



RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

**DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR
ENVEA GLOBAL VISANT
LES ACTIONS D'ENVEA SA**

**Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil
28 Avenue Hoche
75008 Paris**

Sommaire

1.	Présentation de l'Offre	4
1.1	Sociétés concernées par l'Offre.....	4
1.2	Présentation des modalités de l'Offre	5
1.3	Présentation des motifs de l'Offre.....	5
1.4	Intentions de l'Initiateur.....	6
1.5	Financement de l'Offre	7
2.	Présentation d'ENVEA	8
2.1	Activité et modèle économique d'ENVEA.....	8
2.2	Performances financières historiques d'ENVEA.....	12
2.3	Synthèse.....	14
3.	Données structurant l'évaluation d'ENVEA.....	16
3.1	Date d'évaluation	16
3.2	Structure du capital et nombre d'actions retenu	16
3.3	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres	16
4.	Eléments d'appréciation du Prix d'Offre.....	17
4.1	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées	17
4.2	Référence à des transactions récentes significatives sur le capital – à titre principal.....	18
4.3	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal	19
4.4	Référence au cours de bourse – à titre secondaire	26
4.5	Méthode des comparables boursiers – à titre secondaire	30
4.6	Méthode des transactions comparables– à titre secondaire.....	33
4.7	Analyse des synergies attendues	34
4.8	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre	35
5.	Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice 36	
5.1	Choix des critères d'évaluation.....	36
5.2	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres	36
5.3	Mise en œuvre de la référence aux transactions récentes significatives sur le capital	36
5.4	Mise en œuvre de la méthode des DCF.....	36
5.5	Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers	37
6.	Analyse des accords connexes à l'Offre.....	38
6.1	Contrats d'acquisition	38
6.2	Promesses d'achat au Fondateur et à sa famille	38
6.3	Promesses d'achat aux Dirigeants	38
6.4	Promesses d'achat aux Principaux Managers.....	39
6.5	Promesses d'achat aux Managers.....	39
6.6	Modifications du Pacte d'associés de l'Initiateur.....	40
7.	Contact avec des tiers.....	41
8.	Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre	42
Annexe 1 :	Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise	44
Annexe 2 :	Présentation des sociétés retenues comme comparables bousier	49
Annexe 3 :	Lettre de mission.....	51

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
INITIEE PAR ENVEA GLOBAL
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE ENVEA SA**

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil (ci-après, « **DKEC** »), représenté par M. Teddy GUERINEAU, a été désigné par le Conseil de surveillance de la société ENVEA SA (ci-après la « **Société** » ou « **ENVEA** »), en date du 22 décembre 2021, en qualité d'expert indépendant, puis a vu l'objet de sa mission étendu le 5 janvier 2022. L'Autorité des Marchés Financiers (ci-après, « **AMF** ») n'a pas exercé son droit d'opposition.

L'objet de cette désignation est d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par la société ENVEA Global (ci-après « **l'Initiateur** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après « **l'Offre** ») visant les actions émises par ENVEA.

Notre désignation est intervenue en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF. Plus spécifiquement, notre intervention s'inscrit dans le cadre suivant :

- L'offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil de surveillance de la Société, car :
 - ✓ « *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 261-1 I 1°) ;
 - ✓ « *les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (article 261-1 I 2°) ;
 - ✓ « *il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (article 261-1 I 4°) ;
- L'Initiateur a fait part de son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire si les conditions nécessaires sont réunies (article 261-1 II).

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, modifiée le 10 février 2020, relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et informations qui nous ont été transmises par la Société et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

Le présent rapport est organisé comme suit :

1. Présentation de l'Offre
2. Présentation d'ENVEA
3. Données structurant l'évaluation d'ENVEA
4. Eléments d'appréciation du Prix d'offre
5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice
6. Contact avec des tiers
7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

1. Présentation de l'Offre

Par communiqué en date du 15 décembre 2021, ENVEA a annoncé l'intention d'ENVEA Global de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée en numéraire visant ses actions au prix unitaire de 175 euros (ci-après, le « **Prix d'offre** »).

ENVEA Global a déposé, auprès de l'AMF, son projet de note d'information relative à un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions ENVEA, le 10 janvier 2022 (ci-après, le « **Projet de note d'information** »).

1.1 Sociétés concernées par l'Offre

1.1.1 Présentation de l'Initiateur de l'Offre – ENVEA Global

ENVEA Global est une société par actions simplifiée au capital de 64.821.336 euros, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 884 629 676, dont le siège social est situé 111, boulevard Robespierre, 78300 Poissy.

L'Initiateur a été constitué pour les besoins de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions ENVEA dont il a déposé le projet de note d'information à la date du 19 octobre 2020 (ci-après, « **l'Offre Initiale** »).

Selon le Projet de note d'information son capital se répartit de la manière suivante :

Figure 1. Répartition du capital de l'Initiateur

Associé	Nombre d'actions	En % du capital
CETP IV Investment 3	54 692 651	84,4%
Financière CA4Tech 2	1	0,0%
François GOURDON	3 068 848	4,7%
Géraldine GOURDON	959 674	1,5%
Nathalie GOURDON	959 674	1,5%
Pierre-François GOURDON	959 674	1,5%
Christophe CHEVILLION	2 630 181	4,1%
Stéphane KEMPENAR	1 321 275	2,0%
John O'HIGGINS	229 358	0,4%
Total	64 821 336	100,0%

1.1.2 Présentation de la société visée par l'Offre – ENVEA

ENVEA est une société anonyme immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 313 997 223, dont le siège social se situe au 111, boulevard Robespierre, 78300 Poissy.

A la date du dépôt du Projet de note d'information, son capital social s'élève à 10.119.234 euros divisé en 1.686.539 actions ordinaires de 6,0 euros de valeur nominale chacune et se répartit de la manière suivante :

Figure 2. Répartition du capital et des droits de vote d'ENVEA

Actionnaires	Nombre d'actions	En % du capital	Nombre de droits de vote	En % des droits de vote
ENVEA Global	1 377 346	81,7%	1 377 346	81,3%
MM. CHEVILLION et KEMPENAR	22 500	1,3%	22 500	1,3%
Managers de la Société	20 022	1,2%	20 022	1,2%
Actions en PEE non disponibles	4 520	0,3%	4 520	0,3%
Flottant	262 151	15,5%	270 138	15,9%
Total	1 686 539	100,0%	1 694 526	100,0%

Source : *Projet de note d'information*

L'Initiateur dispose, à la date du dépôt du Projet de note d'information, de 81,7% du capital et 81,3% des droits de vote.

Les actions ENVEA sont admises aux négociations sur Euronext Growth, sous le code ISIN FR0010278762.

ENVEA est un acteur de référence dans le domaine du développement et de la fabrication d'instruments et de solutions clé en main pour la surveillance de la qualité de l'air ambiant et des émissions, ainsi que pour le suivi de processus industriels. ENVEA produit, ainsi, des analyseurs d'air et de particules, des moniteurs de flux solides et liquides ainsi que des solutions de traitement de données environnementales et de suivi.

1.2 Présentation des modalités de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du Projet de note d'information.

L'Initiateur s'engage à acquérir la totalité des actions émises par ENVEA qu'il ne détient pas à la date du Projet de note d'information, à l'exception de 4.520 actions détenues par des salariés de la Société dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise et dont la période de conservation n'expirera pas avant la date de clôture de l'offre, soit 304.673 actions.

A cet égard, il convient de préciser que :

- 20.022 actions ENVEA seront transférées à l'Initiateur dans les conditions décrites aux paragraphes 6.4 et 6.5 ;
- 22.500 actions ENVEA seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur sous réserve de la conclusion des promesses de vente décrites au paragraphe 6.3.

Le Prix d'offre est fixé à 175€.

1.3 Présentation des motifs de l'Offre

Il est exposé au paragraphe 1.2.3 du projet de note d'information que :

« Dans un contexte où la Société n'entend pas recourir au marché pour se financer, l'Offre est motivée par la volonté de l'Initiateur de poursuivre sa relation au capital de la Société afin

de soutenir sa stratégie, tout en proposant aux actionnaires minoritaires de la Société de bénéficier d'une liquidité totale à un prix attractif ».

1.4 Intentions de l'Initiateur

Il est décrit au paragraphe 1.3 du Projet de note d'information les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir dont les principales sont les suivantes :

1.4.1 Intentions en termes de stratégie et de poursuite des activités de la Société

L'Initiateur expose que sa démarche *« s'inscrit dans la continuité et le développement des activités actuelles de la Société »* de telle sorte qu'il *« ne prévoit pas de modification de la stratégie et de la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois »*.

1.4.2 Intentions en matière d'emploi

L'Initiateur indique que *« l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de la stratégie de développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi »*.

1.4.3 Intentions concernant la politique de distribution de dividendes

L'Initiateur écrit qu'il *« n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre »* tout en précisant que *« toute modification sera décidée en tout état de cause par ses organes sociaux conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement »*.

1.4.4 Intentions concernant une éventuelle fusion

L'Initiateur n'envisage pas à la date du Projet de note d'information de fusionner avec la Société.

Il se réserve, toutefois, *« la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres unités du groupe Carlyle, ou d'éventuels autres transferts d'actifs, y compris par voie d'apport »*. Il se réserve, également, *« la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société »*.

1.4.5 Intentions en matière de retrait obligatoire – radiation de cote

L'Initiateur a exprimé l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société si les conditions sont réunies. Ce retrait obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix d'offre.

1.4.6 Synergies et gains économiques attendus de l'Offre

L'Initiateur est une société holding, ayant pour objet la prise de participations et la gestion de sociétés, constituée pour les besoins de l'Offre initiale. Il « *n'anticipe pas la réalisation de synergies significatives de coûts ou de revenus avec la Société* ».

1.5 Financement de l'Offre

L'Initiateur indique, au paragraphe 2.8.2 du Projet de note d'information, financer l'Offre intégralement au moyen de sa trésorerie existante et d'un prêt octroyé par son actionnaire majoritaire, CETP IV Investment 3.

2. Présentation d'ENVEA

2.1 Activité et modèle économique d'ENVEA

2.1.1 Un acteur du secteur des équipements de mesure de haute précision, répondant aux préoccupations environnementales, à la croissance régulière...

Fondée en 1978, ENVEA est un **fournisseur d'équipements et de solutions de mesure de haute précision** destinés à trois domaines d'activité.

L'activité **air ambiant** fournit des équipements et des solutions d'évaluation de la pollution atmosphérique utilisés, en particulier, dans les zones urbaines et industrielles pour comprendre les origines de la pollution et surveiller la qualité de l'air à des fins environnementales et de santé publique.

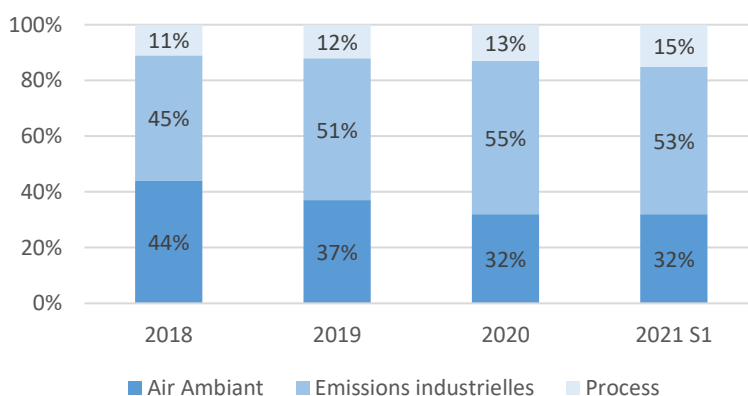
L'activité **émissions industrielles** propose des équipements et des solutions de surveillance continue des émissions des sites industriels (gaz, particules, autres polluants) requis par la réglementation, notamment au niveau des cheminées d'usine.

L'activité **process** fournit des instruments de mesure utilisés dans les processus de production industrielle pour surveiller, par exemple, les émissions de poudres, de poussières ou de gaz, afin d'en améliorer l'efficacité, en vue de les rendre plus rentables et moins polluants.

ENVEA est un acteur historique important dans le domaine de l'air ambiant et des émissions industrielles et dispose d'une implantation plus récente dans le secteur moins réglementé et plus fragmenté du process.

La figure 3 présente l'évolution du poids de ces différents domaines d'activité dans le chiffre d'affaires d'ENVEA entre 2018 et le 1^{er} semestre 2021¹.

Figure 3. Evolution de la répartition du chiffre d'affaires d'ENVEA par activité



Source : états financiers de la Société

¹ Jusqu'en 2017, ENVEA décomposait son chiffre d'affaires entre les solutions environnementales et les solutions industrielles.

ENVEA dispose d'une base diversifiée de clients allant des agences gouvernementales en charge de la mesure de la qualité de l'air à de nombreuses entreprises industrielles, qui doivent mesurer leurs rejets dans l'environnement, en particulier les usines d'incinération, les centrales thermiques, les cimenteries, ou les usines sidérurgiques.

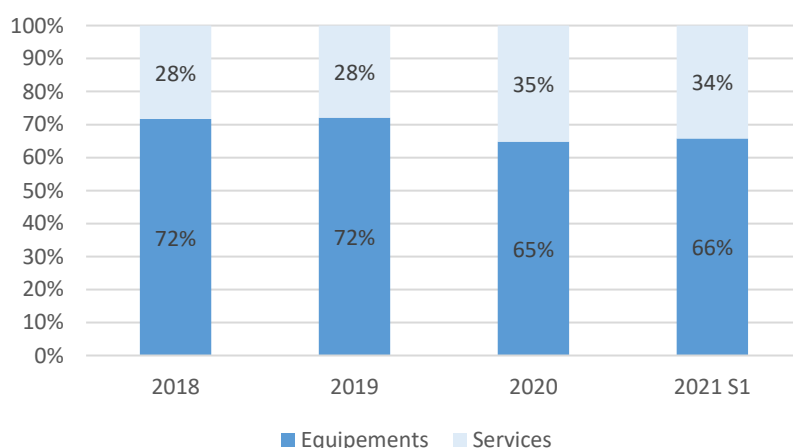
En pratique, elle leur fournit par exemple :

- des analyseurs de gaz, débits et particules fines ;
- des systèmes de mesure des poudres et pulvérulents ;
- des systèmes de mesure des débits de flux de solides et réactifs ;
- des systèmes de mesure d'humidité, poussières, mercure ou dioxines ;
- des réseaux de surveillance de la qualité de l'air ;
- des solutions de traitement, d'analyse et de reporting des données mesurées.

Ces équipements ont une durée de vie comprise entre 10 et 15 ans dans le domaine de l'air ambiant et de 7 à 8 ans dans les émissions industrielles, ce qui assure à ENVEA des **revenus récurrents liés à la vente de pièces détachées et de services de maintenance**.

La figure 4 présente l'évolution du poids des ventes d'équipements et de services² dans le chiffre d'affaires d'ENVEA entre 2018 et le 1^{er} semestre 2021. Le poids légèrement plus important des ventes de services en 2020 et sur le 1^{er} semestre 2021 est principalement dû à la baisse des ventes d'équipements dans le contexte de la crise sanitaire.

Figure 4. Evolution de la répartition du chiffre d'affaires d'ENVEA entre la vente d'équipements et de services



Source : états financiers de la Société

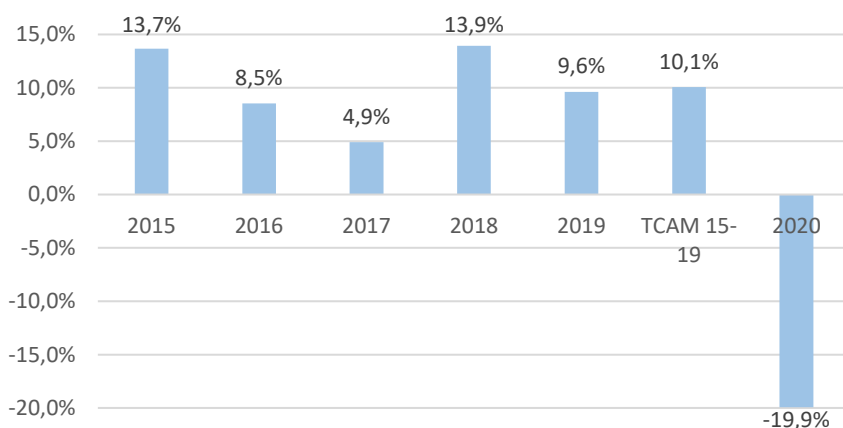
Les débouchés d'ENVEA sont **diversifiés géographiquement**. Sur son exercice 2020, elle a réalisé 48,6% de son activité en Europe et 38,2% en Asie, où elle est particulièrement présente

² ENVEA définit ses activités de services comme « les activités d'après-vente pour les contrats de maintenance, les interventions, les ventes de pièces détachées, les réparations, la location d'instruments et la formation [p]ar opposition aux 'ventes d'équipements' qui se définissent comme la vente initiale d'instruments, de logiciels, de projets et/ou de prestations liées ».

en Chine et en Inde. Le reste de son chiffre d'affaires provient de la zone Amérique, et en particulier les USA, et de la zone Afrique / Moyen Orient. Le poids des ventes hors de France s'est élevé globalement à 79,4%.

ENVEA a **enregistré une croissance régulière de son activité**, si on exclut l'exception que constitue l'année 2020, qui s'est inscrite dans une fourchette de +4,9% à +13,9% entre 2015 et 2019. Le taux de croissance annuel moyen (TCAM) de son chiffre d'affaires s'est ainsi élevé à +10,1% sur cette période, dont environ un quart provenant des opérations de croissance externes réalisées (PCME, Cairpol, SWR, TDL et Mercury).

Figure 5. Evolution du chiffre d'affaires d'ENVEA entre 2015 et 2020



Source : états financiers de la Société

Cette croissance régulière du chiffre d'affaires d'ENVEA est favorisée par quatre tendances principales :

- **l'urbanisation**, qui accroît les besoins en mesure des polluants dans l'environnement ;
- **la croissance économique**, qui conduit à l'ouverture de nouvelles unités industrielles dont il est nécessaire de contrôler les rejets dans les écosystèmes ;
- **le renforcement de la réglementation**, qui favorise la vente d'équipements détectant de nouveaux polluants ou dont les mesures sont plus précises ;
- **l'accroissement de la base installée**, qui alimente dans un premier temps les revenus de services puis de renouvellement des équipements.

2.1.2 ...protégé par des barrières à l'entrée significative...

Les marchés sur lesquels ENVEA évolue apparaissent protégés par des barrières à l'entrée significatives.

En premier lieu, bien que la technologie optique sur laquelle repose les équipements de mesure des quantités de gaz soit relativement ancienne, les métiers d'ENVEA supposent de disposer d'un **niveau élevé d'expertise technique** pour mesurer des quantités infimes de polluants ou s'adapter au contexte industriel, parfois extrême, dans lequel ils doivent être mesurés.

Le renforcement de la réglementation contribue, à cet égard, à renforcer cette barrière à l'entrée en élevant régulièrement le niveau d'expertise technique à maîtriser pour mesurer la présence de nouveaux polluants ou mesurer précisément des quantités de plus en plus infimes.

ENVEA engage, ainsi, chaque année, des frais de recherche et développement significatifs. Ils se sont élevés à 5,9 m€ en 2019, soit environ 6% de son chiffre d'affaires, et progressé à 6,2 m€ en 2020, malgré la crise sanitaire³.

En deuxième lieu, les équipements produits par ENVEA dans le domaine de l'air ambiant et des émissions industrielles nécessitent **l'obtention de certifications** des autorités compétentes, afin de s'assurer qu'ils répondent aux normes existantes en termes de précision et de fiabilité. Ce besoin de certification constitue un obstacle à l'arrivée de nouveaux entrants, en particulier des acteurs qui souhaiteraient s'imposer par une stratégie de domination par les coûts.

En dernier lieu, les **clients tendent à rester fidèles** à leur fournisseur initial d'un équipement si cet équipement et les services de maintenance délivrés durant sa durée de vie ont donné satisfaction.

Dans ce contexte, le fait que les acteurs historiques disposent d'une importante **base installée** constitue une barrière à l'entrée. Les importants investissements à consentir pour maîtriser la technologie et le savoir-faire et obtenir les certifications pourront difficilement être amortis par un nouvel entrant qui ne pourra pas avoir accès aux activités de maintenance du parc existant, aura difficilement accès au marché du renouvellement et devra donc se contenter, pour l'essentiel, du marché des nouveaux équipements.

La menace de l'arrivée de nouveaux entrants existe alors essentiellement sur de nouveaux polluants que la réglementation rend obligatoire de mesurer.

2.1.3 ...dont le modèle économique se caractérise par des marges confortables mais une intensité capitalistique élevée limitant la rentabilité des capitaux employés et l'effet de la croissance sur la valorisation

Les barrières à l'entrée que nous venons de décrire expliquent, sans doute, pourquoi ENVEA affiche un **niveau de marge confortable** : son taux de marge opérationnel s'est établi dans une fourchette de 9,6% à 14,6% entre 2016 et 2020, dont 10,4% en 2020 malgré la crise sanitaire.

Parallèlement, l'intensité capitalistique de l'activité d'ENVEA s'avère élevée (cf. figure 7 ci-dessous). Ce phénomène ne s'explique non pas tant parce que le processus industriel d'ENVEA serait complexe et nécessiterait des investissements importants – la valeur comptable de ses immobilisations d'exploitation⁴ rapportée à son chiffre d'affaires s'est située dans une fourchette de 7,4% à 9,3% entre 2016 et 2020 – mais parce que son besoin en fonds de roulement (BFR) est important – il s'est inscrit dans une fourchette de 38,3% à 56,6% de son

³ Source : rapport financier 2020 d'ENVEA.

⁴ Hors écarts d'acquisition et immobilisations incorporelles acquises (fonds commercial, marques, technologies).

chiffre d'affaires entre 2016 et 2020. Il en résulte que le montant des capitaux employés d'ENVEA a représenté entre 46,0% et 65,4% de son chiffre d'affaires entre 2016 et 2020.

Or, la création de valeur, qui résulte de la croissance organique, dépend fortement de la rentabilité des capitaux employés et donc du montant des capitaux employés qu'il est nécessaire de déployer pour l'obtenir.

2.2 Performances financières historiques d'ENVEA

2.2.1 Une activité en croissance régulière, aux marges confortables, n'ayant pas encore retrouvé son niveau d'activité précédant la crise sanitaire...

La figure 6 présente l'évolution des résultats opérationnels d'ENVEA entre son exercice 2016 et le 1^{er} semestre de son exercice 2021⁵.

Figure 6. Compte de résultat simplifié d'ENVEA entre l'exercice 2016 et le 1^{er} semestre 2021

En k€	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	30/06/19	30/06/20	30/06/21
	12m	12 m	12 m	12 m	12 m	6m	6m	6m
Chiffre d'affaires	76 629	80 397	91 592	100 406	80 392	47 097	36 473	39 235
<i>Croissance</i>	8,5%	4,9%	13,9%	9,6%	-19,9%	26,1%	-22,6%	7,5%
Autres produits d'exploitation	470	-133	139	1 468	1 073	2 041	1 153	2 005
Achats & variations de stocks	23 810	26 363	27 668	32 210	23 229	16 791	10 806	13 111
Autres charges d'exploitation	15 394	15 235	17 885	18 000	16 554	8 638	7 796	8 560
Impôts et taxes	988	1 000	1 065	1 086	1 019	564	473	311
Charges de personnel	26 681	28 358	31 237	33 618	30 332	15 858	15 834	15 875
EBITDA	10 226	9 308	13 876	16 960	10 331	7 287	2 717	3 383
<i>En % du CA</i>	13,3%	11,6%	15,1%	16,9%	12,9%	15,5%	7,4%	8,6%
Dot° nettes aux amts et provisions	1 814	1 562	1 977	2 267	1 990	1 202	860	1 031
Résultat opérationnel	8 412	7 747	11 899	14 693	8 342	6 084	1 856	2 351
<i>En % du CA</i>	11,0%	9,6%	13,0%	14,6%	10,4%	12,9%	5,1%	6,0%

Source : états financiers d'ENVEA, analyses DKEC

La période présentée dans la figure 6 est marquée par une accélération de la croissance de l'activité d'ENVEA au cours des exercices 2018⁶ et 2019, qui trouve en particulier son origine dans la zone asiatique (+31% en 2018 et +15% en 2019). Cette évolution se traduit par une relution de la marge opérationnelle (+3,4 points en 2018 et +1,4 point en 2019) grâce à un effet de levier opérationnel positif.

Cette période s'achève avec l'apparition de la crise sanitaire qui a mis à l'épreuve le modèle économique d'ENVEA en 2020. En effet :

⁵ ENVEA arrête ses comptes consolidés conformément aux normes comptables françaises (règlement ANC n°2020-01 succédant au règlement CRC 99-02). A ce titre, elle n'inscrit pas dans ses comptes les actifs opérationnels comme la norme IFRS 16 conduit à le faire.

⁶ Dont un impact positif de l'acquisition en janvier 2018 de la société allemande Mercury Instruments GmbH représentant 3,2 m€ (ou +4,0%).

- La baisse du chiffre d'affaires d'ENVEA a été relativement forte à -19,9% dont -0,9% en raison d'un effet de change négatif concentré sur les devises indienne et chinoise.

Le repli a été limité en Europe à -5,8% mais a été important en Asie à -30,8%, après des années de forte croissance, avec en particulier un marché chinois qui a dévissé de -47,2%.

La chute du marché chinois s'explique à la fois par les conséquences de la crise sanitaire mais aussi par des raisons structurelles : ralentissement du cycle d'équipement en air ambiant, compétition accrue, renforcement de la préférence pour les acteurs nationaux.

Dans ce contexte, il est intéressant de noter que les activités de services ont démontré leur caractère stabilisateur, grâce à leur récurrence, avec une progression de +1,1%.

- Cette évolution négative du chiffre d'affaires a pesé sur la marge opérationnelle, qui a reculé de 4,2 points du fait de l'impact négatif du levier opérationnel.

Dans ce contexte, on peut noter qu'avec un niveau d'activité en 2020 relativement similaire à celui de 2018, la Société a enregistré une marge opérationnelle plus élevée (+0,8 point).

Au cours du 1^{er} semestre 2021, ENVEA a renoué avec la croissance (+7,5% par rapport au 1^{er} semestre 2020) sans toutefois retrouver son niveau d'activité de 2019 (-16,8% par rapport au 1^{er} semestre 2019).

Cette situation résulte d'un contraste entre un marché européen en croissance de +7,6% par rapport au 1^{er} semestre 2019 et un marché asiatique en retard de -38,9% dont -13% pour le marché indien et -58% pour le marché chinois de l'air ambiant.

Cette reprise modérée de l'activité ne permet à ENVEA que d'enregistrer une légère amélioration de son niveau de marge opérationnelle de 5,1% au 1^{er} semestre 2020 à 6,0% au 1^{er} semestre 2021 alors qu'il s'élevait à 12,9% au 1^{er} semestre 2019.

2.2.2 ... générant une trésorerie suffisante pour financer sa croissance organique et sa croissance externe dans le cadre d'une politique de retour à l'actionnaire limitée

La figure 7 présente l'évolution du bilan économique d'ENVEA entre son exercice 2016 et le 1^{er} semestre de son exercice 2021.

Figure 7. Bilan économique d'ENVEA entre l'exercice 2016 et le 1^{er} semestre 2021

En k€	31/12/16	31/12/17	31/12/18	31/12/19	31/12/20	30/06/21
Immobilisations d'exploitation	7 150	7 030	6 762	7 817	7 122	7 004
<i>En % du CA</i>	<i>9,3%</i>	<i>8,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,9%</i>
Besoin en fonds de roulement	31 361	34 905	37 240	38 409	45 464	44 494
<i>En % du CA</i>	<i>40,9%</i>	<i>43,4%</i>	<i>40,7%</i>	<i>38,3%</i>	<i>56,6%</i>	<i>56,7%</i>
Capitaux employés	38 511	41 935	44 002	46 226	52 586	51 498
<i>En % du CA</i>	<i>50,3%</i>	<i>52,2%</i>	<i>48,0%</i>	<i>46,0%</i>	<i>65,4%</i>	<i>65,6%</i>
Ecarts d'acquisition	5 628	5 628	8 177	8 177	8 176	8 176
Incorporels acquis	9 082	8 954	8 827	8 700	8 573	8 509
Impôts différés nets	557	370	365	640	358	292
Actif économique	54 039	57 148	61 632	63 743	69 693	68 475
Capitaux propres	53 049	57 097	65 371	74 815	78 218	80 855
Dette financière nette ajustée	990	51	-3 739	-11 072	-8 525	-12 380
Capital financier	54 039	57 148	61 632	63 743	69 694	68 475
ROCE (IS normatif à 25%)	16%	14%	20%	24%	12%	7%

Source : états financiers d'ENVEA, analyses DKEC

Comme nous l'avons indiqué précédemment (cf. paragraphe 2.1.3), le modèle économique d'ENVEA se caractérise par des marges confortables mais une intensité capitalistique élevée, qui pèse sur sa capacité de génération de trésorerie.

Dans ce contexte, sur la période étudiée, ENVEA a :

- enregistré une hausse d'environ +13,0 m€ de ses capitaux employés et une progression légèrement plus élevée de son actif économique d'environ +14,5 m€, traduisant les effets de la mise en œuvre d'une politique de croissance externe maîtrisée ;
- été en mesure de passer d'une situation où elle supportait une dette financière nette ajustée⁷ de 0,99 m€ à une situation où elle dispose d'une trésorerie nette ajustée de 12,38 m€.

Notons toutefois que cette évolution des équilibres bilantiels d'ENVEA n'a été possible qu'en pratiquant une politique de retour vers les actionnaires limitée. ENVEA n'a, en effet, distribué qu'un montant cumulé de dividendes de 5,74 m€ au titre de ses exercices 2016 à 2020⁸.

2.3 Synthèse

ENVEA est un fournisseur d'équipements et de solutions de mesure de haute précision dans les domaines de l'air ambiant, des émissions industrielles et de l'optimisation des process industriels, qui bénéficie :

⁷ Y compris provisions pour indemnités de départ à la retraite nettes d'un impôt normatif.

⁸ Ce montant moyen représente sur une base annualisée un taux de rendement du dividende d'environ 0,4% sur la base du Prix d'offre.

- de parts de marché importantes dans le domaine de l'air ambiant et des émissions industrielles ;
- de perspectives de croissance régulière grâce aux phénomènes d'urbanisation croissante et de renforcement des réglementations environnementales et parce qu'elle est exposée à la croissance économique ;
- d'un modèle économique protégé par d'importantes barrières à l'entrée lui permettant de disposer de marges opérationnelles confortables.

Toutefois, son niveau élevé d'intensité capitalistique, principalement lié à l'importance de son BFR, limite l'impact de la croissance sur sa capacité à créer de la valeur.

Figure 8. Matrice SWOT d'ENVEA

Forces (Strengths)	Faiblesses (Weaknesses)
- Acteur historique disposant d'un important savoir-faire en air ambiant et émissions industrielles - Présence géographique diversifiée et exposition aux marchés émergents - Fortes barrières à l'entrée	- Exposition au marché chinois qui fait face à un ralentissement structurel - Intensité capitalistique importante limitant la création de valeur
Opportunités (Opportunities)	Menaces (Threats)
- Renforcement des préoccupations et réglementations environnementales - Poursuite de l'urbanisation - Ouverture de nouveaux marchés en grand export - Déploiement du savoir-faire dans le domaine fragmenté du process	- Ralentissement de l'inflation réglementaire permettant à de nouveaux entrants de rattraper leur retard technologique - Arbitrages dans les pays émergents entre protection de l'environnement et croissance économique - Arrivée de concurrents chinois à l'export

3. Données structurant l'évaluation d'ENVEA

3.1 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action ENVEA a été réalisée à la date du **28 janvier 2022**.

Les dates de référence retenues dans ce rapport pour les cours de bourse d'ENVEA correspondent :

- au 15 décembre 2021, pour l'analyse du cours de bourse avant l'annonce du projet d'Offre ;
- au 28 janvier 2022, pour l'analyse du cours de bourse après l'annonce du projet d'Offre.

3.2 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le capital social d'ENVEA est composé de 1.686.539 actions.

ENVEA ne détient aucun de ses propres titres et il n'existe aucun titre susceptible de donner accès au capital.

Le nombre d'actions ENVEA retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève donc à 1.686.539.

3.3 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Nous avons retenu un ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres qui s'élève à +12.38 m€⁹ sur la base des données comptables d'ENVEA au 30 juin 2021. Il intègre les éléments suivants :

- (+) la trésorerie d'un montant de 18,055 m€ ;
- (-) les emprunts et les dettes financières d'un montant de 4,91 m€ ;
- (-) les provisions pour indemnités de départ à la retraite, calculées après prise en compte d'un impôt normatif au taux de 25,0%, d'un montant de 0,765 m€.

Ces éléments d'ajustement ont été déterminés sans prendre en compte de dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16, ENVEA n'appliquant pas les normes IFRS.

Une approche similaire a été retenue pour le passage entre la valeur de marché des fonds propres et la valeur d'entreprise des sociétés comparables cotées consistant à ne pas retenir les dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16.

⁹ Cet ajustement conduit à ce que la valeur des titres soit supérieure à la valeur d'entreprise.

4. Eléments d'appréciation du Prix d'Offre

Après avoir exposé les approches d'évaluation écartées pour l'appréciation du Prix d'Offre (4.1), nous mettons en œuvre les méthodes et références retenues (4.2 à 4.6) avant, enfin, d'analyser les synergies liées à l'Offre (4-7).

4.1 Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes et références suivantes :

4.1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait valablement pas être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la totalité de la valeur des actifs incorporels créés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques certifiées par des commissaires aux comptes.

A titre strictement informatif, les capitaux propres part du groupe d'ENVEA, au 30 juin 2021, s'établissent à 80,855 m€, soit 47,9 € par action.

4.1.2 Référence aux objectifs de cours des analystes

Selon la base de données Bloomberg, le titre ENVEA n'est suivi par aucun analyste à la date d'annonce de l'Offre.

Cette référence n'a donc pas été retenue.

4.1.3 Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant des actifs patrimoniaux, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Cette méthode apparaît ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective de long-terme. Elle n'a pas été retenue, de ce fait, dans le cas présent.

4.1.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

ENVEA a distribué des dividendes au titre de quatre de ses cinq derniers exercices comme le détaille le tableau suivant :

Figure 9. Historique des dividendes distribués par ENVEA (€ par titre)

Exercice de référence	2016	2017	2018	2019	2020
Exercice de paiement	2017	2018	2019	2020	2021
Dividende	0,60	0,65	0,80	0,95	0,00

Source : Société

La trésorerie accumulée par ENVEA (cf. paragraphe 2.2.2) témoigne du fait que la politique de distribution mise en œuvre ne reflète pas sa capacité distributive.

C'est pourquoi cette méthode ne s'avère pas pertinente au cas présent.

4.2 Référence à des transactions récentes significatives sur le capital – à titre principal

Le 29 juin 2020, l'Initiateur est entré en négociations exclusives en vue d'acquérir une participation majoritaire au capital d'ENVEA au prix de 110€ par action.

Le 13 juillet 2020, l'Initiateur a signé les accords relatifs à la cession hors marché et à l'apport en nature d'un total de 914.853 actions ENVEA représentant 55,7% du capital (ci-après, le « **Bloc majoritaire** »).

Ce bloc était constitué d'actions du groupe familial réuni autour du fondateur d'ENVEA, M. GOURDON, des dirigeants de la Société, MM. CHEVILLION et KEMPENAR (ci-après, les « **Dirigeants** »), de plusieurs cadres et anciens cadres, ainsi que de 25 investisseurs institutionnels.

La réalisation de l'opération restait soumise à la levée de conditions suspensives.

Le 8 septembre 2020, l'Initiateur a annoncé la réalisation effective des opérations de cession hors marché et d'apport en nature relatives au Bloc majoritaire, au prix annoncé de 110€ par action¹⁰.

A la suite de l'Offre initiale, libellée à un prix identique de 110€ par action, l'Initiateur détenait 1.324.938 actions ENVEA le 16 décembre 2020.

Cette opération récente, car réalisée entre 12 et 18 mois¹¹ avant l'annonce de l'Offre, et significative, car portant sur 78,4% du capital d'ENVEA à l'issue de l'Offre initiale, constitue donc une référence à prendre en compte pour l'appréciation du Prix d'offre.

Le Prix d'offre fait alors apparaître une prime de +59% par rapport au prix auquel le Bloc majoritaire a été acquis et au prix auquel l'Offre initiale a été libellée.

On peut, toutefois, noter que les conditions de marché dans lesquelles les actionnaires ont décidé de céder leurs titres ENVEA, soit dans le cadre de l'acquisition du Bloc majoritaire soit

¹⁰ Après détachement d'un dividende par action de 0,95€ payé le 9 juillet 2020.

¹¹ Environ 18 mois si on se réfère à la date d'annonce de l'entrée en négociations exclusives et environ 12 mois si on se réfère à la date de la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée.

dans le cadre de l'Offre initiale, ont évolué depuis, notamment au fur et à mesure des événements relatifs à la crise sanitaire.

Ainsi, les indices Eurostoxx 600 et CAC Mid & Small ont progressé respectivement de +30,8% et +32,9% entre le 29 juin 2020, date de l'annonce de l'entrée en négociations exclusives ayant conduit à la cession du Bloc majoritaire, et le 15 décembre 2021, date de l'annonce de l'Offre.

Si on retient que le bêta de l'action ENVEA s'élève à 1,0¹², on constate que la prise en compte de l'évolution des conditions de marché ferait évoluer ce prix de référence de 110€ à une fourchette comprise entre 144€ (sur la base de l'Eurostoxx 600) et 146€ (sur la base de l'indice CAC Mid & Small).

Il en résulte que le Prix d'offre fait ressortir une **prime comprise entre 20% et 22% par rapport au prix ajusté du Bloc majoritaire et de l'Offre initiale**.

Par ailleurs, l'Initiateur a procédé, au cours des douze derniers mois, à l'acquisition d'un total de 52.408 titres ENVEA¹³ dans une fourchette de 110€ à 122,5€ par action, avec un prix moyen d'acquisition de 111,0€. Le Prix d'offre fait alors ressortir respectivement une prime **de +59% sur la base du prix d'acquisition minimum, de +43% sur la base du prix d'acquisition maximum et de +58% sur la base du prix d'acquisition moyen**.

4.3 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : à titre principal

4.3.1 Principe

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme des flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés à un taux représentatif des risques systématiques supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux, minorée de l'endettement financier net.

4.3.2 Prévisions retenues

a) [Plan d'affaires d'ENVEA 2021 - 2025](#)

ENVEA nous a communiqué un plan d'affaires pour la période 2021 – 2025, préparé par son directoire, au mois de décembre 2021, selon une approche bottom-up ayant consisté à établir des hypothèses pays par pays, par type de vente (équipement, pièces détachées, services) et par poste de coûts. Ce plan d'affaires a été construit à périmètre et taux de change constant.

Ses hypothèses structurantes sont les suivantes :

- Le chiffre d'affaires est attendu en forte progression à +19,5% sur l'exercice 2021, toutefois de manière insuffisante pour retrouver le niveau de 2019. Il est modélisé, ensuite, un taux de croissance annuel moyen (TCAM) du chiffre d'affaires volontariste de +9,5%.

¹² Cf. paragraphe 4.3.3. Nous avons retenu un bêta de l'action équivalent au bêta de l'actif compte tenu de la faible trésorerie nette d'ENVEA par rapport à sa capitalisation boursière.

¹³ Dont 8.220 titres à un prix unitaire 110€ dans le cadre de l'exercice de promesses.

Cette évolution attendue de l'activité d'ENVEA repose sur les points spécifiques suivants, outre les tendances favorables que nous avons décrites au paragraphe 2.1.1 :

- ✓ l'impact positif de la mise en œuvre de la réglementation visant à réduire les émissions de mercure dans les centrales d'incinération et les unités de liquéfaction de gaz naturel en Europe ;
 - ✓ le retour à un développement significatif sur le marché indien dès 2021 grâce à la mise en place de réglementations plus contraignantes, visant à augmenter le nombre de polluants contrôlés et à abaisser les seuils de détection, rejoignant en cela les pratiques observées dans les pays développés ;
 - ✓ le redémarrage du marché chinois à partir de 2023 ;
 - ✓ l'augmentation progressive des ventes de pièces détachées et de services en lien avec l'extension de la base installée ;
 - ✓ de manière négative, un repositionnement de la filiale américaine sur la vente pure d'équipements plutôt que la fourniture de systèmes complets.
- Le taux de marge opérationnelle est anticipé en progression constante jusqu'à atteindre un niveau de 15,9% en 2025 (soit +1,4 point par rapport au pic observé en 2019). Cette évolution est le résultat de deux phénomènes contradictoires :
 - ✓ d'une part, ENVEA anticipe que l'obtention de ce niveau de progression du chiffre d'affaires suppose une dégradation de son taux de marge brute¹⁴ du fait d'efforts à consentir sur ses prix de vente et d'un développement sur des marchés moins margés comme l'Inde ;
 - ✓ d'autre part, ENVEA prévoit qu'elle pourra contrebalancer cet effet par une meilleure absorption de ses charges fixes.
 - Le modèle économique d'ENVEA lui permettra de dégager des liquidités sachant toutefois qu'une fraction significative sera absorbée par le financement de la croissance organique, en particulier au travers de l'augmentation du BFR. A cet égard, il convient de noter que malgré les efforts pris en compte dans le plan d'affaires pour réduire les stocks, le poids du BFR rapporté au chiffre d'affaires se détériorera légèrement car il est attendu que la croissance soit réalisée dans des zones géographiques où les délais de règlement client sont moins favorables (grand export, Inde...). Les investissements industriels resteront contenus à environ 1,6% du chiffre d'affaires.

Le taux d'imposition retenu s'élève à environ 25,0%, avant déduction du produit que constitue le crédit d'impôt recherche.

Globalement, le plan d'affaires 2021 – 2025 d'ENVEA paraît volontariste car il tient compte (i) d'une croissance organique du chiffre d'affaires en lignes avec la croissance totale de la période 2015 – 2019 alors que cette dernière avait bénéficié de l'effet de plusieurs opérations de croissance externe et (ii) d'une poursuite de l'expansion du niveau de marge opérationnelle malgré le développement vers des marchés moins margés.

¹⁴ C'est-à-dire la marge après coûts des produits vendus.

Par rapport au plan d'affaires 2020 – 2024 retenu dans le cadre de l'Offre initiale, le plan d'affaires 2021 – 2025 d'ENVEA acte que le retard pris sur le niveau de chiffre d'affaires attendu en 2021 (environ 6 m€) ne sera pas rattrapé par la suite et que le niveau de marge opérationnelle sera légèrement inférieur à ce qui était anticipé (-0,3 point) du fait de la pression susmentionnée sur la marge brute. Nous analysons l'impact de l'évolution du plan d'affaires sur la valeur des titres ENVEA à partir de la méthode DCF au paragraphe 4.3.6.

b) Prolongation du plan d'affaires

Le niveau de croissance du chiffre d'affaires prévu pour ENVEA à l'horizon 2025 demeure élevé à +6,4%.

Nous avons donc prolongé son plan d'affaires sur une période de 3 ans en retenant les hypothèses suivantes :

- une baisse du taux de croissance du chiffre d'affaires afin de le faire converger vers notre hypothèse de croissance à long terme ;
- un maintien du niveau du taux de marge opérationnelle par rapport au niveau de 2025 ;
- une intensité capitalistique demeurant constante¹⁵.

4.3.3 Taux d'actualisation

a) Principe

Les flux futurs de trésorerie doivent être actualisés au taux de rendement requis par l'ensemble des apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers) qui dépend du risque intrinsèque de l'activité, du levier financier utilisé et de l'avantage procuré par la déductibilité des frais financiers.

Le taux de rendement exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux est traditionnellement déterminé à partir du coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») tandis que le coût des fonds propres est déterminé à partir du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »).

L'utilisation d'un coût moyen pondéré du capital est le moyen de tenir compte, implicitement, dans le taux d'actualisation, des économies d'impôts liées à la déductibilité des frais financiers. Toutefois, la valeur de ces économies d'impôts peut également être obtenue directement par la méthode de la VAN ajustée qui consiste :

- d'une part à évaluer la valeur d'entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation futurs actualisés à un taux sur fonds propres sans dettes (ou unlevered entreprise value) ;

¹⁵ Les ratio « BFR sur chiffre d'affaires » et « immobilisations d'exploitation sur chiffre d'affaires » demeurent ainsi constants les années de prolongation du plan d'affaires.

- d'autre part à estimer explicitement la valeur actuelle des économies d'impôts en déterminant directement leur montant et en les actualisant également au taux sur fonds propres sans dettes¹⁶.

Nous avons retenu cette seconde approche qui permet de déterminer explicitement l'impact des hypothèses retenues en matière de structure financière.

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

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché Action} + \text{prime(s) de risque complémentaire(s)}$$

Avec :

R_f :	Taux sans risque
β :	Bêta d'actif de la société qui mesure son exposition aux risques de marché non diversifiables
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché Action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime(s) de risque complémentaire(s)	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille, à une prime de risque pays ou à une prime spécifique liée à la probabilité de ne pas réaliser le plan d'affaires

b) Paramètres

Structure financière

Historiquement, ENVEA a disposé d'une structure financière peu endettée (2016 et 2017) ou en situation de trésorerie nette positive (2018 et au-delà).

Toutefois, la réalisation d'une opération d'acquisition par effet de levier (ou LBO) par l'Initiateur fait apparaître qu'ENVEA dispose d'une capacité d'endettement significative.

Pour tenir compte de la valeur des économies d'impôts liées à cette capacité d'endettement, nous avons retenu :

- une structure financière cible correspondant à 25% de la valeur d'entreprise avant prise en compte des économies d'impôts liées à la dette ;
- le taux d'intérêt de la dette unitranche levée par l'Initiateur.

¹⁶ L'actualisation au taux sur fonds propres sans dettes repose sur l'hypothèse que le montant de la dette financière est égal à un pourcentage de « l'unlevered entreprise value ». Il s'ensuit que le risque lié aux économies d'impôts dépend de « l'unlevered entreprise value » et est donc appréhendé au travers du taux des fonds propres sans dettes. Cette hypothèse est, d'ailleurs, la seule cohérente avec l'emploi de la formule du coût moyen du capital. Voir, Cooper, I., Nyborg, K., Consistent methods of valuing companies by DCF: Methods and Assumptions.

Taux sans risque

Nous avons retenu un taux sans risque de +0,44% basé sur la moyenne 20 jours du taux de rendement moyen des obligations souveraines européennes utilisées pour calculer la prime de risque de marché au 28 janvier 2022 (source : Bloomberg).

Prime de risque de marché

Nous avons estimé le taux de rendement attendu du marché action au 28 janvier 2022 à 6,60%. Ce taux de rendement attendu du marché action a été estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des flux de dividende mis en œuvre sur la base de l'indice STOXX Europe 600¹⁷.

Après déduction d'un taux sans risque moyen européen de +0,44%, la **prime de risque estimée de marché s'élève à 6,16%**.

Bêta sectoriel

Nous avons estimé le bêta d'ENVEA en deux étapes.

Tout d'abord, nous observons que le bêta d'actif des sociétés de notre échantillon de comparables cotés s'élève en moyenne à 0,99 et en médiane à 0,96.

Ensuite, il convient de noter que d'un point de vue fondamental le bêta d'actif d'une société dépend de la sensibilité de son chiffre d'affaires à la conjoncture économique et de son levier opérationnel.

Or, nous avons observé que le modèle économique est sensible à l'investissement industriel tandis que notre analyse de l'évolution de la marge opérationnelle d'ENVEA au paragraphe 2.2.1 a fait ressortir sa sensibilité au poids de ses charges fixes.

Au regard de ces éléments, nous retenons un bêta d'actif pour ENVEA arrondi à 1,0.

Prime de taille

La prime de taille correspond à la constatation empirique que le taux de rendement ajusté du risque¹⁸ des sociétés de petite taille a été supérieur à celui des sociétés de grande taille.

¹⁷ Spécifiquement, le taux de rendement attendu du marché action est estimé sur la base du consensus des bénéfices des analystes extrapolé sur une période de deux ans pour faire converger le taux de croissance vers le taux attendu à long terme. Le montant des dividendes est estimé à partir des bénéfices déterminés par les analystes, le taux de croissance retenu et le taux de rendement historique des capitaux propres. Cette approche permet d'éviter les problèmes d'estimations basées sur les flux de dividende distribués qui ne tiennent compte ni de l'émission d'actions nouvelles ni de l'évolution de la structure financière. Concernant le choix méthodologique consistant à se référer à des données agrégées au niveau d'un indice pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Li, Y., Ng, D.T., Swaminathan, B., Predicting market returns using aggregate implied cost of capital, Journal of Financial Economics, 2013. Concernant le choix méthodologique consistant à retenir les dividendes distribuables plutôt que les dividendes distribués pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Straehl, P.U., Ibbotson, R.G., The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payout and the Real Economy, Financial Analyst Journal, 2017 et Boudoukh, J., Michaely, R., Richardson, M., Roberts, M.R., On the Importance of Measuring Payout Yield: Implications for Empirical Asset Pricing, The Journal of Finance, 2007.

¹⁸ Le risque mesuré par le coefficient bêta du MEDAF.

Bien que la prise en compte d'une prime de taille soit sujette à controverse¹⁹, nous considérons que le nombre et la diversité des analyses empiriques réalisées en la matière aussi bien dans le domaine universitaire²⁰ que dans le domaine de la gestion d'actifs²¹ justifient de la retenir en matière d'évaluation.

Nous retenons la prime de taille estimée par le cabinet Duff & Phelps qui s'élève à 2,29% pour les sociétés dont la capitalisation est cohérente avec celle d'ENVEA.

c) Taux d'actualisation retenu

Sur la base des paramètres précédemment exposés, nous retenons un taux d'actualisation, correspondant à un taux des fonds propres sans dettes, de 8,9%.

Par ailleurs, nous tenons compte d'une valeur actuelle des économies d'impôts liées à la dette dans notre scénario central qui représente un montant de 12 m€, soit 7€ par titre.

4.3.4 Valeur terminale

Le calcul de la valeur terminale dépend, outre du taux d'actualisation, de deux paramètres : le taux de croissance à long terme retenu et l'évolution du taux de rendement des capitaux employés au-delà de l'horizon de prévisions explicites.

En premier lieu, nous retenons au terme du plan d'affaires une croissance à long terme en ligne avec les prévisions d'inflation, soit +1,5%. Cette prévision revient à considérer que la poussée d'inflation actuellement observée sera transitoire, qu'elle ne perdurera pas, une fois les goulets d'étranglement observés sur les chaînes d'approvisionnement mondiales résolues, et qu'elle n'enclenchera pas d'effet de second tour pérenne.

En second lieu, nous avons relevé que l'activité d'ENVEA était protégée par d'importantes barrières à l'entrée. C'est pourquoi nous considérons qu'elle sera en mesure de conserver le taux de marge opérationnelle utilisé à la fin de l'horizon de prévision avec une intensité capitalistique constante.

4.3.5 Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des DCF aboutit dans notre scénario central à une **valorisation de l'action ENVEA de 138€** sur la base de laquelle le Prix d'offre fait ressortir une **prime de 27%**.

Par ailleurs, nous avons procédé à une première analyse de sensibilité de la valorisation de l'action ENVEA :

- au taux d'actualisation en retenant un pas de +/- 0,25% ;
- au taux de croissance à long terme en retenant un pas de +/- 0,25% ;

¹⁹ Par exemple : Damodaran, A., The Small Cap Premium, Where is the beef, 2015.

²⁰ Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T.J., Pedersen, L.H., Size matters, if you control for your junk, Journal of Financial Economics, 2018.

Levy, M., Levy, H., Under-Diversification and the Size Effect, working papers, 2019.

²¹ Alquist, R., Israel, R., Moskowitz, T.J., Fact, Fiction, and the Size Effect, The Journal of Portfolio Management, 2018.

Figure 10. Analyse de sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

		Taux d'actualisation				
		8,40%	8,65%	8,90%	9,15%	9,40%
Taux croissance à l'infini	1,00%	142	138	133	129	125
	1,25%	146	140	136	131	127
	1,50%	149	143	138	133	129
	1,75%	152	147	141	136	131
	2,00%	156	150	144	139	134

Sur la base de nos analyses de sensibilité, la valeur de l'action ENVEA s'établit dans une fourchette de **133€ à 143€** à partir de laquelle le Prix d'offre extériorise une prime comprise entre **+22% et +31%**.

4.3.6 Rationalisation des résultats de la méthode DCF dans le cadre de la présente Offre avec les résultats de cette méthode dans l'Offre initiale

Nous constatons que les résultats de la méthode DCF font ressortir, dans notre scénario central, une valeur de l'action ENVEA de 138€, soit un montant supérieur de +35% à +41% par rapport respectivement à celui obtenu par l'expert indépendant et la banque présentatrice lors de l'Offre initiale²².

Nous avons analysé cet écart sur la base de la valeur obtenue par la banque présentatrice de l'Offre initiale (soit entre 98€ et 138€). Il s'explique par les éléments suivants :

- un ensemble de différences méthodologiques liées à l'absence d'extrapolation du plan d'affaires, à la méthode de détermination du flux normatif pour le calcul de la valeur terminale et à l'actualisation de flux de fin de période par la banque présentatrice : +14,4 €
- un écart négatif sur le flux de trésorerie généré par ENVEA au second semestre 2020 par rapport aux prévisions, principalement lié à un effet de variation de BFR : -6,7€
- un écart négatif lié à l'évolution des hypothèses entre le plan d'affaires 2020 – 2024 et le plan d'affaires 2021 – 2025 : -6,3€
- un effet positif lié à la durée d'actualisation²³ : +13,4€
- un effet positif lié à la baisse du taux d'actualisation : +25,3€²⁴

En dernier lieu, on peut noter que l'écart entre la valeur de l'action ENVEA résultant de notre scénario central de la méthode DCF (138€) et le Prix d'offre (175€) peut se rationaliser par la

²² Sur la base respectivement de la valeur centrale de 98€ obtenue par la banque présentatrice de l'Offre initiale et de la moyenne du montant retenu par l'expert indépendant pour ses scénarios A et B, soit 103€.

²³ Cet effet reflète le fait que la banque présentatrice de l'Offre initiale actualise les flux au second semestre 2020 tandis que nous les actualisons au mois de janvier 2022.

²⁴ La banque présentatrice de l'Offre initiale a utilisé un taux d'actualisation intégrant implicitement la valeur des économies d'impôts liées à la dette, soit un coût moyen pondéré du capital, de 9,97% tandis que nous retenons un taux sur fonds propres sans dettes de 8,9% ainsi qu'une valeur des économies d'impôts liées à la dette en scénario central d'un montant de 12 m€.

répartition de la valeur des économies d'impôts liées à la dette entre les titres qu'il lui reste à acquérir²⁵ dans un contexte où la valeur de ces économies ne pourra être appréhendée par l'Initiateur que dans le cadre de la mise en place d'une intégration fiscale, qui implique un niveau de participation pouvant conduire à la mise en œuvre du retrait obligatoire.

4.4 Référence au cours de bourse – à titre secondaire

4-4-1 Principe

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est pertinent pour l'appréciation du prix d'une offre s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique.

Deux conditions se dégagent pour qu'il en soit ainsi.

En premier lieu, le titre doit être liquide, c'est-à-dire qu'il doit pouvoir être échangé rapidement et à un faible coût²⁶. S'il n'en est pas ainsi, les investisseurs attendront qu'un écart suffisamment grand apparaisse entre le cours d'un titre et sa valeur estimée pour intervenir, de telle sorte que le cours n'intégrera qu'avec retard l'ensemble des informations pertinentes pour l'évaluation du titre. La liquidité d'un titre est souvent mesurée au travers du taux de rotation de son capital ou de son flottant car plus les coûts de transaction sur un titre sont faibles plus il est échangé. Un corollaire à ce principe est qu'on est susceptible d'observer de brusques variations à la hausse ou à la baisse d'un titre dans de faibles volumes, en l'absence de toute nouvelle significative, lorsqu'un titre est peu liquide.

En second lieu, les opinions favorables **et** défavorables à l'égard d'un titre doivent pouvoir être intégrées dans son cours, ce qui suppose qu'il ne soit pas sujet à des limites à l'arbitrage, autrement dit qu'il puisse être vendu à découvert. S'il en est différemment, le cours reflètera les opinions des investisseurs les plus optimistes, ce phénomène se trouvant exacerbé pour les sociétés pour lesquelles les divergences d'opinions sont les plus importantes²⁷. Les limites à l'arbitrage d'un titre sont souvent mesurées à partir du coût du prêt-emprunt sur titres (ou marge de repo), du pourcentage de son capital détenu par des investisseurs institutionnels²⁸ et de sa volatilité, qui est un proxy du risque d'arbitrage²⁹.

²⁵ Soit $138\text{€} - 7\text{€} + 12\text{ m€} / 262.151$. Ce nombre de 262.151 actions correspond au flottant du tableau 2 sachant que les autres titres formant le capital d'ENVEA sont soit déjà détenus par l'Initiateur, soit l'objet de promesses en faveur de l'Initiateur à l'issue des accords connexes de l'Offre initiale ou de la présente Offre.

²⁶ Les coûts de transaction visés correspondent en particulier aux commissions de courtage, au bid-ask spread pour les ordres d'un faible volume et à l'impact sur le cours pour les ordres d'un volume plus important émanant des investisseurs institutionnels.

²⁷ Miller, E.M., Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, *Journal of Finance*, 1977, vol. 32 n°4.

²⁸ Car ils sont plus à même que les investisseurs individuels de prêter leurs titres et donc d'alimenter le marché du prêt-emprunt de titres.

²⁹ Plus la volatilité est forte, plus il existe un risque important pour l'arbitragiste que le cours du titre qu'il vend à découvert continue à s'écarter de sa valeur estimée et qu'il doive clôturer sa position par

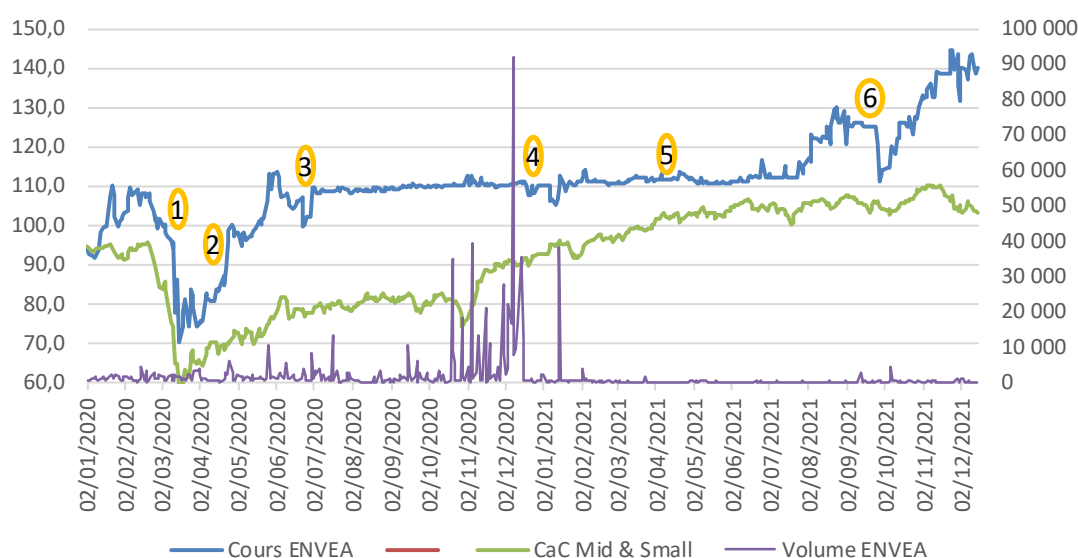
4-4-2 Analyse du cours de bourse

a) Analyse de l'évolution du cours de l'action ENVEA avant la date d'annonce de l'Offre

Les actions d'ENVEA sont admises à la négociation sur Euronext Growth.

La figure suivante présente l'évolution de son cours entre le 2 janvier 2020 et le 15 décembre 2021, comparée à l'indice CAC Mid & Small. La date du 15 décembre 2021 correspond à la date d'annonce du projet d'Offre, réalisée après la clôture.

Figure 11. Evolution du cours de l'action ENVEA comparée au CAC Mid & Small entre le 2 décembre 2020 et le 15 décembre 2021³⁰



Date	Announces
① mars-20	1er confinement
② 21/04/20	Publication résultats annuels 2019
③ 29/06/20	Entrée en négociations exclusives avec The Carlyle Group
④ 17/12/20	Résultat de l'Offre initiale
⑤ 28/04/21	Publication résultats annuels 2020
⑥ 20/09/21	Publication résultats semestriels 2021

L'analyse du cours de l'action d'ENVEA fait apparaître que celui-ci a fortement souffert de l'annonce du 1^{er} confinement avec une chute de -19%, suivi de plusieurs jours de forte variation (+10,5% le 13 mars 2020 puis à nouveau -18,6% le 14 mars 2020) dans des volumes étroits (en moyenne 1.670 titres les 12, 13 et 14 mars 2020).

anticipation, faute de capital suffisant pour la maintenir. Voir par exemple : Gromb, D., Vayanos, D., Limits of Arbitrage, Annual Review of Financial Economics, 2010.

³⁰ Source des données : Bloomberg.

L'annonce des résultats de l'exercice 2019 d'ENVEA, le 21 avril 2020, a permis à son cours de retrouver, dans les jours qui ont suivi, un niveau proche de celui précédant l'annonce du 1^{er} confinement à environ 100€, toujours dans des volumes limités (par exemple 2.518 titres le 22 avril 2020).

Les différentes annonces relatives à l'Offre initiale (entrée en négociation exclusive, signature des accords, réalisation effective...) ont conduit le cours du titre ENVEA à s'aligner sur le prix d'offre de 110€.

A la suite de la clôture de l'Offre initiale, le 16 décembre 2020, le titre ENVEA a évolué dans une fourchette relativement étroite comprise entre 105 € et 116 € jusqu'à la fin du mois de juillet 2021. Il a ensuite progressé de manière significative, jusqu'à atteindre un niveau d'environ 130€ à la fin du mois d'août 2021, sans nouvelles significatives pour justifier cette évolution.

La publication des résultats du 1^{er} semestre 2021 d'ENVEA, le 21 septembre 2021, ne provoque pas immédiatement de réaction du titre. On observe, toutefois, une baisse globale d'environ 10% quelques jours plus tard, les 27 et 28 septembre 2021, dans des volumes étroits (au total 667 titres).

Le cours du titre ENVEA reprend son ascension au cours des mois d'octobre et novembre 2021, jusqu'à atteindre un plus haut en clôture de 144,5€ le 24 novembre 2021, là encore sans qu'il ne soit possible d'identifier une information spécifique pour expliquer ce phénomène.

b) Analyse de l'évolution du cours de l'action ENVEA après la date d'annonce de l'Offre

En présence de marchés efficients, le cours de bourse d'un titre objet d'une offre est égal à une moyenne pondérée entre :

- sa valeur intrinsèque en cas d'échec de l'offre ;
- sa valeur intrinsèque en cas de réussite de l'offre, pour autant que le titre ne fasse pas l'objet d'un retrait obligatoire ;
- le prix d'offre.

Il résulte de ce constat que :

- l'observation d'un cours supérieur au prix d'offre peut signifier alternativement que les investisseurs estiment que la valeur intrinsèque du titre s'avère supérieure au prix d'offre ou que le cours n'est pas efficient³¹ ;
- l'observation d'un cours inférieur au prix d'offre signifie que les investisseurs estiment que la valeur intrinsèque est inférieure au prix d'offre et qu'il existe une probabilité que l'offre n'arrive pas à son terme³².

Dans ce cadre, il est donc significatif d'observer que le titre d'ENVEA s'est échangé entre le 17 décembre 2021, date de reprise des transactions à la suite de l'annonce du projet d'Offre, et le

³¹ Cela peut se produire si, en période d'offre, un nombre restreint d'investisseurs achètent des titres dans des volumes étroits.

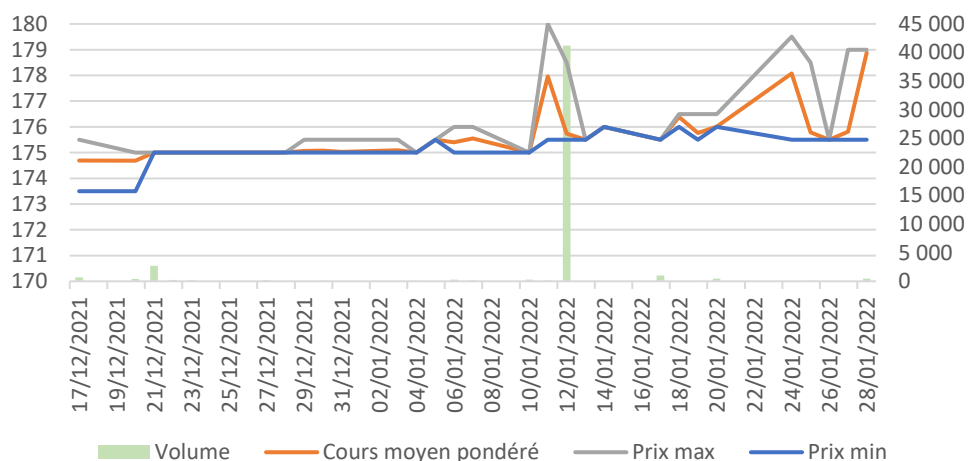
³² Dans un contexte où le coût de portage des titres jusqu'à la conclusion de l'offre est insignifiant voire négatif, dans un environnement de taux d'intérêt à court terme négatif.

28 janvier 2022, très majoritairement au Prix d'offre ou à un prix très légèrement supérieur de 175,5€.

Plus spécifiquement³³ :

- Entre le 21 et le 28 décembre 2021, au total 3.323 titres représentant 6,8 % des titres échangés sur la période étudiée ont été traités à 175,0 €.
- Le 12 janvier 2022, un bloc représentant 84% des titres échangés sur la période étudiée a fait l'objet d'une transaction à 175,0€.
- De nombreux autres jours, même si on observe des transactions à un cours supérieur à 175,0€, on constate que la moyenne à laquelle des titres ont été échangés dans la journée est inférieure à 175,0€ (par exemple, le 17 décembre 2021) ou très légèrement supérieur (par exemple, le 30 décembre 2021).

Figure 12. Evolution du cours de l'action ENVEA depuis la date d'annonce du projet d'Offre³⁴



c) Analyse des différentes références basées sur le cours de bourse de l'action

Nous présentons ci-après le cours du titre ENVEA à la date du 15 décembre 2021 et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 20 jours, 60 jours, 120 jours, 180 jours et 237 jours³⁵ précédant l'annonce de l'Offre, ainsi que la rotation du flottant³⁶.

³³ Source des données : Bloomberg.

³⁴ Source des données : Bloomberg.

³⁵ Soit la période entre le lendemain de la clôture de l'Offre initiale, le 17 décembre 2020, et le jour d'annonce de l'Offre (après la clôture), le 15 décembre 2021.

³⁶ Le flottant a été estimé à 262.151 actions sur la base de la répartition du capital présentée dans le Projet de note d'information (cf. figure 2).

Figure 13. Analyse de la référence au cours de l'action ENVEA³⁷

	Spot au 15/12/21	20 jours	60 jours	Moyenne 120 jours	180 jours	237 jours
Cours moy pondéré par les volumes (en €)	140,0	139,1	129,3	123,1	119,2	117,0
Prime / Décote	25,0%	25,8%	35,3%	42,1%	46,8%	49,6%
+ haut (en €)		144,5	144,5	144,5	144,5	144,5
+ bas (en €)		131,5	111,0	111,0	110,5	105,0
Volume moyen de titres	2	194	283	174	160	374
Volume cumulé de titres		3 872	16 963	20 885	28 742	88 735
Rotation du flottant		1,5%	6,5%	8,0%	11,0%	33,8%

Ce tableau confirme la faible liquidité du titre ENVEA au travers de la rotation du flottant que ce soit à court terme (1,5% sur la période de 20 jours précédant l'annonce de l'Offre), ou à moyen terme (8,0% sur la période de 120 jours précédant l'annonce de l'Offre) dans un contexte où l'Initiateur a procédé à des achats sur le marché (cf. paragraphe 4.2).

Nous ne retiendrons ainsi la référence au cours de bourse qu'à titre secondaire à cause de sa faible liquidité et des fortes variations constatées sans possibilité de les relier à des informations concernant ENVEA (août, octobre et novembre 2021).

Nous relevons alors que le Prix d'offre extériorise :

- une prime de **+25%** par rapport au cours le jour de l'annonce de l'Offre (après clôture) le 15 décembre 2021 ;
- une prime comprise entre **+26% et +50%** par rapport aux moyennes de cours de bourse calculées sur 20 jours, 60 jours, 120 jours, 180 jours et 237 jours.

4.5 Méthode des comparables boursiers – à titre secondaire

4-5-1 Principe

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendées au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

4-5-2 Présentation de l'échantillon retenu

Nous avons cherché à construire un échantillon de sociétés cotées spécialisées dans le domaine des équipements de mesure de haute précision avec une focalisation sur les problématiques environnementales.

³⁷ Source des données : Bloomberg

Nous avons constaté que le nombre de concurrents directs cotés d'ENVEA était limité et qu'il s'agissait de sociétés beaucoup plus importantes, tant en termes de taille que de portefeuille d'activités.

Nous avons donc élargi notre recherche et cherché à constituer un échantillon de sociétés intervenant dans les domaines d'ENVEA ou plus largement impliquées dans le secteur des équipements de mesure de haute précision, même s'il ne s'agissait pas de leur activité principale.

Au regard de l'échantillon que nous avons été en mesure de constituer, la méthode des comparables boursiers est alors mise en œuvre à titre secondaire car elle trouve ses limites dans les facteurs suivants :

- les sociétés retenues sont d'une taille beaucoup plus importante, ce qui constitue un biais même si nous avons cherché à le neutraliser en appliquant une décote de taille ;
- les sociétés retenues n'interviennent pas systématiquement dans les mêmes domaines qu'ENVEA, ou alors que pour une fraction limitée de leur activité, ce qui signifie que leurs ratios de valorisation peuvent être affectés par des facteurs différents de ceux auxquels ENVEA est exposé ;
- les sociétés retenues ont en moyenne une rentabilité des capitaux employés très supérieure à celle d'ENVEA.

La figure suivante présente les principales caractéristiques financières prévisionnelles des sociétés de notre échantillon qui sont décrites en annexe 2.

Figure 14. Comparaison des caractéristiques financières des sociétés de l'échantillon de comparables cotés

	VE en m	Monnaie	Evolution CA			TCAM 22-24	Marge EBIT			ROCE 2021 ³⁸
			2022	2023	2024		2022	2023	2024	
Siemens	118 577	EUR	7,7%	5,2%	4,9%	6,0%	12,9%	13,8%	14,9%	25,0%
ABB	67 691	USD	5,1%	4,9%	2,5%	4,2%	14,1%	14,9%	14,5%	45,1%
Emerson	56 835	USD	6,3%	5,8%	5,2%	5,8%	19,2%	20,0%	21,1%	65,7%
Teledyne	19 499	USD	19,4%	5,3%	6,7%	6,0%	18,2%	19,2%	NA	43,4%
Halma	10 098	GBP	7,4%	6,6%	7,6%	7,2%	21,6%	21,9%	21,9%	58,5%
Shimadzu	1 262 416	JPY	4,9%	4,8%	7,0%	5,6%	14,3%	14,8%	15,5%	26,5%
Bruker	10 879	USD	5,7%	6,5%	5,6%	6,0%	19,8%	20,7%	21,3%	45,4%
Spectris	3 805	GBP	1,9%	4,4%	5,1%	3,8%	17,1%	17,7%	17,5%	48,2%
Vaisala	1 773	EUR	7,3%	1,7%	5,4%	4,8%	13,5%	14,0%	15,1%	32,9%
Horiba	267 228	JPY	3,8%	1,5%	-0,1%	1,7%	14,0%	14,0%	13,7%	17,8%
Moyenne			7,0%	4,7%	5,0%	5,1%	16,5%	17,1%	17,3%	40,8%
Médiane			6,0%	5,1%	5,3%	5,7%	15,7%	16,3%	15,5%	44,2%

Source : Bloomberg, états financiers des sociétés comparables, analyses DKEC

³⁸ Cet indicateur a été mesuré sur la base du consensus d'EBIT et des derniers comptes semestriels disponibles pour les sociétés clôturant leurs comptes au 31 décembre ou au 31 mars et sur la base des derniers comptes disponibles pour les sociétés clôturant au 31 septembre.

Globalement, nous constatons que les sociétés de notre échantillon de sociétés comparables cotées ont un taux de croissance sur la période 2022-2024 inférieur à celui d'ENVEA mais un niveau de marge d'EBIT et surtout de ROCE supérieur.

4-5-3 Choix des agrégats utilisés pour la mise en œuvre de la méthode

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparables boursiers, nous avons retenu comme agrégat l'EBIT qui est le plus approprié pour neutraliser les effets de différence d'intensité capitalistique (en termes d'immobilisations) et d'effet d'application de la norme IFRS 16, qu'ENVEA ne met pas en œuvre.

La figure suivante présente les multiples obtenus sur notre échantillon. Il convient de noter que les données pour Teledyne de l'année 2023 ont été reportées sur l'année 2024, faute de consensus, pour éviter le biais consistant à exclure une société une année de ce seul fait³⁹.

Figure 15. Multiples des sociétés de l'échantillon de comparables cotés

	VE / EBIT		
	2022	2023	2024
Siemens	16,5	14,6	12,8
ABB	16,5	14,9	14,9
Emerson	16,5	15,0	13,5
Teledyne	23,6	21,2	21,2
Halma	29,7	27,5	25,5
Shimadzu	17,4	16,0	14,3
Bruker	22,3	20,0	18,4
Spectris	15,2	14,1	13,5
Vaisala	28,2	26,7	23,4
Horiba	7,2	7,1	7,3
Moyenne	19,3	17,7	16,5
Médiane	16,9	15,5	14,6

Source : Bloomberg, états financiers des sociétés, analyses DKEC

Compte tenu du différentiel de taille très important entre ENVEA et les sociétés comparables, nous avons appliqué une décote de taille à ces multiples.

Cette décote a été déterminée sur la base du constat qu'un différentiel de taille conduit à un taux d'actualisation plus élevé (cf. paragraphe 4.3.3). Nous avons donc mesuré quel serait le différentiel de valorisation d'ENVEA dans notre modèle DCF en appliquant ou non la prime de taille dans le taux d'actualisation, sachant que la plupart des sociétés de notre échantillon ont une taille qui les conduirait à ne pas se voir appliquer de prime de taille.

La décote résultant de cette approche s'élève à 30%.

³⁹ Les multiples s'en trouvent légèrement biaisés à la hausse car les multiples ont tendance à diminuer d'une année sur l'autre.

4-5-4 Résultats de la méthode

L'application des multiples médians 2022, 2023 et 2024 aux prévisions de résultat d'exploitation d'ENVEA en tenant compte d'une décote de taille aboutit à une valeur des titres ENVEA comprise dans une fourchette de **109€ à 125€**. Le Prix d'offre fait ressortir des primes par rapport à ces valeurs comprises entre **40% et 61%**.

4.6 Méthode des transactions comparables – à titre secondaire

4-6-1 Principe

Comme la méthode des comparables boursiers (cf. paragraphe 4.4), la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique. La spécificité de cette méthode provient du fait que les références de prix ne sont pas inférées d'échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

Cette méthode capture, dans le multiple calculé, la prime accordée par l'acquéreur par rapport à la valeur intrinsèque standalone de la société acquise, lorsqu'il est attendu que la transaction soit porteuse de synergies⁴⁰.

Cela résulte du fait que la valeur d'entreprise de la cible, intégrant la valeur des synergies accordée à ses actionnaires, est rapprochée de son agrégat de l'année précédant l'acquisition ou de son agrégat estimé pour l'année d'acquisition, qui sont des agrégats ne tenant pas compte des effets des synergies attendues.

4-6-2 Présentation de l'échantillon retenu et des multiples

Nous avons cherché à constituer un échantillon de transactions portant sur des sociétés intervenant dans le domaine de la fabrication d'instruments de mesure, disposant d'une taille proche de celle d'ENVEA⁴¹ et pour lesquelles les informations disponibles permettent de calculer un multiple d'EBIT.

La figure suivante présente les 3 transactions que nous avons identifiées et les multiples qui en ressortent.

⁴⁰ La recherche académique a montré que le cours de bourse d'une société initiant une opération de fusion acquisition réagit, en moyenne, légèrement négativement à l'annonce d'une telle opération. Ce constat trouve son explication dans le fait que les gains attendus sous la forme de synergies sont rétrocédés, en moyenne, aux actionnaires de la cible au travers de la prime offerte.

Voir : Mulherin, J.H., Netter, J.M., Poulsen, A.B., The Evidence on Mergers and Acquisitions : A Historical and Modern Report, 2017, The Handbook of the Economics of Corporate Governance.

⁴¹ C'est-à-dire avec une valeur d'entreprise comprise entre 100 et 500 m€.

Figure 16. Présentation des transactions identifiées et des multiples qui en ressortent

Date	Cible	Acquéreur	Activité	VE en m	Monnaie	x CA	Multiple x EBITDA	x EBIT
août-21	NDC Tech (Spectris)	Nordson Corp	Systèmes de mesure pour le contrôle des process pour l'industrie alimentaire	130	GBP	2,0	13,4	18,1
sept-19	BTG (Spectris)	Voith	Systèmes de mesure pour le contrôle des process pour l'industrie papetière	275	GBP	2,1	NC	11,1
juin-19	First Sensor	TE Connectivity	Fabricant de capteurs pour l'industrie, le domaine médical et de la mobilité	312	EUR	2,0	14,6	21,5
Moyenne								16,9

Source : Bloomberg, Epsilon, communiqués et rapports financiers des sociétés, analyse DKEC

Au regard de l'échantillon que nous avons été en mesure de constituer, la méthode des transactions comparables est mise en œuvre à titre secondaire, car elle trouve ses limites dans les facteurs suivants :

- Le nombre limité de transactions dans l'échantillon et la dispersion des multiples observés réduit la portée du multiple moyen déterminé.
- Les sociétés retenues ont des portefeuilles d'activité qui ne recoupent que partiellement celui d'ENVEA. Par exemple, les deux sociétés que SPECTRIS a cédées sont actives dans le domaine des process, qui est le plus petit des secteurs d'activité d'ENVEA.
- Les sociétés ont été acquises par des acteurs industriels qui devraient être en mesure de générer des synergies. Or, l'Initiateur est une holding constituée à l'occasion de l'Offre initiale qui ne pourra pas mettre en œuvre des synergies équivalentes.

L'échantillon fait ressortir un multiple d'EBIT moyen de x16,9.

4-6-3 Résultats de la méthode

Nous avons retenu comme agrégat de référence pour l'application du multiple observé sur notre échantillon, le résultat d'exploitation attendu d'ENVEA pour l'année 2021, le résultat de l'année 2020 n'étant pas normatif.

Sur cette base, nous obtenons une valeur par action d'ENVEA de **132€**. Le Prix d'offre fait ressortir une prime par rapport à cette valeur de **+33%**.

4.7 Analyse des synergies attendues

L'Initiateur est une holding pure constituée pour les besoins de l'Offre initiale.

Les synergies résultant de l'Offre seront donc très limitées. Elles ne se matérialiseront qu'en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire sous la forme :

- d'économies liées à la déductibilité des intérêts des emprunts contractés par l'Initiateur ;

- d'économies sur les coûts directs et indirects de cotation.

A cet égard, il convient de noter que nous avons valorisé dans la méthode des DCF ces synergies financières sur la base d'une structure financière normative reflétant le financement unitranche mis en place par l'Initiateur.

4.8 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le Prix d'offre (soit 175€ par action) extériorise les primes suivantes :

Tableau 17 – Synthèse des primes par rapport au Prix d'offre

	Valeur par action en €			Primes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
Transactions récentes sur le capital						
<i>Bloc Majoritaire et Offre initiale</i>		110			59%	
<i>Prix de l'Offre initiale ajustée</i>	144		146	22%		20%
<i>Prix des acquisitions suite à l'Offre initiale</i>	110	111	123	59%	58%	43%
DCF	133	138	143	31%	27%	22%
A titre secondaire						
Cours de bourse	117		140	50%		25%
Comparables boursiers	109	118	125	61%	48%	40%
Transactions comparables		132			33%	

5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par la Banque présentatrice

Oddo BHF (ci-après, la « **Banque présentatrice** ») a préparé les éléments d'appréciation du Prix d'offre. La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans la figure ci-dessous :

Tableau 18. Comparaison des résultats des travaux sur le Prix d'offre

	Expert indépendant			Banque présentatrice		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Transactions récentes sur le capital						
<i>Bloc Majoritaire et Offre initiale</i>		110			110	
<i>Prix du Bloc et de l'Offre initiale ajustée</i>	144		146			
Prix des acquisitions suite à l'Offre initiale	110	111	123	110		123
DCF	133	138	143	125	134	145
A titre secondaire						
Cours de bourse	117		140	117		140
Comparables boursiers	109	118	125			
Transactions comparables		132				

5.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les méthodes et références retenues par la Banque présentatrice à l'exception du fait que nous avons retenu les méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables à titre secondaire tandis qu'elle les a exclues.

5.2 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Nous n'avons pas d'écart avec la Banque présentatrice concernant le calcul de l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres.

5.3 Mise en œuvre de la référence aux transactions récentes significatives sur le capital

Nous avons ajusté le prix du Bloc majoritaire et de l'Offre initiale pour tenir compte de l'évolution des conditions de marché à partir de l'évolution de plusieurs indices boursiers pondérée par le bêta d'ENVEA tandis que la Banque présentatrice n'a pas procédé à cet ajustement.

5.4 Mise en œuvre de la méthode des DCF

Nos écarts dans la mise en œuvre de la méthode DCF portent sur deux éléments principaux.

En premier lieu, concernant les éléments d'actualisation :

- Nous avons retenu comme date de référence d'actualisation des flux le 28 janvier 2022 tandis que la Banque présentatrice l'a fixée au 31 décembre 2021.
- Nous avons considéré que les flux étaient encaissés en milieu de période tandis que la Banque présentatrice a considéré qu'ils l'étaient en fin de période.
- Nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,9% à comparer à 8,46% pour la Banque présentatrice. Nous retenons un taux sans risque plus élevé (0,44% à comparer à 0,11%), un bêta plus élevé (1,00 à comparer à 0,95) et une prime de taille (2,29%) alors que la Banque présentatrice n'en prend pas en compte, ce qui a été en partie compensé par une prime de risque moins élevée (6,16% à comparer à 8,71%).

En second lieu, la manière dont nous avons prolongé le plan d'affaires établi par ENVEA se distingue sur deux points :

- Nous avons retenu un horizon complémentaire de 3 ans (y compris l'année normative pour le calcul de la valeur terminale) tandis que la Banque présentatrice l'a allongé à 4 ans.
- Nous avons déterminé le flux normatif pour le calcul de la valeur terminale sous l'hypothèse que la structure capitalistique d'ENVEA demeurerait constante⁴² tandis que la Banque présentatrice a calculé le montant des investissements et la variation du BFR avec des ratios qui n'assurent pas cette constance de la structure capitalistique.

5.5 Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Bien que la Banque présentatrice n'ait pas présenté les résultats de cette méthode, nous observons deux sources de différences dans les multiples qu'elle présente.

En premier lieu, notre échantillon est légèrement différent car nous retenons la société HORIBA. Bien que nous constatons aussi que la croissance attendue de cette société est plus faible que celle des autres sociétés de l'échantillon, nous considérons que son introduction permet d'appréhender de manière plus complète les multiples de valorisation, dans un contexte où nous avons retenu un échantillon relativement large, à défaut de pouvoir retenir un échantillon resserré de sociétés très comparables à ENVEA en termes d'activité et de caractéristiques financières.

En second lieu, nos multiples sont globalement plus faibles car nous retenons les cours boursiers observés au 28 janvier 2022 tandis que la Banque présentatrice retient ceux du 31 décembre 2021. Or, on observe un fléchissement des cours sur le mois de janvier 2021, en particulier des sociétés dont les multiples étaient les plus élevés.

⁴² Ce qui revient à considérer que les ratio rapportant les immobilisations d'exploitation et le BFR au chiffre d'affaires constaté en 2025 demeurent ensuite constants.

6. Analyse des accords connexes à l'Offre

Nous avons procédé à l'examen (i) de l'exécution des accords connexes mentionnés dans l'Offre initiale et (ii) des nouveaux accords connexes mentionnés dans l'Offre, tels que présentés dans le Projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du Prix d'offre.

6.1 Contrats d'acquisition

L'Initiateur avait conclu des contrats d'acquisition d'une part (ci-après, le « **Contrat d'acquisition principal** ») avec le fondateur et sa famille ainsi que les Dirigeants, et d'autre part (ci-après, les « **Contrats d'acquisition additionnels** ») avec six cadres ou anciens cadres de la Société ainsi qu'avec vingt-cinq investisseurs institutionnels.

Le Contrat d'acquisition principal prévoyait :

- un complément de prix (ci-après, le « **Complément de prix** ») dans le cas où l'Initiateur déposerait, dans un délai de 12 mois suivant la date de réalisation du transfert du Bloc majoritaire, une offre publique d'achat à un prix supérieur à 110€ par action ;
- un droit de suite (ci-après, le « **Droit de suite** ») dans le cas où l'Initiateur s'engageait, dans un délai de 12 mois suivant la date de réalisation du transfert du Bloc majoritaire, à céder ou à transférer à un tiers un ou plusieurs bloc d'actions ENVEA représentant plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

Les Contrats d'acquisition additionnels contenaient une clause de Complément de prix.

L'Initiateur n'a pas lancé de nouvelle offre publique dans le délai du 12 mois suivant la date de réalisation du transfert du Bloc majoritaire ni procédé à la cession ou au transfert de titres d'ENVEA.

Il en résulte qu'il n'y a pas eu de versement de Complément de prix pour le Contrat d'acquisition principal et les Contrats d'acquisition additionnels ni de Droit de suite pour le Contrat d'acquisition principal.

6.2 Promesses d'achat au Fondateur et à sa famille

Le Fondateur et sa famille bénéficient d'une promesse d'achat, en date du 8 septembre 2020, de leurs actions dans l'Initiateur qui leur a été accordée par la société CETP IV Investment 3, actionnaire majoritaire de l'Initiateur. Cette promesse est susceptible d'être exercée entre le 1^{er} juin 2023 et le 15 septembre 2023 à un prix d'exercice dépendant d'une formule de calcul basée sur l'EBITDA.

Nous relevons que la fenêtre d'exercice de cette promesse d'achat n'a pas encore été atteinte et que cette promesse n'a pas été exercée.

6.3 Promesses d'achat aux Dirigeants

Les Dirigeants bénéficient d'une promesse d'achat, en date du 8 septembre 2020, d'actions gratuites, au nombre de 22.500, émises par la Société, qui étaient encore en période d'acquisition à la date de l'Offre initiale, de la part de l'Initiateur (ci-après, les « **Promesses**

d'achat Dirigeants »). Cette promesse est susceptible d'être exercée entre le 1^{er} juin 2023 et le 15 septembre 2023 à un prix d'exercice dépendant d'une formule de calcul basée sur l'EBITDA.

Nous relevons que la fenêtre d'exercice de cette promesse d'achat n'a pas encore été atteinte et que cette promesse n'a pas été exercée.

Par ailleurs, l'Initiateur et les Dirigeants ont prévu de conclure, avant la date de clôture de l'Offre, des avenants aux Promesses d'achat Dirigeants aux termes desquels l'Initiateur bénéficierait d'options d'achat sur les actions gratuites des Dirigeants, au nombre de 22.500. Cette option serait exerçable par l'Initiateur entre le 16 septembre 2023 et le 31 décembre 2023 à un prix d'exercice déterminé suivant la même formule que celle dont les Dirigeants bénéficient.

Ces avenants permettront à l'Initiateur de bénéficier de promesses croisées sur ces 22.500 actions ENVEA qui seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 233-0, I, 4^o du code de commerce.

L'option d'achat accordée par les Dirigeants à l'Initiateur constitue un avantage accordé par les Dirigeants à l'Initiateur. Elle ne constitue donc pas un avantage que les Dirigeants auraient obtenu et susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires, ni rétrospectivement en ce qui concerne l'Offre initiale, ni en ce qui concerne l'Offre.

6.4 Promesses d'achat aux Principaux Managers

L'Initiateur a conclu, entre le 21 et le 23 décembre 2020, avec cinq principaux managers d'ENVEA (ci-après, les « **Principaux Managers** ») des promesses de vente aux termes desquelles les Principaux Managers donnaient le droit à l'Initiateur d'acquérir des actions gratuites d'ENVEA, au nombre de 5.000, qu'ils détenaient à un prix de 110€ par action. Ces actions gratuites étaient encore en période d'acquisition à la date de l'Offre initiale. Ces promesses étaient exerçables entre le 22 octobre 2021 et le 21 janvier 2022.

L'Initiateur a exercé les promesses de vente auprès des Principaux managers. Le transfert de ces 5.000 actions ENVEA se fera sous la forme d'un apport en nature à l'Initiateur.

Dans ce cadre, nous avons vérifié que dans le projet de traité d'apport :

- la valeur d'apport des actions ENVEA à l'Initiateur a été fixée à 110€ par action ;
- la valorisation de l'Initiateur retenue pour la détermination de la parité d'échange entre les actions ENVEA apportées et les actions émises par l'Initiateur se base sur les résultats de l'approche multicritère mise en œuvre pour valoriser ENVEA dans le cadre de l'Offre.

Les modalités d'exercice des promesses de ventes auprès des Principaux Managers ainsi que les modalités d'apport des actions ENVEA détenues par les Principaux Managers à l'Initiateur ne sont donc pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires, ni rétrospectivement en ce qui concerne l'Offre initiale, ni en ce qui concerne l'Offre.

6.5 Promesses d'achat aux Managers

La société Financière CA4TECH2 (ci-après, la « **MANCO** ») a conclu, entre le 21 et le 28 décembre 2020, avec certains managers d'ENVEA (ci-après, les « **Managers** ») des

promesses de vente aux termes desquelles les Managers donnaient le droit à la MANCO d'acquérir des actions gratuites d'ENVEA, au nombre de 15.022, qu'ils détenaient à un prix de 110€ par action. Ces promesses prévoyaient également la possibilité pour les Managers d'apporter en nature à l'Initiateur ou à la MANCO, tout ou partie de ces actions. Ces actions gratuites étaient encore en période d'acquisition à la date de l'Offre initiale. Ces promesses étaient exerçables entre le 22 octobre 2021 et le 21 janvier 2022.

La MANCO a exercé ses promesses de vente auprès des Managers. Précisément :

- 14.162 actions ENVEA seront apportées à la MANCO qui les apportera ensuite à l'Initiateur ;
- 860 actions seront cédées à l'Initiateur au prix unitaire de 110€.

Dans ce cadre, nous avons vérifié que dans les projets de traité d'apport :

- la valeur d'apport des actions ENVEA à la MANCO puis à l'Initiateur a été fixée à 110€ par action ;
- la valorisation de l'Initiateur retenue pour la détermination de la parité d'échange entre les actions ENVEA apportées et les actions émises par l'Initiateur se base sur les résultats de l'approche multicritère mise en œuvre pour valoriser ENVEA dans le cadre de l'Offre.

Les modalités d'exercice des promesses de vente auprès des Managers ainsi que les modalités d'apport des actions ENVEA détenues par les Managers à la MANCO puis à l'Initiateur ne sont donc pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires, ni rétrospectivement en ce qui concerne l'Offre initiale, ni en ce qui concerne l'Offre.

6.6 Modifications du Pacte d'associés de l'Initiateur

Le 8 septembre 2020, CETP IV Investment 3, le Fondateur et sa famille, les Dirigeants et la MANCO ont conclu, pour une durée de 15 ans, un pacte d'associés ayant pour objet principal d'organiser les règles particulières s'appliquant entre les associés de l'Initiateur (ci-après, le « **Pacte d'associés** »). Ces principales règles sont décrites au paragraphe 1.3.4 de la note d'information de l'Offre initiale.

Le Pacte d'associés a été modifié le 4 mai 2021 afin de modifier la composition du conseil de surveillance et du directoire en cas de change du mode de gouvernance de la Société.

Cette évolution de la gouvernance de l'Initiateur n'est pas de nature à remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires.

7. Contact avec des tiers

Nous n'avons pas été contactés durant nos travaux par des actionnaires minoritaires ou tout autre tiers concernant l'Offre.

8. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par ENVEA Global sur les actions émises par ENVEA, au prix unitaire de 175€.

Plus spécifiquement, il est requis en application de l'article 261-1 I alinéas 1°, 2° et 4° du Règlement Général de l'AMF, au motif que l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil de surveillance de la cible, et de l'article 261-1 II car l'Initiateur a fait part de son intention de procéder à un retrait obligatoire, si les conditions sont réunies.

Notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est facultative, d'un point de vue réglementaire, laissant la liberté aux porteurs de titres d'y répondre favorablement ou non, en décidant d'apporter leurs titres ou de les conserver, sauf en cas de dépassement des seuils permettant de procéder à un retrait obligatoire.
- Les références aux transactions récentes significatives sur le capital font ressortir les primes suivantes :
 - ✓ +59% par rapport au prix de 110€ auquel le Bloc majoritaire a été acquis et l'Offre initiale a été libellée ;
 - ✓ entre +20% et +22% si on ajuste ce prix de 110€, pour tenir de l'évolution favorable des conditions de marché, à partir de la hausse de différents indices boursiers ;
 - ✓ entre +43% et +58% par rapport aux acquisitions complémentaires de titres réalisées par l'Initiateur postérieurement à l'Offre initiale et sur les douze derniers mois.
- Le Prix d'offre fait apparaître une prime comprise entre +22% et +31% par rapport aux résultats de la méthode DCF, qui est basée sur un plan d'affaires volontariste.
- Le Prix d'offre fait également apparaître des primes significatives sur l'ensemble des références et des méthodes considérées à titre secondaire :
 - ✓ entre +25% et +50% par rapport à la référence au cours de bourse ;
 - ✓ entre +40% et +61% par rapport aux résultats de la méthode des comparables boursiers ;
 - ✓ +33% par rapport aux résultats de la méthode des transactions comparables.
- Selon notre analyse, les accords connexes relevés dans la documentation juridique ne remettent pas en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 175€ est équitable d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres ENVEA dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 31 janvier 2022

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Teddy Guerineau

Annexe 1 : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise

Présentation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes intervenant principalement dans le cadre des missions suivantes :

- Assistance dans le cadre de litige,
- Evaluations financières et expertises indépendantes,
- Opérations d'apports et de fusions,
- Expertise judiciaire et
- Audit légal.

Le cabinet Didier Kling et ses associés dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant, notamment, des sociétés cotées.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Cette mission a été dirigée par Teddy GUERINEAU, associé, qui dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière, diplômé de l'Université Paris-Dauphine (DESS 225), membre du comité directeur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants et membre de la SFEV et de la CCEF.

Il a été assisté par deux analystes du cabinet, Yasmina Nadeau et Christine Tchou qui disposent respectivement de 5 ans et 2 ans d'expérience.

La revue indépendante a été effectuée par Didier KLING, président du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, ancien Président de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes et de la Chambre de Commerce de Paris Ile-de-France, expert judiciaire inscrit près la Cour d'appel de Paris (hr) agréé par la Cour de cassation.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a effectué ;

- Au mois de janvier 2019 une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société BOUYGUES TELECOM sur les titres de la société KEYYO.
- Au mois de juin 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de retrait, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire, initiée par la société REOF Holding S.à r.l. sur les actions et les obligations convertibles de la société OFFICIIS Properties.
- Au mois de septembre 2019, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée avec intention de retrait obligatoire, initiée par la société CEDYS & Co sur les actions de la société EVOLIS.
- Au mois de novembre 2020, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat, initiée par la société Mercure Energie sur les actions et les bons de souscription d'action émis par la société MINT.

- Au mois de novembre 2020, une expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de rachat d'actions initiée par la société 1000Mercis.
- Au mois de novembre 2021, une expertise indépendante dans le cadre l'offre publique d'achat simplifiée avec intention de retrait obligatoire, initiée par la société Schneider Electric Industries SAS sur les actions de la société IGE+XAO.

Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, son président, ses associés et ses collaborateurs n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006 mise à jour le 10 février 2020, en particulier, ils :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société ENVEA au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'Offre ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Offre.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Rémunération

Le montant des honoraires perçus par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 85.000 euros hors taxes. Ce montant d'honoraires n'est pas lié à l'issue de l'Offre et a été arrêté en fonction de l'importance et de la complexité de la mission.

Le temps consacré à la réalisation de cette mission d'expertise indépendante s'est élevé globalement à 320 heures.

Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Revue de presse et recherches documentaires
- Réunion avec le management de la Société et les conseils de la Société
- Analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Offre et notamment des accords connexes susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du Prix d'offre

Préparation de l'évaluation

- Prise de connaissance de l'environnement sectoriel
- Prise de connaissance des notes des analystes suivant le secteur
- Analyse des données financières de la Société :
 - ✓ Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi
 - ✓ Analyse des données financières historiques
 - ✓ Retraitement des comptes en vue des travaux d'évaluation
- Détermination des données structurant l'évaluation : nombre de titres retenu, ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Travaux d'évaluation et d'appréciation du Prix d'offre

- Analyse et choix des méthodes et références à retenir ou à écarter
- Référence au cours de bourse des actions :
 - ✓ Analyse de la liquidité des actions et des principaux événements ayant affecté leur cours de bourse
 - ✓ Analyse de la volatilité du cours des actions
 - ✓ Calcul des différentes moyennes de cours de bourse des actions
- Méthodes analogiques :
 - ✓ Recherche de sociétés comparables cotées ou ayant fait l'objet de transactions
 - ✓ Analyse et comparaison des caractéristiques des sociétés comparables avec celles de la Société
 - ✓ Détermination des agrégats pertinents pour l'application de la méthode
- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs :
 - ✓ Analyse du plan d'affaires de la Société

- ✓ Comparaison du plan d'affaires 2021 – 2025 de la présente Offre avec le plan d'affaires 2020 – 2024 de l'Offre initiale ;
- ✓ Analyse des paramètres de calcul de la valeur terminale
- ✓ Détermination du taux d'actualisation
- ✓ Analyse de la sensibilité des résultats de la méthode
- ✓ Analyse des écarts constatés entre le résultat de la méthode DCF dans la présente Offre et dans l'Offre initiale
- Analyse critique des travaux de l'Etablissement présentateur

Contact des tiers

- Nous n'avons pas été contactés par des actionnaires minoritaires d'ENVEA

Elaboration du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport
- Revue indépendante
- Obtention d'une lettre d'affirmation de la Société et de l'Initiateur

Calendrier de l'étude

Nous avons été désignés par le conseil de surveillance d'ENVEA du 22 décembre 2021 et notre mission a été étendue à l'examen d'accords connexes le 5 janvier 2022. L'AMF a indiqué qu'elle n'exerçait pas son droit d'opposition le 5 janvier 2022.

Notre mission s'est déroulée du 5 janvier au 31 janvier 2022. Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec le management de la Société, la Banque présentatrice ainsi qu'avec l'Initiateur. Nous avons remis un rapport le 31 janvier 2022.

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

ENVEA

- M. Stéphane KEMPENAR : Directeur Administratif et Financier

ENVEA Global – The Carlyle Group

- M. Cyril BOURDAROT : Managing Director
- M. Romain AZOULAI : Associate Director

Oddo BHF (Banque présentatrice)

- M. Marc ANTAO : Executive Director

Conseil financier d'ENVEA Global

- M. Arnaud SAINT-CLAIR

Shearman & Sterling (conseil juridique d'ENVEA Global)

- M. Jeremy SCEMAMA : Associé
- M. Xavier NORLAIN : Associé
- M. Julien BURGER : Senior Associate
- Mme Fadoua NOUNNOUHI : Associate
- M. Benjamin BENZAKINE : Associate

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été les suivantes :

Documentations juridiques

- Procès-verbaux du Conseil d'administration, du Conseil de surveillance et de l'Assemblée générale de 2019 à 2021
- Documentation relative aux accords connexes
- Projet de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF

Documentations comptables et financières

- Rapports financiers annuels et semestriels des exercices 2016 au 1^{er} semestre 2021
- Communiqués financiers de la Société de 2017 à 2021
- Plan d'affaires 2020-2024 et 2021 – 2025
- Rapport d'évaluation de la Banque présentatrice
- Notes d'analystes financiers

Bases de données

- Bloomberg
- Epsilon Research

Annexe 2 : Présentation des sociétés retenues comme comparables boursiers

- **SIEMENS** : il s'agit d'une société d'origine allemande, disposant d'une taille mondiale, ayant réalisé, lors de son exercice clos le 30 septembre 2021, un chiffre d'affaires de 62,3 md€ dans quatre domaines principaux : les équipements médicaux (29%), les équipements industriels (26%), les infrastructures intelligentes (24%) et la mobilité (15%).
- **ABB** : il s'agit d'une société basée en Suisse, disposant d'une taille mondiale, ayant réalisé, lors de son exercice clos le 31 décembre 2020, un chiffre d'affaires de 23,1 md€ dans quatre domaines principaux : l'électrification (44%), l'automation industrielle (22%), la mobilité (23%) et la robotique (11%).
- **EMERSON** : il s'agit d'une société américaine ayant réalisé lors de son exercice clos le 30 septembre 2021 un chiffre d'affaires de 18,2 md\$ dans deux domaines principaux : les solutions d'automatisation (64%) qui visent à maximiser la production et protéger le personnel et l'environnement à partir d'une large gamme de produits dont des solutions de mesure et les solutions commerciales et résidentielles (36%).
- **TELEDYNE** : il s'agit d'une société d'origine américaine ayant réalisé lors de son exercice clos le 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires de 3,1 md\$ dans quatre domaines principaux : l'instrumentation (35%) qui comprend notamment les instruments de test et de mesure pour les applications liées à l'environnement, l'imagerie digitale (32%), l'électronique pour la défense et l'aérospatiale (19%) et les systèmes d'ingénierie (14%).
- **HALMA** : il s'agit d'une société d'origine anglaise ayant réalisé lors de son exercice clos le 31 mars 2021 un chiffre d'affaires de 1,32 m£ dans la sécurité des process (14%), la sécurité des infrastructures (34%), les équipements d'analyse environnementale (24%) et les équipements de santé (28%).
- **SHIMADZU** : il s'agit d'une société d'origine japonaise ayant réalisé lors de son exercice clos le 31 mars 2021 un chiffre d'affaires de 393 mds JPY dans quatre domaines principaux : les instruments de mesure et d'analyse (63%), les équipements médicaux (17%), les équipements industriels (11%) et les équipements aéronautiques (7%).
- **BRUKER** : il s'agit d'une société d'origine américaine ayant réalisé lors de son exercice clos le 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires de 2,0 md\$ qui fabrique des instruments scientifiques de haute-performance et des solutions de diagnostic.
- **SPECTRIS** : il s'agit d'une société d'origine anglaise ayant réalisé lors de son exercice clos le 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires de 1,3 md£ dans quatre domaines principaux dont les équipements de mesure et de caractérisation des matériaux (28%), les solutions de détection physique, d'essais, de modélisation et de simulation (29%).
- **VAISALA** : il s'agit d'une société d'origine finlandaise ayant réalisé lors de son exercice clos le 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires de 380 m€ dans le domaine de la fourniture d'équipements de mesure de haute performance pour la météorologie, l'environnement et les sites industriels.

- **HORIBA :** il s'agit d'une société d'origine japonaise ayant réalisé lors de son exercice clos le 31 décembre 2020 un chiffre d'affaires de 187 mds JPY principalement dans le domaine des systèmes de tests pour l'industrie automobile et les équipements de mesure notamment dans le domaine environnemental.

Annexe 3 : Lettre de mission



Monsieur Teddy GUERINEAU
Didier Kling Expertise & Conseil
28 avenue Hoche
75008 Paris
le 17 janvier 2022

Cher Monsieur,

Envea SA (la « Société »), société spécialisée en instrumentation de contrôle de l'environnement est aujourd'hui une société cotée dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0010278762.

Envea Global, actionnaire majoritaire détenant 81,67% du capital et 81,28% des droits de vote de la Société, a déposé, le 10 janvier 2022, une offre publique d'achat simplifiée sur les actions de la Société qu'elle ne détient pas (l'« Offre »). Il est précisé qu'Envea Global a également l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire de toutes les actions qu'elle ne détient pas dans l'hypothèse où elle détiendrait au moins 90% du capital et des droits de vote de la Société après l'Offre. Le retrait obligatoire se ferait moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre.

Dans ce cadre, le conseil de surveillance de la Société vous a désigné en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions des articles 261-1 I (1°) et 261-1 II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), et sous condition suspensive du non-exercice par l'AMF de son droit d'opposition.

Le 5 janvier 2022, le conseil de surveillance de la Société a décidé d'étendre votre mission aux points 2° et 4° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF.

Après examen, l'AMF a informé la Société, le 5 janvier 2022, qu'elle n'exercerait pas son droit d'opposition.

Cadre réglementaire de la mission

Votre intervention est requise au titre des articles 261-1 I (1°, 2° et 4°) et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financière de l'Offre.

Il a été convenu que vous effectuerez les diligences que vous estimerez nécessaire à la conduite de votre mission qui comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les membres du conseil de surveillance de la Société, les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société et de l'initiateur, à savoir le cabinet Shearman & Sterling LLP, l'établissement présentateur de l'Offre, les représentants de la Direction des émetteurs au sein de l'AMF et le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société ;
- l'analyse des éléments prévisionnels de la Société (budget et plan d'affaires) ;
- l'évaluation des titres de la Société en application de la réglementation applicable ;
- la prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'Offre ;
- l'analyse des accords connexes à intervenir dans le cadre de l'opération ;
- la gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- la rédaction de votre rapport.

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF conformément à l'article 3 de la recommandation n°2006-15 pour valoriser une société comme la Société.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

Calendrier

Le calendrier de l'Offre prévoit le dépôt du projet de la note en réponse de la Société le 31 janvier 2022.

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Par ailleurs, en application de l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF, dans le cas prévu au 3° du I de l'article 231-26, l'expert doit disposer d'un délai d'au moins quinze jours de négociation suivant le dépôt du projet de note d'information de l'initiateur avant de remettre son rapport.

Conflit d'intérêt

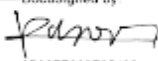
Nous avons compris que Monsieur Teddy GUERINEAU et le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

Budget

Nous comprenons que vous estimez le montant de vos honoraires dans une fourchette de 66.000 à 88.000€ HT, correspondant à un volume horaire compris entre 275 et 360 heures. Ce montant est indépendant de l'issue de l'Offre.

Il est enfin indiqué que vos honoraires seront acquittés par la Société.

Je vous prie de croire, Cher Monsieur, en l'expression de nos salutations distinguées.

DocuSigned by:

9B80FE360C05490

Monsieur Vladimir Lasocki
Président du conseil de surveillance

Addendum au rapport en date du 31 janvier 2022

Dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par la société ENVEA Global visant les actions émises par la société ENVEA SA¹

Postérieurement à la remise de notre rapport d'expertise indépendante (ci-après, le « **Rapport** »), en date du 31 janvier 2022, dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par la société ENVEA Global, visant les actions émises par la société ENVEA SA, il nous a été transmis la version signée des avenants aux Promesses d'achat Dirigeants.

Ces Promesses d'achat Dirigeants, signées le 8 septembre 2020, portent sur 22.500 actions gratuites ENVEA, qui étaient encore en période d'acquisition à la date de l'Offre initiale.

Ces promesses donnent le droit, sans aucune obligation, aux Dirigeants de céder à l'Initiateur ces actions (ci-après, le « **Put** »), entre le 1^{er} juin 2023 et le 15 septembre 2023, à un prix d'exercice dépendant d'une formule de calcul basée sur l'EBITDA (ci-après, le « **Résultat de la formule** »). Préalablement, entre le 1^{er} mai 2023 et le 31 mai 2023, les Dirigeants dispose de la possibilité d'apporter leurs actions gratuites à l'Initiateur sur la base du Résultat de la formule.

La version amendée de ces promesses, signées le 7 février 2022, (ci-après, « **les Promesses Dirigeants amendées** ») accordent le droit, sans aucune obligation, à l'Initiateur d'acquérir les 22.500 actions gratuites détenues par les Dirigeants (ci-après, le « **Call** »), entre le 16 septembre 2023 et le 31 décembre 2023, à un prix d'exercice correspondant au maximum entre :

- le Résultat de la formule ;
- le Prix d'offre de 175 €.

Les Promesses Dirigeants amendées permettront à l'Initiateur de bénéficier de promesses croisées sur ces 22.500 actions ENVEA, qui seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 233-9 I, 4^o du code de commerce.

Par principe, le fait d'accorder un droit, sans aucune obligation, d'acheter ou de vendre un actif à un prix (i) fixé à l'avance ou (ii) résultant d'une formule déterminée à l'avance, constitue un désavantage pour la partie qui accorde ce droit (ici, il s'agit des Dirigeants) et un avantage pour la partie qui bénéficie de ce droit (ici, il s'agit de l'Initiateur).

En pratique, à la date d'exercice des Promesses Dirigeants amendées, si l'Initiateur décide d'exercer le Call :

- si son prix d'exercice est égal au Résultat de la formule, les Dirigeants n'obtiendront pas plus que ce que l'exercice du Put, qu'il détenait déjà, leur aurait permis d'obtenir ;

¹ Les termes qui débutent par une lettre en majuscule ont un sens identique à celui qui leur ait donné dans le Rapport.

- si son prix d'exercice est égal à 175€, les Dirigeants n'obtiendront pas plus que le Prix d'offre ;
- dans tous les cas, si l'Initiateur exerce le Call, c'est que le prix d'exercice du Call sera inférieur à la valeur de marché des actions ENVEA ; être obligé de vendre au prix d'exercice constitue alors un désavantage que les Dirigeants ne supportaient pas avant la conclusion des Promesses Dirigeants amendées.

Il résulte de ces éléments que les Promesses Dirigeants amendées ne constituent pas un avantage que les Dirigeants auraient obtenu et susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires, ni rétrospectivement en ce qui concerne l'Offre initiale, ni en ce qui concerne l'Offre.

Fait à Paris, le 8 février 2022

L'Expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Teddy Guerineau