

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR

FINANCIERE WATT

NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE SERMA GROUP



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 (« AMF ») a apposé le visa n° 18-571 en date du 20 décembre 2018 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Serma Group et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 l du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet PAPER Audit & Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur le site Internet de Serma Group (www.serma.com), et peut être obtenu sans frais auprès de :

- SERMA GROUP, 14, rue Galilée, 33600 Pessac ;
- SODICA CORPORATE FINANCE, 12, place des Etats-Unis, 92120 Montrouge ;
- CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL NORD MIDI PYRENEES, 219, avenue François Verdier, 81000 Albi.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Serma Group seront mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1. DESCRIPTION DE L'OFFRE.....	3
1.2. TERMES DE L'OFFRE.....	4
1.3. DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	4
2. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SERMA GROUP.....	5
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....	7
5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	7
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	41
7. ELEMENTS CONCERNANT SERMA GROUP SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	41
7.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE.....	41
7.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE OU AUX TRANSFERTS D' ACTIONS	41
7.2.1. Obligation de déclaration de franchissement de seuils	41
7.2.2. Droits de vote.....	42
7.2.3. Transfert d'action.....	42
7.3. CLAUSES DE CONVENTIONS PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DE SERMA GROUP (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE).....	42
7.4. PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L.233-7 ET L.233-12 DU CODE DE COMMERCE	42
7.5. LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	42
7.6. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	42
7.7. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	42
7.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU DIRECTOIRE	43
7.9. REGLES APPLICABLES A LA MODIFICATION DES STATUTS.....	43
7.10. POUVOIRS DU DIRECTOIRE, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS	43
7.11. IMPACT D'UN CHANGEMENT DE CONTROLE SUR LES ACCORDS CONCLUS PAR SERMA GROUP.....	44
7.12. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU DIRECTOIRE DE SERMA GROUP, SES DIRIGEANTS ET SES SALARIES, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	44
8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE ...	44
9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	44

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1. DESCRIPTION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, Financière Watt, société par actions simplifiée au capital de 124.367.000 euros, dont le siège social est situé 14, rue Galilée - 33600 Pessac, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bordeaux sous le numéro 839 312 386 (l'« **Initiateur** » ou « **Financière Watt** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Serma Group, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 2.301.072 euros, dont le siège social est situé 14, rue Galilée - 33600 Pessac, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bordeaux sous le numéro 380 712 828 (« **Serma Group** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth à Paris sous le code ISIN FR0000073728, d'acquérir la totalité de leurs actions Serma Group au prix unitaire de 235 euros, payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par Financière Watt, le 26 juin 2018, directement et indirectement, de la totalité du capital et des droits de vote de la société Financière Ampère Galilée, actionnaire détenant 99,21% du capital et 99,18% des droits de vote de Serma Group (« **FAG** » ou « **Financière Ampère Galilée** »).

En effet, aux termes d'un contrat de cession signé en date du 27 avril 2018 et d'un pacte d'associés signé en date du 26 juin 2018¹, l'Initiateur est devenu propriétaire le 26 juin 2018, par voie d'apports et de cessions, de 78,84% des actions émises par Financière Ampère Galilée et de 100% des actions Ampère Galilée Participation (« **AGP** » ou « **Ampère Galilée Participation** »), société qui détient 21,16% des actions émises par Financière Ampère Galilée (l'« **Opération** »).

Au résultat de l'Opération, l'Initiateur détient (i) directement, une action Serma Group, (ii) directement et indirectement (via Ampère Galilée Participation) l'intégralité des 46.085.055 actions émises par Financière Ampère Galilée et (iii) directement et indirectement (via Ampère Galilée Participation) l'intégralité des obligations convertibles émises par Financière Ampère Galilée n'ayant pas fait l'objet d'un remboursement ou d'une conversion, soit 4.447.201 obligations convertibles.

Le changement de contrôle direct de Financière Ampère Galilée entraîne donc un changement de contrôle indirect de Serma Group, société cotée sur le marché Euronext Growth à Paris. L'Offre est ainsi déposée en application des dispositions des articles 223-15-1 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

Le Crédit Agricole Nord Midi Pyrénées a, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 28 novembre 2018.

Le Crédit Agricole Nord Midi Pyrénées garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions Serma Group non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre, soit 9.089 actions représentant 0,79% du capital et 0,82% des droits de vote.

La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation minimum.

¹ Ce pacte résilié a été remplacé par un nouveau pacte d'associés signé en date du 20 septembre 2018 suite à la prise de participation de Bpifrance Capital 1 et FCDE II au sein de Financière Watt.

1.2. TERMES DE L'OFFRE

L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'acquérir leurs actions Serma Group en contrepartie d'une somme en numéraire de 235 euros par action.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites respectivement aux sections 1 et 2 de la note d'information de Financière Watt disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.serma.com) (la « **Note d'Information** »).

1.3. DEROULEMENT DE L'OFFRE

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture ainsi qu'un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant dix (10) jours de négociation minimum.

Pour répondre à l'Offre, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif pur doivent demander l'inscription de leurs titres au nominatif administré chez un intermédiaire financier habilité, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions (tels que les droits de vote doubles). En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur devront demander au teneur de compte-titres nominatif de la Société, à savoir à ce jour Caceis, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions Serma Group apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'acquisition des actions pendant l'Offre se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur Kepler Cheuvreux agissant en tant qu'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur. Les actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre devront céder leurs actions sur le marché et le règlement-livraison s'effectuera au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des actions Serma Group à l'Offre seront irrévocables.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers teneurs de comptes des actionnaires ayant apporté leurs actions à l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.5 de la Note d'Information.

2. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

Il est rappelé que l'Offre fait suite au franchissement par l'Initiateur des seuils de 50 % et 95% du capital et des droits de vote de Serma Group à la suite du transfert au profit de Financière Watt d'un bloc de titres lui conférant l'intégralité du capital et des droits de vote de Financière Ampère Galilée et, indirectement, plus de 95% du capital et des droits de vote de Serma Group.

L'Opération résulte du processus de négociation entre FPCI Axa Expansion Fund III géré par Ardian, MACSF Epargne Retraite, M. Philippe Berlié et l'équipe de direction du groupe Serma et CCXVII Finance 1 (filiale de Chequers Capital).

Financière Watt est un *holding* d'acquisition créé pour les besoins des opérations décrites ci-dessus.

Son capital et ses droits de vote sont répartis de la manière suivante :

Associés	Nombre de droits de vote	% (sur une base non diluée)	% (sur une base diluée) ¹	Nombre d'actions	% (sur une base non diluée)	% (sur une base diluée) ¹
Monsieur Philippe Berlié	33.811.885	27,19%	20,41%	33.811.885	27,19%	20,41%
Monsieur Bernard Ollivier	1.500.000	1,21%	0,9%	1.500.000	1,21%	0,9%
Monsieur Marc Dus	1.300.000	1,05%	0,78%	1.300.000	1,05%	0,78%
Monsieur Richard Pedreau	2.800.000	2,25%	1,69%	2.800.000	2,25%	1,69%
Monsieur Jean Guilbaud	1.500.000	1,21%	0,90%	1.500.000	1,21%	0,90%
Monsieur Olivier Duchmann	2.300.000	1,85%	1,39%	2.300.000	1,85%	1,39%
Monsieur Xavier Morin	1.000.000	0,80%	0,60%	1.000.000	0,80%	0,60%
Watt Participations ²	31.288.115	25,16%	18,87%	31.288.115	25,16%	18,87%
CCXVII Finance 1 ³	45.867.000	36,88%	47,22%	45.867.000	36,88%	47,22%
Bpifrance Capital 1 ⁴	3.000.000	2,41%	3,62%	3.000.000	2,41%	3,62%
FCDE II ⁵	0	0%	3,62%	0	0%	3,62%
TOTAL	124.367.000	100%	100%	124.367.000	100%	100%

⁽¹⁾ Après conversion de l'ensemble des obligations convertibles de catégorie 1 et 2, et remboursement des ORA.

⁽²⁾ Watt Participations est détenue par 236 associés ayant la qualité de salariés ou assimilés du groupe Serma.

⁽³⁾ Société détenue par la société Chequers Capital.

⁽⁴⁾ Fonds géré par sa société de gestion Bpifrance Investissement.

⁽⁵⁾ Fonds géré par sa société de gestion Consolidation et Développement Gestion.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SERMA GROUP

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance de Serma Group se sont réunis le 22 novembre 2018 sous la présidence de Monsieur René Corbefin, Président du Conseil de Surveillance.

L'ensemble des membres du Conseil de Surveillance ont assisté à la réunion, à savoir Madame Agnès Paillard, Messieurs René Corbefin, Michel Ortonne, Jean-Claude Etelain, Georges Ladevèze, Daniel Trias, Marc Dus ainsi que Financière Watt représentée par Monsieur Bernard Ollivier.

Il a été rappelé aux membres du Conseil de Surveillance que l'Initiateur a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquiescer la totalité de leurs actions Serma Group au prix unitaire de 235 euros.

Le Conseil de Surveillance a notamment pris connaissance des éléments suivants :

- du projet de note d'information établi par la société Financière Watt qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions de Financière Watt et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Sodica ECM (groupe Crédit Agricole), agissant pour le compte du Crédit Agricole Nord Midi Pyrénées, elle-même banque présentatrice (le « **Projet de Note d'Information** ») ;
- du rapport établi par le cabinet Paper Audit & Conseil, représenté par Monsieur Xavier Paper, agissant en qualité d'expert indépendant, conformément à l'article 261-1 I du règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers et mandaté par le Conseil en date du 18 septembre 2018 (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** ») ; et

- du projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF (le « **Projet de Note en Réponse** »).

Le Conseil de Surveillance a, par la suite, constaté que :

- L'Offre s'inscrivait dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur, en application de l'article 235-2 du règlement général de l'AMF, de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'il ne détient pas à l'issue du franchissement à la hausse des seuils de 50% et 95% du capital et des droits de vote de la Société faisant suite à l'Opération ;
- L'Initiateur n'envisageait pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire à la suite de l'Offre ni de demander le retrait des actions Serma Group de la cote d'Euronext Growth Paris à l'issue de l'Offre ;
- L'Offre n'aura aucun impact sur la stratégie que la Société entend poursuivre, tant en ce qui concerne qu'en ce qui concerne ses filiales, ni sur sa politique industrielle, commerciale et financière ;
- L'Offre n'aura aucune conséquence sur la politique de distribution des dividendes de la Société, ni sur ses orientations en matière d'emploi ; et
- L'Offre représentait une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre, au prix de 235 euros par action (ledit prix par action étant plus élevé que le prix qui ressort, par transparence, des opérations de cessions et d'apports réalisées dans le cadre de l'Opération).

Puis, le Président a présenté au Conseil de Surveillance le Rapport de l'Expert Indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre, en application de l'article L. 261-1, I 1° du règlement général de l'AMF et notamment la conclusion du Rapport de l'Expert Indépendant qui est la suivante :

« La présente Offre permet aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate, et ce, à un prix permettant d'extérioriser une prime de 4,5% par rapport à la valeur par action SERMA GROUP, égale à 224,95 euros, résultant du calcul par transparence à partir du prix fixé dans le cadre de la cession du Bloc FAG en date du 26 juin 2018.

Le prix de 235 euros par action SERMA GROUP proposé pour l'Offre Publique d'Achat Simplifiée est équitable pour les actionnaires minoritaires. »,

Ensuite le Conseil de Surveillance a pris acte des intentions de ses membres tels que décrites à la section 4 ci-après.

Enfin, le Conseil de Surveillance, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, du Projet de Note d'Information et du Projet de Note en Réponse, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation figurant dans le rapport de Sodica ECM et (iv) du Rapport de l'Expert Indépendant qui conclut au caractère équitable des termes de l'Offre et, après en avoir délibéré, a considéré à l'unanimité que l'Offre était réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, et de ses salariés et qu'elle constituait une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale.

En conséquence, le Conseil de Surveillance, à l'unanimité, a approuvé le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté dans les termes du Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur et dans le Projet de Note en Réponse, et a décidé ainsi d'émettre un avis favorable sur l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Financière Watt détient directement une action Serma Group et Madame Agnès Paillard, en détient 1.730 actions.

Lors de la séance du Conseil de Surveillance de la Société susmentionnée, Financière Watt a indiqué ne pas souhaiter apporter son action Serma Group à l'Offre tandis que Madame Agnès Paillard a indiqué souhaiter apporter ses 1.730 actions Serma Group à l'Offre.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I 1° du règlement général de l'AMF, le cabinet Paper Audit & Conseil a été désigné le 18 septembre par la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 7 décembre 2018, est reproduit ci-après.

PAPER AUDIT & CONSEIL

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

visant les actions de la société

SERMA GROUP

initiée par la société

FINANCIERE WATT

présentée par la société

**CAISSE REGIONALE DE CREDIT AGRICOLE MUTUEL NORD MIDI
PYRENEES**

(Établissement présentateur)

conseillée par la société

SODICA ECM

(Établissement conseil)

* * *

RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

établi par la société

PAPER AUDIT & CONSEIL

Paris, le 7 décembre 2018

Société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris
Société de commissariat aux comptes membre de la Compagnie régionale de Paris
SARL au capital de 240 000 euros RCS - Paris B 453 515 953 222, boulevard Pasteur 75017 Paris
Mobile : + 33 6 80 45 69 36 Tel : + 33 1 40 68 77 41 Fax : + 33 1 45 74 65 78 Mail : xpapar@xavierpaper.com

Dans le cadre de l'opération envisagée d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après dénommée « POPAS » ou « l'Offre »), initiée par la société FINANCIERE WATT, société par actions simplifiée au capital de 124 367 000 euros, dont le siège social est situé 14, rue Galilée - 33600 Pessac, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bordeaux sous le numéro 839 312 386 (ci-après dénommée « l'Initiateur »), sur les actions de la société SERMA GROUP, nous avons été chargés, suite à notre désignation en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance de la société SERMA GROUP en date du 18 septembre 2018, de nous prononcer sur le caractère équitable du prix d'offre proposé de 235 euros par action SERMA GROUP. L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit un nombre total maximum de 9 089 actions de la société SERMA GROUP, représentant 0,79% du capital et 0,82% des droits de vote.

L'Offre fait suite à l'acquisition par FINANCIERE WATT¹, le 26 juin 2018, directement et indirectement, de la totalité du capital et des droits de vote de la société FINANCIERE AMPERE GALILEE (ci-après dénommée « FAG »), holding d'acquisition de la société SERMA GROUP détenant 99,21% de son capital et 99,18% des droits de vote. En effet, aux termes d'un contrat de cession signé en date du 27 avril 2018 et d'un pacte d'associés signé en date du 26 juin 2018², FINANCIERE WATT est devenu propriétaire le 26 juin 2018, par voie d'apports et de cessions, de 78,84% des actions émises par FAG, de 100% des actions AMPERE GALILEE PARTICIPATION (ci-après dénommée « AGP »), véhicule d'intéressement au capital des managers de la société SERMA GROUP détenant 21,16% des actions émises par FAG, et de 100% des obligations convertibles émises par FAG n'ayant pas fait l'objet d'un remboursement ou d'une conversion. A l'issue des opérations susvisées, FINANCIERE WATT détient (i) directement et indirectement (via AGP) l'intégralité des 46 085 055 actions émises par FAG et (ii) directement et indirectement (via AGP) l'intégralité des 4 447 201 obligations convertibles émises par FAG n'ayant pas fait l'objet d'un remboursement ou d'une conversion (ci-après dénommées ensemble le « Bloc »).

Le transfert du Bloc est intervenu le 26 juin 2018 selon les modalités détaillées suivantes :

- acquisition par l'Initiateur auprès d'AXA EXPANSION FUND III et MACSF EPARGNE RETRAITE de 19 872 439 actions FAG et auprès de Messieurs Philippe Berlié, Marc Dus, Bernard Ollivier, Jean Guilbaud, Richard Pedreau et Olivier Duchmann de 5 587 115 actions FAG, représentant globalement 55,24% du capital et des droits de vote de la société FAG ;
- apport à l'Initiateur par Messieurs Philippe Berlié, Marc Dus, Bernard Ollivier, Jean Guilbaud, Richard Pedreau et Olivier Duchmann de 10 872 049 actions FAG, représentant 23,59% du capital et des droits de vote de la société FAG ;

¹ FINANCIERE WATT est la nouvelle holding de contrôle de la société SERMA GROUP, créée pour les besoins de l'opération d'acquisition des titres FAG et AGP, détenue principalement par la société CHEQUERS CAPITAL et les managers de la société SERMA GROUP.

² Ce pacte a été remplacé par un pacte d'associés signé en date du 20 septembre 2018 suite à l'entrée de BPIFRANCE CAPITAL I et FCDE II dans FINANCIERE WATT (cf. infra).

- apport à l'Initiateur par WATT PARTICIPATIONS (société détenue par des salariés du groupe SERMA) et Monsieur Xavier Morin (un des managers du groupe SERMA) de 6 603 688 actions AGP et acquisition auprès de salariés du groupe SERMA de 3 833 862 actions AGP, soit un total de 10 437 550 actions AGP représentant 100% du capital de la société AGP, cette dernière détenant le reliquat de la participation au sein de la société FAG à savoir 9 753 452 actions FAG ;
- acquisition par l'Initiateur auprès d'AXA EXPANSION FUND III et MACSF EPARGNE RETRAITE de 2 912 310 obligations convertibles émises par la société FAG et par AGP auprès d'AXA EXPANSION FUND III et MACSF EPARGNE RETRAITE de 1 534 891 obligations convertibles émises par la société FAG.

FINANCIERE WATT a franchi indirectement à la hausse les seuils de 50% et 95% du capital et des droits de vote de la société SERMA GROUP, conduisant FINANCIERE WATT à déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) une offre publique permettant à l'ensemble des actionnaires minoritaires de la société SERMA GROUP de bénéficier d'une liquidité sur leur investissement, au moins dans les mêmes conditions que l'opération décrite ci-dessus. Il convient de préciser que FINANCIERE WATT n'envisage pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire à la suite de l'Offre.

A l'issue de ces opérations, FINANCIERE WATT détient, directement et indirectement, 1 141 447 actions de la société SERMA GROUP.

Par ailleurs, suite à ces opérations, FINANCIERE WATT était détenue par :

- Messieurs Philippe Berlié, Bernard Ollivier, Marc Dus, Richard Pedreau, Jean Grulbaud, Olivier Duchmann et Xavier Morin, managers du groupe SERMA, en rémunération des apports susvisés, ensemble à hauteur de 38,23% de son capital et de ses droits de vote ;
- la société WATT PARTICIPATIONS, en rémunération d'apports d'actions AGP susvisés, à hauteur de 21,25% de son capital et de ses droits de vote ; et
- CHEQUERS CAPITAL (via l'une de ses filiales, CCXVII FINANCE 1), en conséquence de la souscription à 49 177 485 actions nouvelles FINANCIERE WATT, à hauteur de 40,52% de son capital et de ses droits de vote.

Postérieurement à la cession du Bloc FAG, les opérations suivantes sont intervenues sur le capital social de FINANCIERE WATT (sans incidence sur la détention du capital et des droits de vote de la société SERMA GROUP):

- le 12 septembre 2018, Monsieur Philippe Berlié et CHEQUERS CAPITAL (via CCXVII FINANCE 1) ont cédé respectivement 2 188 115 actions FINANCIERE WATT et 3 310 485 actions FINANCIERE WATT au profit de la société WATT PARTICIPATIONS, dans le cadre de l'investissement, dans le groupe SERMA, de certains nouveaux salariés au travers d'une prise de participation dans WATT PARTICIPATIONS ;
- le 20 septembre 2018, FINANCIERE WATT a procédé à :
 - une augmentation de capital par émission de 3 000 000 d'actions nouvelles, intégralement souscrites par BPIFRANCE CAPITAL 1 ;

- l'émission de 3 000 000 obligations convertibles de catégorie 1 nouvelles (OCA 1), souscrites à hauteur de 1 500 000 par BPIFRANCE CAPITAL 1 et du même nombre par FCDE II³ ;
- l'émission de 3 000 000 obligations convertibles de catégorie 2 nouvelles (OCA 2), souscrites à hauteur de 1 500 000 par BPIFRANCE CAPITAL 1 et du même nombre par FCDE II ; et
- l'émission de 3 000 000 obligations remboursables en actions (ORA), souscrites en intégralité par FCDE II.

La répartition capitalistique et la gouvernance de SERMA GROUP et de FAG n'ont pas été modifiées suite aux opérations capitalistiques susvisées à l'exception de la nomination de FINANCIERE WATT en qualité de membre du conseil de surveillance de la société SERMA GROUP, en remplacement de FAG, par décision du directoire du 18 septembre 2018.

Le fondement réglementaire de notre intervention relève de l'article 261-1 I-1° du titre VI du livre II du Règlement général de l'AMF qui dispose que la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'Initiateur de l'offre (article 1°). Tel est le cas de la société FINANCIERE WATT, l'Initiateur, qui exerce son contrôle sur la société SERMA GROUP avant le lancement de l'OPAS.

Pour effectuer cette mission, nous nous sommes conformés aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n° 2006-08 sur l'expertise indépendante ainsi que des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006 (modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nous avons pris connaissance et analysé l'ensemble des documents comptables, financiers et juridiques nécessaires à la mission. Nous nous sommes appuyés sur notre expérience dans le domaine de l'évaluation et sur notre savoir-faire dans le domaine des expertises indépendantes, qu'elles soient de nature légale ou contractuelle.

1. PRESENTATION DE PAPER AUDIT & CONSEIL

La société Paper Audit & Conseil est constituée d'une équipe restreinte de professionnels spécialisés dans les domaines liés aux normes comptables, à la modélisation et l'ingénierie financière, et à l'évaluation, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion,
- missions contractuelles : consultations comptables, évaluation (entreprises, actifs incorporels, passifs sociaux, instruments financiers, etc.), arbitrage.

Nous avons acquis, dans le domaine des sociétés cotées, une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière et l'émission d'un jugement.

Nous disposons des moyens techniques et opérationnels nécessaires à l'exécution de nos missions. Pour les besoins de l'ensemble de nos missions d'évaluation, nous

³ Fonds de Consolidation et de Développement des Entreprises II.

utilisons la base de données financières Thomson Reuters qui, au cas d'espèce, nous a permis d'obtenir certaines informations nécessaires à l'appréciation de la valeur de la société SERMA GROUP.

2. INDEPENDANCE

Le cabinet Paper Audit & Conseil n'a jamais été mandaté par la société SERMA GROUP, ni par ses actionnaires, pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans le cadre de la présente mission.

3. MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

La société Paper Audit & Conseil n'a effectué aucune mission d'expertise indépendante au cours des 12 derniers mois.

4. ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Le cabinet Paper Audit & Conseil n'adhère, à ce jour, à aucune association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement général.

A ce titre, il s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflit d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

5. DILIGENCES EFFECTUÉES

La présente mission a été menée par Xavier Paper et son équipe et s'est déroulée entre le 18 septembre 2018 et le 7 décembre 2018, date de remise de notre rapport.

L'équipe affectée à la mission est composée des deux personnes suivantes :

- Xavier Paper (56 ans) – ESC Rouen, expert-comptable, commissaire aux comptes - réalise régulièrement des missions d'évaluation, de commissariat aux apports et à la fusion, ainsi que des missions de consulting comptable.
- Patrick Grinspan (52 ans) – ingénieur AgroParisTech, Master Stratégie et Expertise Financières (CNAM) - réalise des missions d'évaluation et de modélisation financières.

Elle a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Acceptation de la mission,
- Prise de connaissance des informations nécessaires à la compréhension de l'opération et de son cadre juridique et à l'évaluation des actions de la société SERMA GROUP,
- Prise de connaissance des informations qui nous ont été communiquées, en particulier celles de nature comptable et financière,
- Discussions avec les dirigeants de la société SERMA GROUP portant sur les éléments d'appréciation de la valeur des actions SERMA GROUP,
- Constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables à la société SERMA GROUP,
- Analyse du rapport d'évaluation de la société SERMA GROUP établi par les représentants de la société SODICA ECM,
- Mise en œuvre par le cabinet Paper Audit & Conseil de l'évaluation des actions de la société SERMA GROUP,
- Rédaction du rapport du cabinet Paper Audit & Conseil.

Enfin, il est important de noter que, conformément à la pratique dans le domaine des expertises indépendantes, nous n'avons pas procédé à un audit des données historiques qui nous ont été transmises. En outre, s'agissant des données prévisionnelles, nous nous sommes limités à en vérifier la cohérence et la pertinence au travers d'entretiens avec les dirigeants de la société SERMA GROUP et par recoupements d'informations entre elles.

6. LISTE DES DOCUMENTS MIS A NOTRE DISPOSITION

Pour les besoins de notre mission, nous avons utilisé les documents et informations mis à notre disposition par la société SERMA GROUP. Les principaux documents utilisés ont été les suivants :

- Rapport d'évaluation de la société SERMA GROUP établi par la société SODICA ECM daté du 14 novembre 2018,
- Business plan de la société SERMA GROUP daté de mai 2018,
- Comptes consolidés de la société SERMA GROUP au titre des exercices clos les 31 décembre 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 et 2017,
- Comptes consolidés de la société SERMA GROUP au 30 juin 2018 ayant fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes,
- Comptes consolidés et comptes annuels de la société FAG au 31 décembre 2017,
- Comptes sociaux non audités de la société FAG au 30 juin 2018,
- Comptes sociaux non audités de la société FINANCIERE WATT au 30 juin 2018,
- Comptes sociaux non audités de la société AGP au 30 juin 2018,

- Rapport d'évaluation de la société FAG, holding d'acquisition de la société SERMA GROUP, établi par le cabinet COMPAGNIE FIDUCIAIRE, daté de décembre 2017,
- Contrat de cession relatif à la cession de la société FAG daté du 27 avril 2018,
- Pacte d'associés entre titulaires de valeurs mobilières émises par la société FINANCIERE WATT du 20 septembre 2018,
- Procès-verbal d'assemblée générale ordinaire de la société FINANCIERE WATT en date du 20 septembre 2018,
- Attestation de la cession de droits sociaux relatifs aux actions FINANCIERE WATT réalisée par CHEQUERS CAPITAL XVII en date du 12 septembre 2018,
- Attestation de la cession de droits sociaux relatifs aux actions FINANCIERE WATT réalisée par Monsieur Philippe Berlié en date du 12 septembre 2018,
- Projet de communiqué du 13 novembre 2018 relatif à l'évolution actionnariale dans le holding de détention de SERMA GROUP et à l'OPAS,
- Projet de note d'information de l'Initiateur relatif à l'OPAS.

Pour les données de marché nécessaires à l'évaluation de la société SERMA GROUP, nous nous sommes principalement appuyés sur la base de données financières Thomson Reuters.

7. INTERLOCUTEURS RENCONTRES

Dans le cadre de notre mission, nous avons rencontré et/ou échangé avec les représentants de la société SERMA GROUP et ainsi qu'avec ses conseils.

Pour la société SERMA GROUP :

- Monsieur Bernard Ollivier, Directeur général,

Pour le cabinet d'avocats KING & SPALDING :

- Maître Véronique Gédéon, Avocat à la Cour,

Pour la société SODICA ECM :

- Monsieur Pascal Renault, Directeur d'affaires,
- Monsieur Johann Navarro, Directeur de mission.

8. REMUNERATION PERÇUE

Les honoraires pour cette mission se sont élevés à 40 000 euros HT.

9. CONTEXTE ET PRESENTATION DE LA SOCIETE SERMA GROUP

9.1. CONTEXTE ET PRESENTATION

La société SERMA GROUP est une société anonyme au capital de 2 301 072 euros, divisé en 1 150 536 actions de 2 euros de nominal chacune, dont le siège social est sis 14 rue Gallée 33600 Pessac, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Bordeaux sous le numéro 380 712 828.

SERMA GROUP est une société de services et d'ingénierie technologique hardware et software qui propose ses activités de conseil, d'expertise, d'analyse, de contrôle et de tests sur les composants électroniques, cartes et systèmes électroniques complets. Créée en 1991 à Pessac (Gironde), la société intervient autour de 3 sites d'implantation : Bordeaux, Paris et Grenoble

Initialement constituée en tant que laboratoire d'analyse, la société a développé des expertises physiques et électriques sur les composants. Elle intervient dans de multiples secteurs d'activité et à tout niveau du cycle industriel. L'offre de la société SERMA GROUP s'articule autour de 4 domaines d'activités :

- Technologies et procédés : la société conseille ses clients sur la qualité, la fiabilité, la robustesse et la gestion de la sécurité et de la protection en milieu professionnel ainsi que sur le contrôle des systèmes électroniques.
- Micro-électronique : conception et production de circuits intégrés spécifiques, sous-traitance en microélectronique (principalement dans des secteurs de pointe tels que le médical implanté, la recherche pétrolière, la défense ou le spatial), proposition de solutions ASIC (Application Specific Integrated Circuit).
- Ingénierie des systèmes embarqués : conception, production et maintien en conditions opérationnelles, pour ses clients, des électroniques embarqués, notamment pour l'aéronautique.
- Sécurité des systèmes : la société accompagne ses clients sur les problématiques sécurité et sûreté de fonctionnement des produits et systèmes. Elle peut intervenir aussi bien pour la sécurité des produits que la sécurité des systèmes d'information.

La société s'est également diversifiée dans la formation intra et inter-entreprises sur ses thèmes d'expertise à savoir l'assemblage, l'audit, l'analyse de défaillance, les cartes à puce, la fiabilité et l'avionique.

En 2017, la société SERMA GROUP a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 97,3 millions d'euros pour un résultat d'exploitation de 20,4 millions d'euros, correspondant à un taux de marge opérationnelle de 21%.

L'Initiateur, la société FINANCIERE WATT, a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la société SERMA GROUP. Dès lors, la conduite des activités de la société SERMA GROUP ne sera pas affectée par l'Offre.

FINANCIERE WATT propose aux actionnaires de la société SERMA GROUP qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation, et ce, alors même que le flottant, particulièrement étroit, est caractérisé par une faible rotation sur le marché (cf. infra §.10.3). Cette opération permet en outre aux actionnaires qui ont accompagné le développement de la société SERMA GROUP de bénéficier d'une opportunité de sortie à un prix supérieur au prix d'acquisition du Bloc (faisant ressortir par transparence une valeur par action SERMA GROUP égale à 224,95 euros).

L'Offre sera intégralement financée au moyen de la trésorerie de la société FINANCIERE WATT.

9.2. PERFORMANCES FINANCIERES HISTORIQUES

Bilan Serma Group ¹ (k€)	déc.-18	déc.-14	déc.-16	déc.-18	déc.-17	juin-18
Ecarts d'acquisition	7 218	6 762	4 899	5 131	5 684	7 834
Immobilisations incorporelles	1 239	1 522	963	459	961	959
Immobilisations corporelles	8 353	7 404	7 437	7 739	8 829	9 721
Immobilisations financières	445	373	363	551	701	382
Actif Immobilisé	17 256	16 061	13 662	13 880	16 176	18 896
Stocks et encours	4 560	3 939	3 880	5 487	5 554	6 107
Clients et comptes rattachés	17 897	19 339	20 513	22 186	25 803	24 033
Autres créances et comptes de régularisation	9 541	11 449	13 550	16 088	22 002	24 792
Impôt différé actif	192	514	502	580	781	441
Valeurs mobilières de placement	9 140	13 438	8 573	6 165	3 754	638
Disponibilités	4 665	5 420	5 907	6 297	13 976	9 231
Actif circulant	46 886	64 089	62 926	68 808	71 870	86 242
ACTIF	63 260	70 180	66 687	72 688	88 146	84 138

¹ Source Serma Group

Bilan Serma Group ¹ (k€)	déc.-18	déc.-14	déc.-16	déc.-18	déc.-17	juin-18
Capital	2 301	2 301	2 301	2 301	2 301	2 301
Primes	4 389	4 389	4 389	4 389	4 389	4 389
Reserves consolidées	15 630	21 628	18 063	34 696	28 526	36 536
Resultat consolidé	8 816	10 354	9 636	11 562	16 012	7 324
Capitaux propres part du groupe	31 136	38 672	34 389	42 948	61 228	60 660
Intérêts minoritaires	0	0	0	0	0	0
Capitaux propres	31 136	38 672	34 389	42 948	61 228	60 660
Autres fonds propres	2		110	110	110	210
Provisions pour risques et charges	2 101	2 363	2 204	3 100	2 411	2 581
Provisions pour impôt différé passif	246	140	266	244	371	
Provisions pour écart d'acquisition						
Emprunts et dettes financières	10 486	7 472	2 889	2 471	2 916	2 824
Fournisseurs et comptes rattachés	6 170	6 749	6 403	7 014	8 080	7 267
Autres dettes et comptes de régul.	13 128	14 775	20 326	16 798	23 030	20 706
Passifs détenus en vue d'être cédés						
PASSIF	63 249	70 181	66 687	72 686	88 146	84 138

¹ Source Serma Group

Rapport d'expertise indépendante établi par la société Paper Audit & Conseil. Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société SERMA GROUP initiée par la société FINANCIERE WATT.

(k€)	déc.-13	déc.-14	déc.-16	déc.-18	déc.-17	juin-18
Capitaux propres	31 136	38 672	34 389	42 948	51 228	50 550
Endettement net	-3 339	-11 386	-11 591	-11 991	-14 614	-7 045
PA33IF	27 797	27 286	22 798	30 957	36 614	43 505

Compte de résultat Serma Group ¹ (k€)	déc.-13	déc.-14	déc.-16	déc.-18	déc.-17	juin-18
Chiffre d'affaires	74 639	80 241	84 566	89 546	97 311	80 450
Production stockée et immobilisée	-289	-67	11	1 881	1 051	1 058
Achats consommés	-5 031	-5 273	-7 568	-8 635	-8 548	-5 203
Sous-traitance	-12 845	-11 563	-11 463	-10 395	-8 309	-4 148
Marge brute	68 484	62 868	66 548	72 387	81 606	42 187
Charges externes	-9 118	-10 171	-11 136	-10 844	-11 618	-6 200
Valeur ajoutée	47 948	62 787	64 410	81 663	89 887	36 987
Impôts et taxes	-1 712	-1 813	-1 702	-1 994	-2 276	-1 116
Charges du personnel	-36 702	-40 188	-42 618	-47 238	-52 439	-28 534
Autres produits et charges d'exploitation	4 537	5 681	6 469	6 543	7 497	4 073
Excédent brut d'exploitation	13 468	18 487	18 568	18 984	22 668	10 420
Dotations nettes aux amortissements	-2 021	-2 025	-2 033	-1 931	-2 181	-1 125
Dotations nettes aux provisions et dépréciations	49	-18	180	186	90	97
Résultat d'exploitation	11 497	14 424	14 708	17 219	20 588	9 362
Charges et produits financiers	-150	-50	-66	-93	-47	-29
Résultat courant avant impôt	11 347	14 374	14 640	17 126	20 541	9 333
Résultat exceptionnel	304	-913	-65	-1 191	-152	-342
Impôt sur les résultats	-2 331	-2 677	-3 028	-3 338	-4 188	-1 696
Résultat net des entreprises intégrées	8 920	10 884	11 547	12 587	16 011	7 926
Dotations aux amortissements des écarts d'acq.	-504	-530	-1 910	-1 036		
Résultat net	8 416	10 354	9 637	11 551	16 011	7 926

¹ Source Serma Group

L'analyse des comptes consolidés historiques de la société SERMA GROUP entre 2005 et 2017 (pour des raisons de mise en page, les tableaux ci-avant se limitent à la présentation des comptes de la période 2013-juin-2018) permet de mettre en évidence les points saillants suivants :

- une hausse significative du chiffre d'affaires de 10,1% par an en moyenne sur la période 2005-2017, la société ayant multiplié par trois son chiffre d'affaires au cours de cette période, de 31,1 millions d'euros à 97,3 millions d'euros ;
- un taux de marge opérationnelle (excédent brut d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires) qui a doublé entre 2005 et 2017 évoluant de 9,8% à 23,3% ;
- un besoin en fonds de roulement structurellement positif à hauteur d'environ 13,5% du chiffre d'affaires ; et
- des investissements nets qui s'élèvent à 2 millions d'euros en moyenne (hors croissance externe) sur la période 2010-2017, de l'ordre de 2,7% du chiffre d'affaires.

10. EVALUATION DE LA SOCIETE SERMA GROUP

A l'instar de la pratique observée en matière d'expertise indépendante dans le cadre de la réglementation AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères pour valoriser les actions de la société SERMA GROUP. Celle-ci repose sur plusieurs méthodologies : à titre principal, (1) l'actualisation des flux de trésorerie disponible

(DCF)⁴, (2) la référence à l'acquisition des actions FAG et AGP par FINANCIERE WATT, (3) la référence à l'augmentation de capital FINANCIERE WATT, (4) la référence aux cessions d'actions FINANCIERE WATT et, à titre indicatif, (5) la référence au cours de bourse, (6) les multiples de comparables boursiers et (7) la référence à la réduction du capital de la société FAG.

Les méthodes de valorisation que nous avons écartées sont les suivantes :

1) L'actif net comptable (ANC)

Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle ne prend pas en compte la valeur des actifs incorporels générés en interne, ceux-ci étant pour certains absents du bilan de la société SERMA GROUP.

2) La méthode du rendement

Cette méthode consiste à valoriser directement les capitaux propres de la société sur la base de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation dans la mesure où elle est largement redondante avec la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible mise en œuvre dans le cadre de l'évaluation multicritères.

3) La référence aux transactions comparables

Cette approche vise à reconstituer le prix de cession théorique de la société à évaluer par référence à des transactions intervenues sur le capital de sociétés présentant des caractéristiques semblables. En l'absence de transactions récentes disponibles portant sur le capital de sociétés directement comparables, nous avons écarté cette méthode de valorisation.

4) La référence aux objectifs des analystes financiers

Les méthodes fondées sur les objectifs de cours publiés par les analystes financiers ne constituent pas à proprement parler des méthodes de valorisation mais fournissent des tendances sur la valeur d'entreprise ; à ce titre, les objectifs de cours constituent une référence de valorisation. La société SERMA GROUP n'étant suivie par aucun bureau d'analystes financiers, nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation.

Tous nos calculs ont été réalisés sur la base du nombre d'actions au 30 juin 2018 soit, en l'absence d'autocontrôle, 1 150 536.

10.1. METHODE DE L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation⁵, actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds, sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation. Cette approche de valorisation dite « intrinsèque » repose sur l'hypothèse d'une valeur des capitaux propres fondée sur la profitabilité future de la société à évaluer.

⁴ Discounted Cash Flow.

⁵ Soit, avant rémunération des apporteurs de fonds, créanciers et actionnaires.

10.1.1. Analyse du business plan

Le management de la société SERMA GROUP nous a transmis son business plan, élaboré sur l'horizon 2018-2023, afin que nous puissions mettre en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible. Il convient de préciser que ce business plan intègre les opérations de croissance externe portant sur les sociétés SCIENCE et SURFACE (ci-après dénommée « S&S ») et NES GROUP acquises, respectivement en juillet et septembre 2018, pour un montant global s'élevant à 20 millions d'euros.

Les prévisions d'exploitation résultent notamment des hypothèses structurantes suivantes :

- une croissance moyenne actuarielle du chiffre d'affaires de 10,8% sur l'horizon 2017-2023 ;
- un taux de marge opérationnelle (EBE/CA) stable, peu ou prou égal à 22%⁶ du chiffre d'affaires ;
- un niveau d'investissement stable à hauteur de 3,4 millions d'euros exception faite de l'année 2018 pour laquelle un investissement de 10 millions d'euros est prévu, dont 7 millions d'euros pour la seule business unit SERMA ENERGY ;
- et un besoin en fonds de roulement (BFR) normatif structurellement positif.

Par ailleurs, nous avons prolongé le business plan qui nous a été transmis jusqu'en 2027 (soit sur une période explicite de 10 années), sur la base d'un taux de croissance de 3%, et ce, afin de désensibiliser la valeur issue de l'actualisation des flux de trésorerie disponible de l'impact de la subvention liée au crédit impôt recherche (CIR) que nous avons exclue du flux terminal (cf. infra §.10.1.2.f).

Compte tenu de la stratégie menée par le groupe consistant à faire monter en puissance les business units à forte rentabilité, le business plan nous semble raisonnablement réaliste, et ce, d'autant que la société SERMA GROUP nous a habitués à des taux de croissance élevés, de surcroît sur longue période (quasiment 10% par an entre 2005 et 2017).

Nous avons mis en œuvre la méthode de valorisation basée sur l'actualisation des flux de trésorerie disponible sur la base de ce business plan.

10.1.2. Principales hypothèses de valorisation

La date de démarrage de la valorisation a été fixée au 30 juin 2018, soit la date de clôture des comptes la plus proche de l'opération envisagée.

a) Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût d'opportunité⁷ du capital de la société SERMA GROUP. Le taux retenu de 9,78% a été calculé, selon le MEDAF⁸, sur la base des paramètres suivants :

- le taux sans risque est égal à 0,63% et correspond à la moyenne du taux de l'échéance constante⁹ de maturité 10 ans du mois de juillet 2018,

⁶ Ce taux inclut l'impact positif du crédit impôt recherche (cf. infra §.10.1.2.f).

⁷ Soit le coût des fonds propres en l'absence d'endettement.

⁸ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.

⁹ Source France Trésor.

- le bêta désendetté de la société SERMA GROUP, calculé à partir de la moyenne des bêtas désendettés des sociétés comparables de l'échantillon que nous avons constitué, a été fixé à 0,99,
- la prime de risque du marché a été fixée à 6,75%, fondée sur la moyenne des primes de risque retenues par les experts indépendants dans les attestations d'équité des 12 derniers mois,
- une prime de risque spécifique de 2,5% a été ajoutée afin de tenir compte de l'exigence de rendement additionnel des investisseurs pour les sociétés de petite taille et de faible liquidité.

b) Taux de croissance à l'infini

Le taux de croissance à l'infini a été fixé à 1,5% peu ou prou égal au taux de croissance prévisionnel du PIB (produit intérieur brut) en France.

c) Taux de marge opérationnelle normatif

Pour les besoins de la détermination du flux de trésorerie de la valeur terminale, nous avons retenu un taux de marge opérationnelle normatif à l'infini de 18%¹⁰, correspondant au taux tel qu'il ressort du business plan au terme de la période explicite, soit celui de l'année 2023, égal à 22,4%, sous déduction de l'impact du CIR estimé à 4,4% (cf. infra §.10.1.2.f).

d) Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement retenu, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, a été fixé à 13,5% calculé sur la base des agrégats historiques de la société SERMA GROUP sur la période 2010-2017.

e) Taux d'imposition

Le taux d'imposition normatif retenu a été fixé à 33,33%, pour les besoins de la valorisation, pour l'année 2018, soit le taux d'impôt en vigueur en France, puis 28% à partir de 2019 suite à sa baisse prévue votée lors de la loi de Finances 2017 et enfin à 25% à partir de 2022.

f) Crédit d'impôt recherche (CIR)

La société SERMA GROUP bénéficie du CIR qui représente, sur la base des agrégats historiques de la période 2010-2017, en moyenne 5,1% du chiffre d'affaires et 11,4% des charges de personnel. SERMA GROUP a ainsi perçu un montant de 6,408 millions d'euros au titre de l'exercice 2017. Au-delà de l'horizon explicite du business plan, nous n'avons pas intégré l'impact positif du CIR sur un horizon indéfini. Il nous semble en effet discutable d'en tenir compte dans la mesure où nous ne disposons pas d'éléments nous permettant d'apprécier le caractère pérenne de cette disposition fiscale dans un contexte de crise économique et d'instabilité fiscale.

g) Eléments de calcul de l'endettement net

Le tableau ci-après détaille le calcul de l'endettement net au 30 juin 2018 :

¹⁰ Rapport de l'exécédent brut d'exploitation sur le chiffre d'affaires.

en milliers d'euros	juin-18
Emprunts et dettes financières (+)	2 824
Indemnités de fin de carrière (+)	2 075
Compte courant créditeur (+)	442
Valeurs mobilières de placement (-)	638
Disponibilités (-)	9 231
Acquisition S&S et NES GROUP (+)	20 000
Endettement net S&S (+)	-2 271
Endettement net NES GROUP (+)	2 123
Endettement net	15 324

Sur la base de ces éléments, l'endettement net retenu pour les besoins de la valorisation de la société SERMA GROUP ressort à 15,3 millions d'euros au 30 juin 2018.

10.1.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La somme des flux de trésorerie disponible actualisés au coût d'opportunité du capital constitue la valeur d'entreprise de la société SERMA GROUP. Le tableau ci-après décrit le passage de la valeur d'entreprise ainsi calculée à la valeur des capitaux propres :

en milliers d'euros	juin-18
Flux 30 juin 2018 - 31 décembre 2027 actualisés (+)	140 298
Valeur terminale actualisée (+)	119 154
Valeur d'entreprise	259 452
Endettement net (-)	15 324
Valeur des capitaux propres	244 128
Nombre d'actions (I)	1 150 536
Valeur par action (€)	212,19

La valeur de la société SERMA GROUP s'établit à 244,1 millions d'euros selon la méthode des flux de trésorerie disponible. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 1 150 536, la valeur d'une action SERMA GROUP ressort à 212,19 euros.

10.1.4. Analyse de sensibilité

Le tableau ci-après présente la valeur de l'action SERMA GROUP sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

(€)		Taux d'actualisation				
		8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
Taux de croissance à l'infini	0,5%	227,22	213,36	201,03	189,92	179,88
	1,0%	234,48	219,54	208,29	194,44	183,79
	1,5%	242,74	226,49	212,19	199,48	188,13
	2,0%	252,21	234,40	218,84	205,13	192,96
	2,5%	263,20	243,47	226,41	211,51	198,37

Le tableau ci-après présente la valeur de l'action SERMA GROUP sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et au taux de marge opérationnelle (EBE / chiffre d'affaires) :

(€)		Taux d'actualisation				
		8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
EBE (%)	17,0%	234,47	219,09	205,52	193,47	182,67
	17,5%	238,60	222,79	208,85	196,47	185,40
	18,0%	242,74	226,49	212,19	199,48	188,13
	18,5%	246,87	230,20	215,52	202,49	190,86
	19,0%	251,00	233,90	218,85	205,50	193,58

10.1.5. Conclusion

La société SERMA GROUP a été évaluée selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

La valeur de la société SERMA GROUP s'établit à 244,1 millions d'euros selon la méthode des flux de trésorerie disponible. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 1 150 536, la valeur de l'action SERMA GROUP ressort à 212,19 euros, dans une fourchette large comprise entre 179,88 euros et 263,20 euros.

10.2. TRANSACTIONS SUR LE CAPITAL DE LA SOCIETE

10.2.1. Référence à l'acquisition des actions FAG et AGP par la société FINANCIERE WATT

Le 26 juin 2018, la société FINANCIERE WATT a acquis l'intégralité des titres financiers donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital et aux droit de vote de la société FAG, holding d'acquisition de la société SERMA GROUP¹¹, directement par acquisition (par voie d'apports et de cessions) des actions et des obligations convertibles de la société FAG, indirectement par acquisition (par voie d'apports et de cessions) des actions de la société AGP, véhicule d'intéressement au capital des managers de la société SERMA GROUP. Cette transaction valorise 100% des actions FAG à hauteur de

¹¹ FAG détient 99,21% de la société SERMA GROUP, le solde correspondant au flottant.

190 746 043 euros sur la base d'un prix de cession d'une action FAG égal à 4,1390 euros¹².

Le tableau ci-après présente le calcul, « par transparence », de la valeur d'une action SERMA GROUP induite par la transaction précitée :

Nombre d'actions FAG (#)	46 085 055
Prix de rachat par action FAG	4,1390
Valeur des capitaux propres FAG	190 746 043
Emprunts obligataires convertibles	4 447 201
Emprunts et dettes financières	3 434 466
Emprunts et dettes financières diverses	80 173 309
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	72 256
Dettes fiscales et sociales	269 221
Autres créances	-15 132 683
Valeurs mobilières de placement	0
Disponibilités	-7 206 548
Charges constatées d'avance	-37 393
Immobilisations corporelles	-506
Titres Serma Group	256 765 366
Pourcentage de détention (%)	99,21%
Valeur des capitaux propres Serma Group	258 809 964
Nombre d'actions Serma Group (#)	1 150 536
Valeur par action Serma Group	224,95 €

Cette transaction, qui porte sur la totalité du capital de la société FAG, et indirectement sur 99,21% du capital de la société SERMA GROUP, constitue à ce titre une référence dans le cadre de la présente Offre. Elle conduit à valoriser la société SERMA GROUP, calculée « par transparence », sur la base des comptes sociaux de la société FAG au 30 juin 2018, à hauteur de 258,8 millions d'euros, soit une valeur par action SERMA GROUP égale à 224,95 euros.

Selon la référence à l'acquisition des actions FAG par la société FINANCIERE WATT, la valeur de la société SERMA GROUP s'établit à 258,8 millions d'euros. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 1 150 536 à la date du présent rapport, la valeur de l'action SERMA GROUP ressort à 224,95 euros.

10.2.2. Référence à l'augmentation de capital FINANCIERE WATT

Le 20 septembre 2018, la société FINANCIERE WATT a procédé à une augmentation de capital d'un montant de 3 millions d'euros, par émission de 3 000 000 actions d'une

¹² A cet égard, il convient de préciser que la valeur par transparence d'une action FAG résultant du prix de cession des actions AGP ressort à 4,1398 euros, sur la base du bilan AGP au 30 juin 2018 non audité, soit une valeur quasi identique au prix de cession des actions FAG tel que mentionné dans le contrat de cession du Bloc, soit 4,1390 euros. Dès lors, il est indifférent, pour le calcul de la valeur par transparence de l'action SERMA GROUP, de raisonner à partir du prix de cession de l'action FAG ou à partir de la valeur par transparence de l'action FAG résultant du prix de cession des actions AGP.

valeur de 1 euro chacune, intégralement souscrite par EPIFRANCE CAPITAL 1. Il convient de rappeler que la société FINANCIERE WATT, qui détient directement et indirectement (via AGP) 100% des actions FAG, est la holding d'acquisition de la société FAG, elle-même détentrice de 99,21% des actions SERMA GROUP.

Le tableau ci-après présente le calcul, « par transparence », de la valeur d'une action SERMA GROUP induite par la transaction précitée :

Nombre d'actions Financière Watt (#)	121 367 000
Prix de souscription de l'augmentation de capital	1,0000
Valeur des capitaux propres Financière Watt	121 367 000
Emprunts obligataires convertibles	32 411 000
Emprunts et dettes financières	108 000 000
Emprunts et dettes financières diverses	0
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	284 206
Dettes fiscales et sociales	3 820
Clients et comptes rattachés	-22 920
Autres créances	-64 710 734
Valeurs mobilières de placement	0
Disponibilités	-298 166
Charges constatées d'avance	0
Titres Sema Group	-204
Frais Acquisition des titres 2018	-369 763
Obligations OC2 - Financière Ampère Galilée	-2 912 310
Valeur des actions FAG et AGP	193 751 930
Emprunts obligataires convertibles	4 447 201
Emprunts et dettes financières	3 434 466
Emprunts et dettes financières diverses	80 173 309
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	72 256
Dettes fiscales et sociales	269 221
Autres créances	-15 132 683
Valeurs mobilières de placement	0
Disponibilités	-7 206 548
Charges constatées d'avance	-37 393
Immobilisations corporelles	-506
Titres Serma Group	259 771 253
Pourcentage de détention (%)	99,21%
Valeur des capitaux propres Serma Group	261 839 788
Nombre d'actions Sema Group (#)	1 150 536
Valeur par action Serma Group	227,58 €

Cette transaction, très récente, qui porte sur 2,47% du capital de la société FINANCIERE WATT (= 3 000 000 / 121 367 600) constitue une référence dans le

cadre de la présente Offre. Elle fait ressortir une valeur de l'action SERMA GROUP, déterminée par « transparence », sur la base des comptes sociaux des sociétés FINANCIERE WATT et FAG au 30 juin 2018, égale à 227,58 euros.

Selon la référence à l'augmentation de capital FINANCIERE WATT du 20 septembre 2018, la valeur de la société SERMA GROUP s'établit à 261,8 millions d'euros. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 1 150 536 à la date du présent rapport, la valeur de l'action SERMA GROUP ressort à 227,58 euros.

10.2.2. Référence aux cessions d'actions FINANCIERE WATT

Le 12 septembre 2018, Monsieur Philippe Bedié et le fonds CHEQUERS CAPITAL XVII ont cédé respectivement 2 188 115 et 3 310 485 actions FINANCIERE WATT, au prix de 1,01515 euro par action, au profit de la société WATT PARTICIPATIONS, dans le cadre de l'investissement réalisé par certains nouveaux salariés du groupe SERMA GROUP dans le capital de WATT PARTICIPATIONS.

Le tableau ci-après présente le calcul, « par transparence », de la valeur d'une action SERMA GROUP induite par la transaction précitée :

Nombre d'actions Financière Watt (#)	121 367 000
Prix de cession des actions Financière Watt	1,0152
Valeur des capitaux propres Financière Watt	123 205 789
Emprunts obligataires convertibles	32 411 000
Emprunts et dettes financières	108 000 000
Emprunts et dettes financières diverses	0
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	284 206
Dettes fiscales et sociales	3 820
Clients et comptes rattachés	-22 920
Autres créances	-64 710 734
Valeurs mobilières de placement	0
Disponibilités	-298 165
Charges constatées d'avance	0
Titres Sema Group	-204
Frais Acquisition des titres 2018	-369 763
Obligations OC2 - Financière Ampère Gallée	-2 912 310
Valeur des actions FAG et AGP	195 590 719

Valeur des actions FAG et AGP	195 590 719
Emprunts obligataires convertibles	4 447 201
Emprunts et dettes financières	3 434 466
Emprunts et dettes financières diverses	80 173 309
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	72 256
Dettes fiscales et sociales	269 221
Autres créances	-15 132 683
Valeurs mobilières de placement	0
Disponibilités	-7 206 548
Charges constatées d'avance	-37 393
Immobilisations corporelles	-506
Titres Serma Group	261 610 042
Pourcentage de détention (%)	99,21%
Valeur des capitaux propres Serma Group	263 693 219
Nombre d'actions Serma Group (#)	1 150 536
Valeur par action Serma Group	229,19 €

Cette transaction, très récente, qui porte sur 4,53% du capital de la société FINANCIERE WATT (= $[3\,310\,485 + 2\,188\,115] / 121\,367\,600$) constitue une référence dans le cadre de la présente Offre. Elle fait ressortir une valeur de l'action SERMA GROUP, déterminée par « transparence », sur la base des comptes sociaux des sociétés FINANCIERE WATT et FAG au 30 juin 2018, égale à 229,19 euros.

Selon la référence aux cessions d'actions FINANCIERE WATT du 12 septembre 2018, la valeur de la société SERMA GROUP s'établit à 263,7 millions d'euros. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 1 150 536 à la date du présent rapport, la valeur de l'action SERMA GROUP ressort à 229,19 euros.

10.3. REFERENCE AU COURS DE BOURSE

La référence aux cours de bourse n'a été retenue qu'à seul titre indicatif compte tenu d'un flottant très réduit et d'un nombre restreint de transactions.

La société SERMA GROUP est une société cotée sur le marché Euronext Growth sous le code ISIN FR0000073728 – (code mnémotechnique ALSER). Le tableau ci-après présente les volumes de titres de la société SERMA GROUP échangés au cours des 24 derniers mois ainsi que la rotation du capital correspondante :

SERMA GROUP	Nombre d'actions échangées	Rotation du capital ¹ (en % du capital)	Rotation du capital ² (en % du flottant)
Volumes échangés 1 mois	7	0,00%	0,08%
Volumes échangés 2 mois	11	0,00%	0,12%
Volumes échangés 3 mois	136	0,01%	1,50%
Volumes échangés 6 mois	369	0,03%	4,06%
Volumes échangés 12 mois	531	0,05%	5,84%
Volumes échangés 24 mois	1 230	0,11%	13,53%

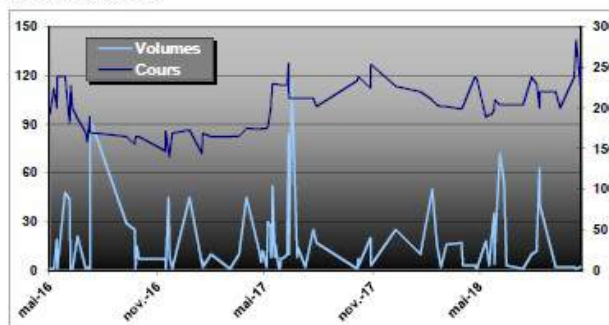
¹ Sur la base du nombre d'actions composant le capital au 30/06/2018 soit 1 150 536

² Sur la base du nombre d'actions composant le flottant au 30/06/2018 soit 9 089

Au 30 octobre 2018, dernière date de cotation précédant le communiqué du 13 novembre 2018 faisant référence à l'OPAS, le nombre total d'actions échangées sur les 12 derniers mois s'élève à 531. Rapporté au nombre d'actions composant le capital social, soit 1 150 536 actions au 30 juin 2018, le taux de rotation du capital s'établit à 0,05% tandis que celui du flottant s'établit à 5,84%. Par ailleurs, du 1^{er} janvier au 30 octobre 2018, 483 actions ont été échangées représentant 0,04% du capital pour un volume de transactions correspondant à un peu moins de 100 k€ ; ces échanges représentent un volume moyen journalier de 17 actions.

Du fait d'un flottant limité (0,79%), la liquidité des titres SERMA GROUP ne nous semble pas suffisante pour rendre la référence au cours de bourse pertinente. De surcroît, comme précisé en préambule du paragraphe 10, la société SERMA GROUP n'est suivie par aucun analyste financier. Pour cette raison, et dans la mesure où le cours de bourse constitue une référence néanmoins incontournable, nous n'avons retenu cette référence de valorisation qu'à seul titre indicatif, comme précisé en début de partie.

Le graphique ci-après montre l'évolution du cours de bourse ainsi que les volumes échangés du titre SERMA GROUP sur les 24 derniers mois (précédant le communiqué du 13 novembre 2018) :



Le tableau ci-après présente les cours de bourse pondérés par les volumes ainsi que les primes correspondantes :

SERMA GROUP	Cours moyen pondéré par les volumes ¹ (€)	Prime (%)
Cours de clôture ²	256,00	-8,2%
Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	246,88	-4,6%
Cours moyen pondéré par les volumes 2 mois	233,45	0,7%
Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	214,03	9,8%
Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	206,46	13,6%
Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	208,49	12,7%
Cours moyen pondéré par les volumes 24 mois	205,03	14,6%
Cours le plus haut depuis 12 mois	284,00	-17,3%
Cours le plus bas depuis 12 mois	189,00	24,3%

¹ Etabli sur la base des cours de clôture extraits de la base de données Thomson Reuters

² Cours au 30 octobre 2018

Sur la base d'un nombre d'actions composant le capital social égal à 1 150 536, la valeur de l'action SERMA GROUP ressort dans une fourchette comprise entre 189,00 euros et 284 euros.

10.4. METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

Au préalable, il convient de préciser que cette approche de valorisation est utilisée à titre indicatif car nous n'avons pas trouvé de sociétés cotées françaises ou étrangères dont le modèle économique soit proche, pour chacune des business units du groupe SERMA prises dans leur ensemble, de celui de la société SERMA GROUP.

La méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer, au cas d'espèce la société SERMA GROUP, les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables. Cette approche revient à évaluer l'entreprise en se basant sur la manière dont le marché valorise des actifs ou des sociétés similaires. C'est une méthode dite indirecte puisque la société est évaluée globalement de sorte que la valeur des fonds propres s'obtient en soustrayant l'endettement net à la valeur d'entreprise.

Les sociétés cotées que nous avons sélectionnées sont les suivantes :

ALTRAN TECHNOLOGIES (FR) est le 1^{er} groupe européen de conseil et d'ingénierie en innovation technologique. Le groupe couvre toutes les phases du cycle de vie d'un projet, de sa définition (veille technologique, études de faisabilité technique, définition des stratégies, etc.) à sa concrétisation (conception, mise en œuvre et validation de solutions, etc.). L'activité s'organise autour de 2 domaines : le conseil en technologie et recherche-développement et le conseil en organisation en systèmes d'information. En 2017, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 2,3 milliards d'euros et un résultat opérationnel de 246,3 millions d'euros.

ALTEN (FR) est une entreprise française d'ingénierie et conseil en technologies et une entreprise de services du numérique créée en 1988. Elle est présente dans plus de vingt pays et emploie 28 000 salariés dont 24 700 ingénieurs. Elle est spécialiste de la R&D externalisée et leader européen de l'ingénierie et du conseil en hautes technologies. En 2017, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de près de 2 milliards d'euros et un résultat opérationnel de 181,4 millions d'euros.

AKKA TECHNOLOGIES (FR) est une société spécialisée dans les prestations de conseil et d'ingénierie en hautes technologies ; le groupe accompagne ses clients industriels de la phase de recherche et développement à la phase de conception et de production (41% du chiffre d'affaires est réalisé en France). En 2017, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 1,3 milliards d'euros et un résultat opérationnel de 89,2 millions d'euros.

ASSYSTEM (FR) figure parmi les premiers groupes français d'ingénierie et de conseil en innovation ; l'activité du groupe (72% du chiffre d'affaires est réalisé en France) s'organise autour de cinq domaines : l'ingénierie de projets globaux, l'ingénierie de produits, l'informatique embarquée et électronique, l'ingénierie d'exploitation et de maintenance, les réseaux informatiques et télécoms. En 2017, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 395,2 millions d'euros et un résultat opérationnel de 26 millions d'euros.

SOGECLAIR (FR) est un groupe de haute technologie dans les domaines de l'ingénierie et de la simulation, organisé en trois divisions : Aerospace, Véhiculier et Simulation (plus de 45% du chiffre d'affaires est réalisé en France) ; En 2017, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 147,3 millions d'euros et un résultat opérationnel de 10,1 millions d'euros.

LACROIX (FR) est une société spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements de signalisation et de télégestion. Le groupe développe également des prestations de sous-traitance électronique. Le chiffre d'affaires par famille de produits et services se répartit comme suit : services de sous-traitance électronique (70,3%) (conception et fabrication de cartes électroniques), produits de signalisation et mobilier urbain (20,8%) (panneaux, jalonnements directionnels, poteaux d'arrêt, plaques, produits de signalisation humaine, abris de voyageurs, etc.) et équipements de contrôle et de gestion à distance (8,9%) destinés aux sites techniques d'exploitation de réseaux d'eau et de climatisation. En 2017, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 441,4 millions d'euros et un résultat opérationnel de 12,4 millions d'euros.

BUREAU VERITAS (FR) est une société de services proposant des prestations couvrant l'inspection, l'audit, les tests jusqu'à l'analyse, touchant à de nombreux domaines. Ses activités principales sont la certification, l'évaluation de conformité, la formation, et le conseil. Elle est présente dans 140 pays, s'appuie sur un réseau comprenant 1 400 agences et laboratoires et emploie 73 417 personnes à fin 2017 dont plus de 7 967 en France. En 2017, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 4,7 milliards d'euros et un résultat opérationnel de 606,3 millions d'euros.

Pour les besoins de la valorisation selon l'approche des comparables boursiers, nous avons retenu le critère de l'excédent brut d'exploitation (EBE) et celui du résultat opérationnel courant (ROC).

Le tableau ci-après présente les multiples implicites basés sur l'excédent brut d'exploitation et résultat de l'échantillon des sociétés sélectionnées, calculés sur la base des soldes intermédiaires de gestion prévisionnels issus du consensus d'analystes financiers établi par l'agence Thomson Reuters :

en milliers d'euros	Pays	Capi. ¹	x EBE			
			2016	2017e	2018e	2019e
ALTRAN TECHNOLOGIES	FR	2 110	9,80	8,11	5,14	4,82
ALTEN	FR	2 890	13,82	12,40	11,29	10,44
AKKA TECHNOLOGIES	FR	1 264	13,08	11,42	9,48	8,32
ASSYSTEM	FR	438	14,30	14,48	12,51	11,38
SOGECLAIR	FR	111	9,01	8,51	7,08	6,44
LACROIX	FR	101	8,83	8,38	4,71	4,48
BUREAU VERITAS	FR	9 830	12,97	14,08	13,11	12,28
Moyenne			11,4	10,3	9,0	8,3
Soldes intermédiaires de gestion SERMA GROUP			22 669	24 153	31 008	32 838
Multiple			11,4	10,3	9,0	8,3
Valeur d'entreprise			258 083	249 610	280 417	271 892
Endettement net (-)			15 324	15 324	15 324	15 324
Valeur des capitaux propres			242 769	234 286	265 093	256 568
Valeur des capitaux propres par action - moyenne -				249 679		
Nombre d'actions				1 160 536		
Valeur par action (€)				217,01		

¹ Capitalisation boursière (en millions d'unités monétaires locales)

Le tableau ci-après présente les multiples implicites basés sur le résultat opérationnel et résultat de l'échantillon des sociétés sélectionnées, calculés sur la base des soldes intermédiaires de gestion prévisionnels issus du consensus d'analystes financiers établi par l'agence Thomson Reuters :

en milliers d'euros	Pays	Capi. ¹	x ROC			
			2016	2017e	2018e	2019e
ALTRAN TECHNOLOGIES	FR	2 110	12,06	8,13	6,39	5,62
ALTEN	FR	2 890	14,75	13,30	12,02	11,13
AKKA TECHNOLOGIES	FR	1 264	15,65	14,72	11,77	10,01
ASSYSTEM	FR	438	15,95	17,17	14,23	13,01
SOGECLAIR	FR	111	12,36	11,00	8,82	7,92
LACROIX	FR	101	11,19	11,24	7,70	7,10
BUREAU VERITAS	FR	9 830	16,51	17,46	16,07	14,87
Moyenne			14,1	13,3	11,0	9,9

en milliers d'euros	Pays	Capt. ¹	x ROC			
			2016	2017e	2018e	2019e
Soldes Intermediaires de gestion SERMA GROUP			20 398	22 016	27 611	29 408
Multiple			14,1	13,3	11,0	9,9
Valeur d'entreprise			286 922	292 567	300 721	292 599
Endettement net (-)			15 324	15 324	15 324	15 324
Valeur des capitaux propres			271 598	277 243	288 397	277 275
Valeur des capitaux propres par action - moyenne -					278 628	
Nombre d'actions					1 150 536	
Valeur par action (€)					242,17	

¹ Capitalisation boursière (en milliers d'unités monétaires locales)

La valeur de la société SERMA GROUP s'établit à, respectivement, 249,7 millions d'euros selon les multiples d'excédent brut d'exploitation et 278,6 millions d'euros selon les multiples de résultat opérationnel. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 1 150 536, la valeur de l'action SERMA GROUP ressort à, respectivement, 217,01 euros selon les multiples d'excédent brut d'exploitation et 242,17 euros selon les multiples de résultat opérationnel.

10.5. REFERENCE A LA REDUCTION DU CAPITAL DE LA SOCIETE FAG

Le 27 janvier 2018, la société FAG, holding d'acquisition du groupe SERMA, a procédé à une opération de réduction de capital, d'un montant de 7 125 k€, réalisée à parité pour tous les actionnaires, par voie de rachat au prix unitaire de 2,6136 euros par action FAG, ramenant ainsi le capital social d'un montant initial de 48 209 600 euros à 45 483 657 euros, et correspondant à 2 725 943 actions FAG, de 1 euro de valeur nominale, annulées.

Le tableau ci-après présente le calcul, « par transparence », de la valeur d'une action SERMA GROUP induite par la transaction précitée :

Nombre d'actions FAG (#)	48 209 600
Prix de rachat par action FAG	2,6136
Valeur des capitaux propres FAG	126 000 611
Emprunts obligataires convertibles	5 924 072
Emprunts et dettes financières	72 779 047
Emprunts et dettes financières diverses	16 395 133
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	89 389
Dettes fiscales et sociales	356 239
Autres créances	-19 868 968
Valeurs mobilières de placement	0
Disponibilités	-8 992 133
Charges constatées d'avance	-40 737
Immobilisations corporelles	-760

Titres Serma Group	192 641 893
Pourcentage de détention (%)	99,21%
Valeur des capitaux propres Serma Group	194 175 882
Nombre d'actions Serma Group (#)	1 150 536
Valeur par action Serma Group	168,77 €

Cette transaction qui porte sur une part significative du capital de la société FAG (soit 5,65% [=2 725 943 / 48 209 600] du nombre d'actions composant le capital social de la société FAG avant opération) constitue une référence dans le cadre de la présente Offre. Elle fait ressortir une valeur de l'action SERMA GROUP, déterminée par « transparence », sur la base des comptes sociaux de la société FAG au 31 décembre 2017, égale à 168,77 euros.

Il convient de préciser que la réduction de capital susvisée, parce que réalisée à parité pour tous les actionnaires, s'apparente dès lors à une simple distribution de dividendes, le prix de rachat ayant uniquement permis de fixer le niveau des « dividendes » versés. Pour cette raison, cette référence n'a été retenue qu'à seul titre indicatif.

Selon la référence à la réduction du capital de la société FAG en date du 27 janvier 2018, la valeur de la société SERMA GROUP s'établit à 194,2 millions d'euros déterminée par « transparence » sur la base des comptes sociaux de la société FAG au 31 décembre 2017. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 1 150 536 à la date du présent rapport, la valeur de l'action SERMA GROUP ressort à 168,77 euros.

10.6. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux, le prix d'offre retenu, soit 235 euros par action SERMA GROUP, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs (centrales) résultant des méthodes que nous avons sélectionnées :

Méthodes de valorisation retenues	Valeur	Prime / (décote) (%)	Prix d'offre
Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible	212,19 €	10,8%	235,00 €
Référence à l'acquisition des actions FAG et AGP par la société FINANCIERE WATT en date du 26 juin 2018	224,95 €	4,5%	235,00 €
Référence à l'augmentation de capital FINANCIERE WATT souscrite par BIPFRANCE CAPITAL 1 en date du 20 septembre 2018	227,58 €	3,3%	235,00 €
Référence aux opérations de cession d'actions FINANCIERE WATT détenues par Monsieur Philippe Berlé et CGW / I FINANCE 1 au profit de WATT PARTICIPATIONS en date du 12 septembre 2018	229,19 €	2,5%	235,00 €

Méthodes de valorisation retenues	Valeur	Prime / (déoute) (%)	Prix d'offre
<i>A titre indicatif</i>			
Cours au 30 octobre 2018 ¹	256,00 €	-8,2%	235,00 €
Cours moyen pondéré 1 mois	246,86 €	-4,8%	235,00 €
Cours moyen pondéré 3 mois	214,03 €	9,8%	235,00 €
Cours moyen pondéré 6 mois	206,46 €	13,8%	235,00 €
Cours moyen pondéré 12 mois	208,49 €	12,7%	235,00 €
Méthode des comparables boursiers : multiples d'excédent brut d'exploitation	217,01 €	8,3%	235,00 €
Méthode des comparables boursiers : multiples de résultat opérationnel courant	242,17 €	-3,0%	235,00 €
Référence à la réduction de capital de la société FAG en date du 27 janvier 2018	168,77 €	39,2%	235,00 €

¹ Dernière date de cotation précédant le communiqué du 13 novembre 2018 faisant référence à l'OPAS.

11. ANALYSE DU CONTRAT DU 27 AVRIL 2018 RELATIF AU TRANSFERT DU BLOC FAG

Comme visé en préambule du présent rapport, le contrat de cession relatif à la cession de FAG, en date du 27 avril 2018, décrit les modalités par lesquelles FINANCIERE WATT est devenu propriétaire le 26 juin 2018, par voie d'apports et de cessions, de 78,84% des actions émises par FAG et de 100% des actions AGP, société détenant 21,16% des actions émises par FAG.

Le contrat de cession précise en particulier :

- les titres cédés,
- la date de réalisation de l'opération,
- les modalités de transfert : apport et cession,
- le prix global de 100% des titres financiers cédés ou apportés ainsi que leur valeur individuelle,
- les modalités de la restructuration de la société WATT PARTICIPATIONS,
- les modalités de versement du prix et de rémunération des apports,
- les modalités de remboursement des dettes existantes souscrites par FAG et ses filiales,
- la liste des conditions suspensives à l'opération,
- les modalités de paiement,
- la liste des documents à remettre,
- la liste des déclarations des différentes parties prenantes.

Après analyse, il apparaît que le contrat de cession relatif à la cession de FAG ne conduit

pas à consentir un avantage particulier à une ou plusieurs des parties prenantes susceptible de se traduire par une rupture d'égalité avec les actionnaires minoritaires de la société SERMA GROUP auxquels s'adresse la présente Offre. En particulier, il ne contient ni clause de complément de prix, ni clause de prix de cession garanti.

12. ANALYSE DES PACTES D'ASSOCIES DES 26 JUIN ET 20 SEPTEMBRE 2018

Concomitamment au transfert du Bloc FAG en date du 26 juin 2018 par lequel FINANCIERE WATT est devenu propriétaire, indirectement via la société FAG, de 99,21% des actions SERMA GROUP, un pacte d'associés a été conclu, à la même date, d'une durée de 15 ans, renouvelable par tacite reconduction par période d'une année, aux fins d'organiser au sein de FINANCIERE WATT les relations entre associés, soit Messieurs Philippe Berlié, Marc Dus, Bernard Ollivier, Jean Guilhaud, Richard Pedreau, Olivier Duchmann et Xavier Morin, WATT PARTICIPATIONS et CCKVII FINANCE I.

Nous avons pris connaissance du pacte d'associés et analysé les dispositions qu'il contient.

Outre les clauses relatives à la gouvernance de FINANCIERE WATT et à l'accès à l'information, le pacte d'associés, qui restreint le transfert et la cession éventuelle des titres FINANCIERE WATT, prévoit en particulier :

- un droit de préemption,
- un droit de sortie conjointe,
- une obligation de sortie conjointe,
- une promesse de vente,
- une clause d'inaliénabilité d'une durée de 7 ans (sauf en cas de cession totale des titres FINANCIERE WATT avant cette période), et
- une clause de liquidité.

Suite aux opérations du 20 septembre 2018, visées en préambule du présent rapport, et en particulier à l'entrée au capital de FINANCIERE WATT des fonds BPIFRANCE CAPITAL 1 et FCDE II, un nouveau pacte a été conclu entre les associés, à cette même date, en substitution de celui du 26 juin 2018, désormais caduc.

Nous avons pris connaissance de ce nouveau pacte d'associés et analysé les dispositions nouvelles qu'il contient. Nous avons noté que la gouvernance et les décisions prises sur autorisation du Conseil de Surveillance décrites dans le pacte d'associés du 26 juin n'ont pas été modifiées par le pacte du 20 septembre 2018, seul un droit d'information spécifique ayant été octroyé à BPIFRANCE CAPITAL 1 et FCDE II (ci-après dénommés les « Investisseurs Financiers Minoritaires »). Les stipulations liées aux restrictions des transferts de titres de FINANCIERE WATT sont pleinement applicables aux Investisseurs Financiers Minoritaires qui ne bénéficient pas du droit de préemption et de la promesse de vente respectivement visés ci-avant.

Les clauses et/ou dispositions nouvelles et/ou modifiées sont les suivantes :

- ajout des deux nouveaux associés BPIFRANCE CAPITAL 1 et FCDE II,

- mention faite de la société S&S et des filiales de NES GROUP acquises postérieurement au 26 juin (cf. supra §.10.1.1),
- évolution du nombre des OCA suite aux opérations du 20 septembre 2018 (cf. infra §.13),
- mention faite des ORA souscrites par FCDE II (cf. infra §.13),
- ajout d'un droit d'information spécifiquement réservé aux Investisseurs Financiers Minoritaires,
- ajout de deux nouveaux Transferts Libres¹³ dont bénéficient les Investisseurs Financiers Minoritaires,
- application de la clause d'inaliénabilité des titres FINANCIERE WATT aux Investisseurs Financiers Minoritaires,
- absence de droit de préemption au profit des Investisseurs Financiers Minoritaires,
- précisions relatives au financement par les Investisseurs Financiers Minoritaires de croissances externes éventuelles,
- application de la clause de *drag along* aux Investisseurs Financiers Minoritaires,
- insertion d'une clause de couplage et de transfert proportionnel au profit des Investisseurs Financiers Minoritaires,
- article relatif à la déontologie » étoffé d'engagements spécifiques demandés par BPIFRANCE à certains associés,
- ajout de 2 articles qui concernent respectivement la lutte contre le blanchiment des capitaux et la responsabilité sociétale de l'entreprise (RSE).

Au terme de notre analyse, il apparaît qu'aucune des clauses et dispositions visées dans les pactes d'associés du 26 juin et du 20 septembre 2018 ne conduit à consentir un avantage particulier¹⁴ à une ou plusieurs des parties prenantes susceptible de se traduire par une rupture d'égalité avec les actionnaires minoritaires de la société SERMA GROUP auxquels s'adresse la présente Offre.

13. ANALYSE DES TITRES FINANCIERS DONNANT ACCES AU CAPITAL DE LA SOCIETE FINANCIERE WATT

Comme visé en préambule du présent rapport, outre l'entrée au capital de FINANCIERE WATT des fonds BPIFRANCE CAPITAL 1 et FCDE II, les opérations du 20 septembre 2018 ont permis à FINANCIERE WATT d'émettre un certain nombre de titres financiers donnant accès à son capital à savoir :

- l'émission de 3 000 000 OCA 1, souscrites à hauteur de 1 500 000 par BPIFRANCE CAPITAL 1 et du même nombre par FCDE II, portant à 25 211 000 le nombre d'OCA 1 suite à l'émission d'une première tranche, le 26 juin 2018, de 22 211 000 OCA 1 ;

¹³ Un Transfert Libre correspond en règle générale au transfert de propriété d'actions FINANCIERE WATT et/ou de titres financiers donnant accès au capital de FINANCIERE WATT qui échappent au droit de préemption.

¹⁴ En particulier, il n'existe pas de clause de complément de prix ou de prix de cession garanti.

- l'émission de 3 000 000 OCA 2, souscrites à hauteur de 1 500 000 par BPIFRANCE CAPITAL 1 et du même nombre par FCDE II, portant à 13 200 000 le nombre d'OCA 2 suite à l'émission d'une première tranche, le 26 juin 2018, de 10 200 000 OCA 2; et
- l'émission de 3 000 000 ORA, souscrites en intégralité par FCDE II.

Les caractéristiques des OCA 1 sont les suivantes :

- date d'échéance : 31 décembre 2025, sauf survenance d'un cas d'exigibilité anticipé, de remboursement anticipé ou de conversion,
- taux d'intérêt : 7% l'an, capitalisé annuellement le 31 décembre de chaque année, payable en intégralité au moment de la conversion ou du remboursement (anticipé ou non) de toute ou partie des OCA 1,
- valeur nominale : 1 euro,
- amortissement : sauf exception (exigibilité anticipée ou remboursement anticipé), les OCA 1 seront amorties en une seule fois à la date d'échéance en principal et intérêts,
- conversion : droit de conversion accordé au souscripteur à la date d'échéance ou en cas de cession de FINANCIERE WATT,
- parité de conversion : 1 action FINANCIERE WATT pour 1 OCA 1,
- caractéristiques des actions émises par conversion : identiques aux actions FINANCIERE WATT émises le 26 juin 2018.

Il convient de préciser que le nombre d'OCA 1 pouvant être converties (selon la parité susmentionnée) est déterminé de façon linéaire en fonction d'un ratio à atteindre, étant précisé que toutes les OCA 1 pourront être converties si ce ratio est de 1,76 et qu'aucune OCA 1 ne pourra être convertie si ce ratio est supérieur ou égal à 2,5.

A défaut de conversion, les OCA 1 seront remboursées par FINANCIERE WATT à l'échéance ou de manière anticipée, à la seule option des titulaires d'OCA 1, (i) en cas de changement de contrôle ou de transfert de plus de 50,01% du capital ou des droits de vote de FINANCIERE WATT à un tiers, (ii) en cas d'admission de tout ou partie des actions de FINANCIERE WATT sur un marché réglementé ou régulé, (iii) en cas d'accord entre les titulaires d'OCA 1 et FINANCIERE WATT, (iv) dans certains cas de conversion des OCA 1, (v) en cas de procédure préventive ou collective de FINANCIERE WATT, (vi) en cas d'exigibilité anticipée des prêts sénior et (vii) en cas de non-respect par FINANCIERE WATT de l'une de ses obligations au titre du contrat d'émission des OCA 1.

Par ailleurs, les OCA 1 peuvent être remboursées de manière anticipée, à tout moment, sur décision unanime et conjointe du président de FINANCIERE WATT et du porteur d'OCA 1 concerné, sous réserve que toutes les sommes dues au titre du prêt sénior aient été remboursées par FINANCIERE WATT ou que les prêteurs aient autorisé ce remboursement anticipé.

Les caractéristiques des OCA 2 sont les suivantes :

- date d'échéance : 31 décembre 2025, sauf survenance d'un cas d'exigibilité anticipé, de remboursement anticipé ou de conversion,
- taux d'intérêt : 7% l'an, capitalisé annuellement le 31 décembre de chaque année, payable en intégralité au moment de la conversion ou du remboursement (anticipé ou non) de toute ou partie des OCA 2,

- valeur nominale : 1 euro,
- amortissement : sauf exception (exigibilité anticipée ou remboursement anticipé), les OCA 2 seront amorties en une seule fois à la date d'échéance en principal et intérêts,
- conversion : droit de conversion accordé au souscripteur à la date d'échéance ou en cas de cession de FINANCIERE WATT,
- parité de conversion : 1 action FINANCIERE WATT pour 1 OCA 2,
- caractéristiques des actions émises par conversion : identiques aux actions FINANCIERE WATT émises le 26 juin 2018.

Le nombre d'OCA 2 pouvant être converties (selon la parité susmentionnée) est déterminé en fonction d'un ratio à atteindre, étant précisé que toutes les OCA 2 pourront être converties si ce ratio est supérieur à 10. Dans l'hypothèse où ce ratio est inférieur à 10, le nombre d'OCA 2 pouvant être convertie sera également sujet à la réalisation d'un objectif d'EBIT 2018 et l'application ou non d'une formule de calcul, étant précisé qu'en tout état de cause, un maximum de 7 500 000 OCA 2 pourront être converties.

A défaut de conversion, les OCA 2 seront remboursées par FINANCIERE WATT à l'échéance ou de manière anticipée, à la seule option des titulaires d'OCA 2, (i) en cas de changement de contrôle ou de transfert de plus de 50,01% du capital ou des droits de vote de FINANCIERE WATT à un tiers, (ii) en cas d'admission de tout ou partie des actions de FINANCIERE WATT sur un marché réglementé ou régulé, (iii) en cas d'accord entre les titulaires d'OCA 2 et FINANCIERE WATT, (iv) dans certains cas de conversion des OCA 2, (v) en cas de procédure préventive ou collective de FINANCIERE WATT, (vi) en cas d'exigibilité anticipée des prêts senior et (vii) en cas de non-respect par FINANCIERE WATT de l'une de ses obligations au titre du contrat d'émission des OCA 2.

Par ailleurs, les OCA 2 peuvent être remboursées de manière anticipée, à tout moment, sur décision unanime et conjointe du président de FINANCIERE WATT et du porteur d'OCA 2 concerné, sous réserve que toutes les sommes dues au titre du prêt senior aient été remboursées par FINANCIERE WATT ou que les prêteurs aient autorisé ce remboursement anticipé.

Les caractéristiques des ORA sont les suivantes :

- date d'échéance : 31 décembre 2025, sauf survenance d'un cas de remboursement anticipé,
- taux d'intérêt : néant,
- valeur nominale : 1 euro,
- remboursement : sous forme d'actions FINANCIERE WATT, (1) en tout ou partie, sur décision de FINANCIERE WATT, (2) partiellement, en cas de sortie totale ou partielle de CCXVII FINANCE 1, (3) en totalité à la date d'échéance ou (4) en cas de remboursement effectif du contrat de crédit en date du 26 juin 2018 conclu par FINANCIERE WATT,
- caractéristiques des actions émises sur remboursement : identiques aux actions FINANCIERE WATT émises le 26 juin 2018.

Au terme de notre analyse, il apparaît qu'aucune des caractéristiques relatives aux OCA 1, OCA 2 et ORA ne conduit à consentir un avantage particulier aux souscripteurs de ces instruments financiers susceptible de se traduire par une rupture d'égalité avec les

actionnaires minoritaires de la société SERMA GROUP auxquels s'adresse la présente Offre.

14. ANALYSE DU TRAVAIL D'EVALUATION REALISE PAR LA SOCIETE SODICA ECM

SODICA ECM, établissement conseil, nous a transmis son rapport d'évaluation détaillé. L'objet de cette partie consiste à relever les écarts avec notre propre travail de valorisation.

De manière générale, les méthodes et les références d'évaluation principales retenues sont identiques. Nous avons néanmoins relevé les différences suivantes :

S'agissant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, nous avons relevé les principales différences suivantes :

- a. SODICA ECM a retenu un taux d'actualisation égal à 11,11% calculé selon le coût moyen pondéré du capital tandis que le taux d'actualisation calculé par nos soins, et correspondant au coût des fonds propres en l'absence d'endettement, ressort à 9,78% (cf. supra §.10.1.2.a).
- b. SODICA ECM a fixé un taux de marge opérationnelle (EBITDA sur chiffre d'affaires) à l'infini égal à 23% alors que nous avons retenu un taux de 18%, l'écart ayant pour origine le fait que nous avons exclu de la valeur terminale les avantages économiques liés au CIR, au contraire de SODICA ECM.
- c. Nous avons prolongé le business plan 2018-2023 qui nous a été transmis par le management de la société SERMA GROUP jusqu'en 2027 tandis que SODICA ECM l'a pris en l'état.

S'agissant des références aux transactions sur le capital, nous avons utilisé celle liée à l'opération de réduction du capital de la société FAG du 27 janvier 2018 alors que SODICA ECM l'a ignorée.

15. ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

Nous avons évalué la valeur de la société SERMA GROUP selon les différentes méthodes suivantes : à titre principal, (1) l'actualisation des flux de trésorerie disponible, (2) la référence à l'acquisition des actions FAG et AGP par FINANCIERE WATT, (3) la référence à l'augmentation de capital FINANCIERE WATT, (4) la référence aux cessions d'actions FINANCIERE WATT et, à titre indicatif, (5) la référence au cours de bourse, (6) les multiples de comparables boursiers et (7) la référence à la réduction du capital de la société FAG.

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 244,1 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 212,19 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP extériorise une prime de 10,8% par rapport à la valeur résultant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

Selon la référence à l'acquisition des actions FAG et AGP par la société FINANCIERE

WATT du 26 juin 2018, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 258,8 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 224,95 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP offre une prime de 4,5% par rapport à la référence issue de l'acquisition des actions FAG et AGP par la société FINANCIERE WATT du 26 juin 2018.

Selon la référence à l'augmentation de capital FINANCIERE WATT du 20 septembre 2018, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 261,8 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 227,58 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP offre une prime de 3,3% par rapport à la référence à l'augmentation de capital FINANCIERE WATT du 20 septembre 2018.

Selon la référence aux cessions d'actions FINANCIERE WATT du 12 septembre 2018, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 263,7 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 229,19 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP offre une prime de 2,5% par rapport à la référence aux cessions d'actions FINANCIERE WATT du 12 septembre 2018.

Selon la référence au cours de bourse du 30 octobre 2018, retenue à titre purement indicatif, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 294,5 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 256 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP extériorise une décote de 8,2% par rapport à la référence au cours de bourse du 30 octobre 2018.

Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois, retenue à titre purement indicatif, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 237,5 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 206,46 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP extériorise une prime de 13,8% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois.

Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre purement indicatif, sur la base des multiples d'excédent brut d'exploitation, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 249,7 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 217,01 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP extériorise une prime de 8,3% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples d'excédent brut d'exploitation.

Selon la méthode des comparables boursiers, retenue à titre purement indicatif, sur la base des multiples de résultat opérationnel, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 278,6 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 242,17 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP extériorise une décote de 3% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de résultat opérationnel.

Selon la référence à la réduction du capital de la société FAG en date du 27 janvier 2018, retenue à titre purement indicatif, la valeur de la société SERMA GROUP ressort à 194,2 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 168,77 euros. Le prix d'offre de 235 euros par action SERMA GROUP offre une prime de 39,2% par rapport à la référence à la réduction du capital de la société FAG en date du 27 janvier 2018.

La présente Offre permet aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate, et ce, à un prix permettant d'extérioriser une prime de 4,5% par rapport à la valeur par action SERMA GROUP, égale à 224,95 euros, résultant du calcul par transparence à partir du prix fixé dans le cadre de la cession du Bloc FAG en date du 26

Rapport d'expertise indépendante établi par la société Paper Audit & Conseil. Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société SERMA GROUP initiée par la société FINANCIERE WATT.

juin 2018.

Le prix de 235 euros par action SERMA GROUP proposé pour l'Offre Publique d'Achat Simplifiée est équitable pour les actionnaires minoritaires.

Fait à Paris, le 7 décembre 2018

PAPER AUDIT & CONSEIL

Xavier PAPER



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

Messieurs Philippe Berlié, Marc Dus, Bernard Ollivier, Jean Guilbaud, Richard Pedreau, Olivier Duchmann et Xavier Morin, Watt Participations, CCXVII Finance 1, Bpifrance Capital 1 et FCDE II ont conclu le 20 septembre 2018 un pacte d'associés, dont un résumé des principales clauses figure à la section 1.2.1 de la Note d'Information (le « Nouveau **Pacte** »).

Les principes définis dans le Nouveau Pacte ne conduisent pas à consentir à ses signataires un avantage particulier susceptible de se traduire au niveau de Serma Group par une rupture d'égalité avec les actionnaires minoritaires de la Société auxquels s'adresse l'Offre.

Il est rappelé qu'un contrat relatif à la cession de Financière Ampère Galilée a été conclu entre l'Initiateur, Chequers Capital XVIII, Axa Expansion Fund III, MASCF Epargne Retraite et Messieurs Philippe Berlié, Marc Dus, Bernard Ollivier, Jean Guilbaud, Richard Pedreau, Olivier Duchmann et Xavier Morin en date du 27 avril 2018. Des informations complémentaires sont disponibles à la section 1.1.2 de la Note d'Information.

7. ELEMENTS CONCERNANT SERMA GROUP SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la date de la présente note en réponse, le capital social de Serma Group s'élève à 2.301.072 euros, divisé en 1.150.536 actions de 2 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

Le capital social et les droits de vote de Serma Group sont répartis comme suit à la date des présentes :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Financière Ampère Galilée	1.141.446	99,21%	1.634.251	99,18%
Financière Watt	1	-	1	-
Total Financière Watt	1.141.447	99,21%	1.634.252	99,18%
Public	9.089	0,79%	13.500	0,82%
Total	1.150.536	100,0%	1.647.752	100,0%

Il est indiqué qu'à la date de la présente note en réponse, la Société détient aucune de ses propres actions.

7.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE OU AUX TRANSFERTS D' ACTIONS

7.2.1. Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Serma Group a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 12 des statuts), en vertu de laquelle toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir une fraction égale ou supérieure à 5 % du capital social ou des droits de vote ou à tout multiple de 5 % du capital social ou des droits de vote et ce, jusqu'à 50 % du capital social ou des droits de vote inclus, ou une fraction correspondant aux seuils prévus par la loi à l'article L 233-7 du Code de Commerce, ainsi qu'au seuil de 95 % du capital social ou des droits de vote prévu par les règles du marché Alternext³, est tenue, dans les cinq jours de bourse de l'inscription en compte des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ces seuils, de déclarer à la Société, par lettre

² Ce Nouveau Pacte annule et remplace le précédent pacte d'associés conclu dans le cadre de l'Opération et fait suite à la prise de participation de Bpifrance Capital 1 et FCDE II au sein de Financière Watt.

³ Les statuts de la Société ne sont pas à jour du changement de dénomination d'Alternext en Euronext Growth.

recommandée avec avis de réception, le nombre total des actions et le nombre des droits de vote qu'elle possède. Cette déclaration sera effectuée dans les conditions ci-dessus chaque fois que les seuils susvisés seront franchis en hausse ou en baisse.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction égale à 5 % au moins du capital ou des droits de vote en font la demande lors de l'Assemblée Générale.

7.2.2. Droits de vote

Aucune restriction statutaire, autres que les dispositions relatives aux droits de vote double n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Il est rappelé que les statuts de la Société (article 33.3) prévoient l'attribution d'un droit de vote double aux actions inscrites au nominatif depuis au moins trois ans au nom d'un même actionnaire.

7.2.3. Transfert d'action

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

7.3. CLAUSES DE CONVENTIONS PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION D' ACTIONS ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DE SERMA GROUP (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE)

Les dispositions de l'article L. 233-11 du Code de Commerce ne sont pas applicables à la Société, puisque ses actions sont admises aux négociations sur le marché organisé d'Euronext Growth Paris.

Par ailleurs, la Société n'a, à la date de la présente note en réponse, connaissance d'aucun accord prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Serma Group.

7.4. PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L.233-7 ET L.233-12 DU CODE DE COMMERCE

Conformément aux dispositions de l'article 233-7 du Code de commerce, Financière Watt a déclaré à l'AMF et à la Société, par courrier en date du 14 novembre 2018, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse, le 26 juin 2018, indirectement par l'intermédiaire FAG qu'elle contrôle, les seuils de 50% et 95% du capital et des droits de vote de la Société, et détenir directement et indirectement à cette date 1.141.447 actions Serma Group représentant 1.634.252 droits de vote, soit 99,21% du capital et 99,18% des droits de vote de cette dernière. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 14 novembre 2018 sous le numéro 218C1837.

7.5. LISTE DES DETENEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

7.6. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Néant.

7.7. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

La Société n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

7.8. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU DIRECTOIRE

Le nombre de membres du Directoire est fixé par le Conseil de surveillance sans pouvoir toutefois excéder le nombre de 5 membres [ou de 7 si les actions de la Société viennent à être admises aux négociations sur un marché réglementé].

Le Directoire est nommé pour une durée de six [6] ans par le Conseil de surveillance qui pourvoit au remplacement de ses membres décédés ou démissionnaires conformément à la loi.

Les membres du Directoire sont choisis ou non parmi les actionnaires ; ils sont obligatoirement des personnes physiques.

Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de plus de 70 ans. Le membre du Directoire en exercice est réputé démissionnaire d'office à la clôture de l'exercice social au cours duquel il a atteint cet âge.

Aucune personne ne peut être nommée membre du Directoire si elle ne remplit pas les conditions de capacité exigées des administrateurs de sociétés anonymes, si elle tombe sous le coup des incompatibilités, déchéances ou interdictions lui interdisant l'accès à ces fonctions, si elle est commissaire aux comptes de la Société, ou a cessé ses fonctions de commissaire aux comptes de la Société depuis moins de cinq ans ou a exercé pendant ce délai les fonctions de commissaires aux comptes dans une société contrôlée ou qui contrôle la société dont il certifie les comptes, ou en est parente ou alliée dans les conditions fixées par l'article L. 225-224 du Code de commerce ou si elle est membre du conseil de surveillance.

Par contre, chaque directeur peut être lié à la Société par un contrat de travail qui demeure en vigueur pendant la durée de ses fonctions et à leur expiration.

7.9. REGLES APPLICABLES A LA MODIFICATION DES STATUTS

L'Assemblée Générale Extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

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

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

7.10. POUVOIRS DU DIRECTOIRE, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D' ACTIONS

Le Directoire est investi de tous les pouvoirs nécessaires à la gestion du patrimoine social et peut, à cet effet, effectuer tous actes et passer tous contrats de toute nature et toute forme engageant la Société, à l'exception de ceux qui concernent les cessions d'immeubles par nature, la cession totale ou partielle de participations, la constitution de sûretés ainsi que les cautions, avals et garanties qui sont nécessairement soumis à l'autorisation du Conseil de surveillance. Aucune restriction de ces pouvoirs n'est opposable aux tiers et ceux-ci peuvent poursuivre la Société en exécution des engagements pris en son nom par les membres du Directoire dès lors que leur nom a été régulièrement publié.

Conformément à l'article L 225-68 du code de commerce, le Directoire devra demander l'autorisation du Conseil de surveillance chaque fois qu'il cédera des immeubles par nature, qu'il cédera totalement

ou partiellement des participations, qu'il constituera des sûretés ou qu'il accordera le cautionnement, l'aval ou la garantie financière de la Société, et que ces opérations sortiront des limites de l'autorisation général que le Conseil de surveillance lui aura accordée conformément aux articles R.225-53 et R.225-54 du Code de Commerce.

Seront, en outre, soumis à l'autorisation préalable du Conseil de surveillance les projets relatifs aux opérations suivantes, dès lors que la Société et/ou l'une de ses filiales en sont parties : l'acquisition ou le transfert, par quelque moyen juridique que ce soit (cession, apport en nature, apport partiel d'actif soumis au régime juridique des scissions...) d'un actif immobilisé inscrit ou à inscrire au bilan d'une des sociétés incluses dans le périmètre de consolidation de la Société Serma Group et dont le prix de cession ou la contre-valeur du transfert ou le montant figurant à l'actif correspond à la plus faible des valeurs suivantes : 5% du Chiffre d'affaires hors taxe consolidé de la Société ou € 760.000 (€ sept cent soixante mille),

7.11. IMPACT D'UN CHANGEMENT DE CONTROLE SUR LES ACCORDS CONCLUS PAR SERMA GROUP

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de Serma Group, l'Initiateur détenant déjà, directement et indirectement, 99,21% de son capital et 99,18 % de ses droits de vote.

7.12. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU DIRECTOIRE DE SERMA GROUP, SES DIRIGEANTS ET SES SALARIES, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, ces informations seront disponibles, sur les sites internet de la Société (www.serma.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Il pourra en être obtenu copie sans frais auprès de la Société.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Philippe BERLIÉ
Président du Directoire