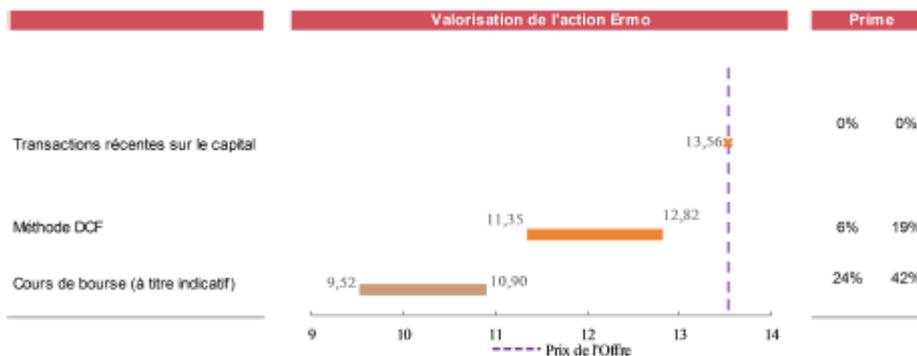
Au 5 juin 2014, le cours d'Ermo s'élevait à 13,42 €.



Source : Bloomberg

6. Synthèse des travaux

Le tableau ci-dessous représente les fourchettes de valorisation de l'action de la Société selon les différentes méthodes d'évaluation et les différentes références retenues ainsi que les primes et décotes induites par un Prix de l'offre à 13,56 €.



Nos travaux font apparaître que le Prix de l'Offre de 13,56 € :

- extériorise une prime comprise entre 6% et 19% par rapport à la valeur obtenue par la méthode DCF ;
- extériorise une prime comprise entre 24% et 42% par rapport à la référence au cours de bourse (communiqué à titre indicatif étant donné l'absence de liquidité du titre Ermo) ;
- est équivalent au Prix payé au Fondateur et aux Actionnaires Minoritaires, dans le cadre des transactions récentes sur le capital.

V. ANALYSE DES TRAVAUX REALISES PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

La comparaison des résultats des travaux d'Oddo Corporate Finance (« l'Etablissement présentateur ») et de nos travaux sont présentés dans le tableau ci-dessous :

	Etablissement présentateur		Sorgem Evaluation	
	Min	Max	Min	Max
Références				
Cours de Bourse ¹⁶	9,65	10,87	9,52	10,90
Transaction récentes sur le capital	13,56		13,56	
Méthode d'évaluation				
Méthode DCF	12,02	12,98	11,35	12,82

L'Etablissement présentateur a retenu des références de valorisation et mis en œuvre des méthodes d'évaluation identiques aux nôtres.

Nous commentons ci-dessous nos principaux écarts qui portent sur la mise en œuvre de la méthode des DCF (2.) et plus particulièrement sur le taux d'actualisation d'Ermo (1.).

1. Commentaires sur l'estimation du taux d'actualisation retenu dans la cadre de l'application de l'approche DCF

Le tableau suivant présente les principaux paramètres de calcul retenus, dans le cadre de nos travaux et ceux de l'Etablissement présentateur, pour estimer le taux d'actualisation applicable à la Société :

	Oddo Corporate Finance	Sorgem Evaluation
Structure financière	100% fonds propres	10% dettes et 90% fonds propres
Taux sans risque	1,99%	1,97%
Spread de crédit	-	2%
Prime de risque du marché	6,47%	5%
Béta économique	1,05	1,05
Béta endetté	-	1,17
Prime de taille	3,81%	3,81%
Taux d'actualisation	12,59%	10,7%

L'Etablissement présentateur retient un taux d'actualisation de 12,59% contre 10,7% retenu dans le cadre de nos travaux. Deux points expliquent nos différences dans

¹⁶ Sur la base des CMP communiqués dans la Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre.

l'estimation du taux d'actualisation retenu dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode DCF :

- l'Etablissement présentateur estime que le taux d'actualisation est égal au coût des fonds propres d'Ermo alors que nous considérons que la Société a la capacité de s'endetter à hauteur de 10% du capital économique et retenons donc le CMPC comme taux d'actualisation ;
- l'Etablissement présentateur retient une prime de risque de marché, estimé en interne, de 6,47% alors que nous retenons une prime de risque de marché de 5% déterminée notamment à partir des travaux de Dimson, Marsh et Staunton¹⁷ ;
- l'Etablissement présentateur a retenu un taux sans risque égal à la moyenne trois mois des obligations d'Etat à 10 ans estimée au 2 juin 2014 alors que nous avons retenu la même moyenne calculée au 6 juin 2014.

2. Commentaires sur la mise en œuvre de la méthode des DCF

L'Etablissement présentateur a prolongé comme nous le Plan d'Affaires selon une méthode qui se différencie de la nôtre sur les points suivants :

- l'Etablissement présentateur a retenu un horizon supplémentaire de 3 ans contre 10 ans retenus dans le cadre de nos travaux ;
- l'Etablissement présentateur prend en compte une diminution progressive de la marge d'EBITDA jusqu'à son niveau moyen constaté entre 2013 et 2017 « afin de prendre en compte la cyclicité et la sensibilité des résultats de la Société aux aléas économiques telles qu'observées historiquement ». Afin de prendre en compte cet effet cyclique et la pression concurrentielle qui pourrait augmenter à long terme nous proposons, quant à nous, une réduction du ROCE de la Société jusqu' à un niveau normatif de 14%, atteint en 2027 ;
- l'Etablissement présentateur retient un investissement annuel de 1 M€ sur la période de transition alors que nous retenons un niveau d'investissement qui permette une croissance des immobilisations corporelles nettes cohérente avec la croissance des revenus de la Société sur la période de transition ;

¹⁷ Source : Etudes d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014

- l'Etablissement présentateur maintient le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi au niveau de 2017 sur son horizon de transition et ne le prend pas en compte dans le calcul de la valeur terminale. Nous ne retenons pas d'hypothèse spécifique pour les crédits d'impôts, qui sont pris en compte dans notre estimation du ROCE normatif de la Société.

Malgré les différences relevées, les résultats obtenus par l'Etablissement évaluateur sont proches des valeurs auxquels conduisent nos travaux.

VI. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OPERATION

Nous avons été désignés par le conseil d'administration de la Société conformément à l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société, ainsi que dans la perspective d'une procédure de retrait obligatoire.

Le Prix de l'Offre et du retrait obligatoire a été fixé à 13,56 € par l'Initiateur.

1. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre

L'Initiateur va lancer une offre publique d'achat sur la Société, qui revêt un caractère obligatoire en application des articles 234-2 du Règlement général de l'AMF suite à l'acquisition d'un bloc de titres lui conférant 95,44% du capital et 97,19%¹⁸ des droits de vote.

Nos travaux font apparaître que le Prix de 13,56 € est supérieur aux résultats obtenus dans le cadre d'une méthode multicritères :

- la prime offerte est comprise entre 6% et 19% par rapport aux résultats obtenus par la méthode des DCF appliqué au plan d'affaires révisé par nos soins ;
- la prime offerte est comprise entre 24% et 42% par rapport à la référence du cours de bourse (communiquée à titre indicatif).

Le Prix de 13,56 € matérialise une prime par rapport à la valeur intrinsèque de la Société et incorpore donc une partie des synergies que l'Initiateur est susceptible de retirer de l'Opération. En effet, l'opération fait suite à un processus d'enchère compétitif qui a permis au Fondateur d'optimiser le prix qu'il pouvait obtenir.

Dans ce cadre, nous considérons que le Prix de 13,56 € proposé dans le cadre de l'Offre est équitable dans la mesure où il correspond au Prix payé par l'Initiateur au Fondateur et aux Actionnaires Minoritaires pour le Bloc d'actions, et où l'analyse des clauses des accords signés entre le Fondateur et l'Initiateur ne fait pas apparaître d'avantages financiers pour le Fondateur par rapport aux autres actionnaires.

¹⁸ Calcul conforme aux préconisations de l'article 223-11 du règlement générale de l'AMF qui indique que le nombre total de droits de vote doit être calculé sur la base de l'ensemble des titres auxquels sont attachés des droits de vote, y compris les titres privés de droits de vote.

2. Conclusion sur le caractère équitable d'un éventuel retrait obligatoire

L'Initiateur détenant à l'issue de l'Offre plus de 95% du capital et des droits de vote, il a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Nous estimons que le Prix de 13,56 € est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cas d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 10 juin 2014

Pour SORGEM EVALUATION

Maurice Nussenbaum
Associé Sorgem Evaluation

Teddy Guerineau
Associé Sorgem Evaluation

Annexe 1 : Diligences effectuées par l'expert

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Opération ;
- Analyse des comptes consolidés de la Société ;
- Entretiens avec la direction de la Société sur les points suivants :
 - > présentation de l'Opération, de son contexte et de ses motifs ;
 - > description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - > présentation des comptes 2013 ;
 - > explication des litiges en cours ;
 - > présentation du plan d'affaires 2014 – 2017 ;
- Entretiens avec INglass sur les points suivants :
 - > présentation de l'Opération, de son contexte et de ses motifs ;
 - > présentation des synergies envisagées entre INglass et Ermo ;
- Entretiens avec Clipper Finance sur les points suivants :
 - > déroulement du process de vente de la Société ;
 - > explication de l'échec de la transaction avec NH Entreprise ;
 - > explication du process avec INglass ;

- Mise en œuvre d'une approche multicritères pour l'évaluation de la Société ;
- Analyse du cours de bourse de la Société : analyse de la liquidité et de l'évolution du cours ;
- Evaluation de la Société sur la base de la méthode des Discounted Cash Flows ;
- Examen de la pertinence d'une évaluation de la Société fondée sur une approche analogique avec la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables. Dans ce cadre, identification de sociétés et de transactions évoluant sur des secteurs comparables à celui de la Société, identification du sens et de l'importance des biais résultant des différences existant entre la Société et les sociétés comparables ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'Etablissement présentateur pour leur évaluation ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

Ermo :

M. Jean-Yves PICHEREAU (Président)
M. Bertrand HUGAIN (Directeur Financier)

INGlass :

M. Maurizio BAZZO (Président)
M. Ruben Vidotto (Directeur Financier)

Oddo Corporate Finance :

M. Romain ATTARD (Associate)
Mlle. Heloïse GOUGET (Analyst)

Clipper Finance :

M. Thierry FEBVRET (Associé)

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes sociaux et comptes consolidés de la Société et de ses filiales	Ermo
Comptes sociaux de la société Aurca	Ermo
Documentation juridique relative aux accords entre Ermo et INglass	Ermo
Projets de rapport des due diligences financières du 15 janvier 2014 et du 7 mars 2014 du cabinet Ernst and Young	Etablissement présentateur
Engagements de cession des actions Ermo détenus par les Actionnaires Minoritaires	Ermo
Accords concernant le futur contrat, ainsi que le contrat signé, de consultant de M. Jean-Yves PICHEREAU	Ermo
Projet de note d'information sur l'Opération	Etablissement présentateur
Rapport de valorisation de l'Etablissement présentateur	Etablissement présentateur
Plan d'affaires 2014 - 2017	Ermo
Notes d'analystes	Thomson Research
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Reuters/sites internet

4. Calendrier de l'étude

- Désignation de Sorgem Evaluation par le conseil d'administration : 5 mai 2014

- Réalisation des diligences décrites au paragraphe 1 : du 12 mai 2014 au 6 juin 2014
- Remise du rapport définitif : 10 juin 2014

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'ERMO requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

ERMO
Représentée par
Monsieur Maurizio BAZZO,
Président Directeur Général