

## Groupe Gorgé

---

### Rapport de l'expert indépendant sur la valeur du pôle Ingénierie & Systèmes de Protection du Groupe Gorgé dans le cadre du rachat par Pélican Venture

# SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte .....	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de Pélican Venture .....	2
1.1.2 - Présentation du Groupe Gorgé et du pôle Ingénierie & Systèmes de Protection .....	2
1.1.3 - Description des différents marchés par société.....	6
1.1.4 - Etats financiers du pôle ISP.....	8
1.1.4.1 - Performance financière historique 31 décembre 2019 – 30 juin 2022.....	9
1.1.4.6 - Equilibre bilancier.....	23
1.2 - Contexte et opération envisagée .....	30
1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération .....	30
1.2.2 - Termes de l'opération .....	31
2 - Présentation de l'expert indépendant .....	33
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global .....	33
2.1.1 - Présentation générale.....	33
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes » .....	33
2.2 - Déclaration d'indépendance .....	34
2.3 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante .....	34
2.3.1 - Programme de travail.....	34
2.3.2 - Liste des personnes rencontrées.....	36
2.3.3 - Informations utilisées .....	36
2.3.4 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	37
3 - Eléments d'appréciation de la valeur du pôle ISP .....	38
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	38
3.1.1 - Méthode d'évaluation par la somme des parties .....	38
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	38
3.1.2.1 - VPI .....	39
3.1.2.2 - Seres.....	40
3.1.2.3 - Baumert .....	41
3.1.3 - Pourcentage de participation de Groupe Gorgé dans VPI .....	43
3.1.4 - Pourcentage de participation de Groupe Gorgé dans Stedy.....	43
3.1.5 - Plans d'affaires .....	44
3.1.5.1 - Construction et approbation.....	44
3.1.5.2 - Périmètre des plans d'affaires et horizon .....	44
3.1.5.3 - Extrapolation du plan d'affaires .....	45
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées .....	45
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC) .....	45
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	45
3.2.3 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs .....	46
3.2.4 - Référence à la valeur nette comptable des titres des sociétés du pôle ISP dans les comptes de Groupe Gorgé .....	46

3.2.5 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société .....	46
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues .....	47
3.3.1 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie .....	47
3.3.1.1 - Définition de la méthode .....	47
3.3.1.2 - Analyse du plan d'affaires.....	47
3.3.1.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	55
3.3.1.4 - Détermination du taux d'actualisation.....	56
3.3.1.5 - Calcul de la valeur terminale .....	57
3.3.1.6 - Résultats chiffrés .....	57
3.3.2 - Méthode des comparables boursiers.....	57
3.3.2.1 - VPI .....	58
3.3.2.1.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues .....	58
3.3.2.1.2 - Multiples obtenus et choix des multiples .....	60
3.3.2.1.3 - Application de la méthode .....	61
3.3.2.1.4 - Résultats.....	61
3.3.2.2 - Seres.....	61
3.3.2.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues .....	61
3.3.2.2.2 - Multiples obtenus et choix des multiples .....	64
3.3.2.2.3 - Application de la méthode .....	64
3.3.2.2.4 - Résultats.....	64
3.3.3 - Méthode des transactions comparables .....	65
3.3.3.1 - Choix des transactions .....	65
3.3.3.2 - Analyse des transactions.....	65
3.3.3.3 - Multiples obtenus.....	67
3.3.3.4 - Application de la méthode .....	68
3.3.3.5 - Résultats obtenus .....	68
3.3.4 - Approche par la valeur vénale d'une coquille juridique vide agréementée CIR .....	69
4 - Conclusion sur la valeur des sociétés du pôle ISP .....	70
5 - Conclusion sur la valeur du pôle ISP et sur l'équité du prix de cession .....	71
5.1 - Conclusion sur la valeur du pôle ISP .....	71
5.2 - Conclusion sur l'équité du prix de cession.....	72

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT  
DANS LE CADRE DE LA CESSIION DU POLE INGENIERIE & SYSTEMES DE  
PROTECTION DU GROUPE GORGE A LA SOCIETE PELICAN VENTURE**

Dans le cadre de la cession envisagée par Groupe Gorgé (ci-après le « Groupe ») des sociétés du pôle Ingénierie & Systèmes de Protection (ci-après ensemble le « pôle ISP »), nous avons été mandatés le 19 septembre 2022 comme expert indépendant afin d'apprécier la valeur du pôle Ingénierie & Systèmes de Protection et l'équité de la transaction envisagée pour les actionnaires de Groupe Gorgé au regard du prix de cession.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par le management de Groupe Gorge, 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.

L'analyse est en partie basée sur des informations prévisionnelles qui sont par nature incertaines. Ainsi, nous déclinons toute responsabilité quant à l'exactitude et la réalisation de ces prévisions. Il est possible qu'il demeure des différences entre les prévisions et les résultats réalisés, dans le cas où des événements non prévus surviennent, ces différences pouvant être significatives.

Le présent rapport d'expertise est destiné uniquement à l'usage du Conseil d'Administration de Groupe Gorgé et des actionnaires de Groupe Gorgé qui en feraient la demande. Crowe HAF décline toute responsabilité en cas d'utilisation de ce document par d'autres tiers que ceux préalablement cités.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation de la valeur du pôle ISP
4. Conclusion sur la valeur des sociétés du pôle ISP
5. Conclusion sur la valeur du pôle ISP et sur l'équité du prix de cession

# 1 - Présentation de l'opération et du contexte

## 1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

### 1.1.1 - Présentation de Pélican Venture

Pélican Venture est un groupe de sociétés créée par Jean-Pierre Gorgé au début des années 1990.

La principale filiale de Pélican Venture est Groupe Gorgé (contrôlée à 42,60% du capital, représentant 59,27% des droits de vote au 31 décembre 2021).

Pélican Venture est devenu l'actionnaire principal de Prodways Group en 2021 à la suite de la distribution des actions Prodways Group par Groupe Gorgé.

Pélican Venture détient aussi la société de capital investissement Sopromec et détient des actifs immobiliers.

Pélican Venture a aussi développé des activités de logiciels (Kairnial) et de conseil en ingénierie (Héliatec). Début 2022, Pélican Venture a cédé son pôle logiciels (Kairnial).

### 1.1.2 - Présentation du Groupe Gorgé et du pôle Ingénierie & Systèmes de Protection

Fondé en 1990 par Jean-Pierre Gorgé (le père de Raphaël Gorgé actuel Président-Directeur général du groupe), Groupe Gorgé est un groupe industriel qui était organisé historiquement autour de 3 pôles d'activité :

- Drones & Systèmes : systèmes robotisés en milieux hostiles et contraints, systèmes de contrôle et de commande, simulateurs navals, terrestres et aéronautiques, etc ;
- Ingénierie & Systèmes de Protection : conseil en ingénierie et en technologie, portes et murs spéciaux pour les industries exigeantes (nucléaire, *Oil & gas*, défense), systèmes de protection incendie (sprinklers, brouillards d'eau) et ;
- Impression 3D (réalisé au sein de la filiale cotée Prodways) : logiciels, imprimantes 3D et matériaux associés, pièces plastiques et en métal imprimées en 3D.

Fin 2020, une opération majeure de réorganisation a été réalisée par le groupe avec l'absorption d'ECA par Groupe Gorgé. Cette opération de rationalisation a permis à Groupe Gorgé de faciliter les flux au sein du groupe.

Courant 2021, le groupe a poursuivi son recentrage stratégique en distribuant l'essentiel de ses actions Prodways Group à ses actionnaires, réalisant ainsi une nouvelle avancée majeure dans la simplification du groupe.

A la suite de ces opérations de restructuration, le groupe est aujourd'hui structuré en 2 pôles :

- le pôle Drones & Systèmes, actif dans le secteur de la robotique autonome et des systèmes intégrés à haute valeur ajoutée technologique, et constitué de Groupe ECA SA et ses filiales ;
- le pôle Ingénierie & Systèmes de Protection, actif dans le conseil en ingénierie et la protection de sites à risques, et constitué de Vigians Protection Incendie et ses filiales (Protection Incendie), Seres Technologies et Stedy (Conseil en ingénierie et technologies), et Nucléation et sa filiale Baumert (Portes techniques dédiée à des sites sensibles).

Groupe Gorgé, qui emploie aujourd'hui environ 1.280 personnes, a réalisé un chiffre d'affaires en 2021 de 178,3m€ dont environ 38% à l'export.

La famille Gorgé détient 43,77 % du capital de Groupe Gorgé coté sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000062671 et le mnémonique GOE.

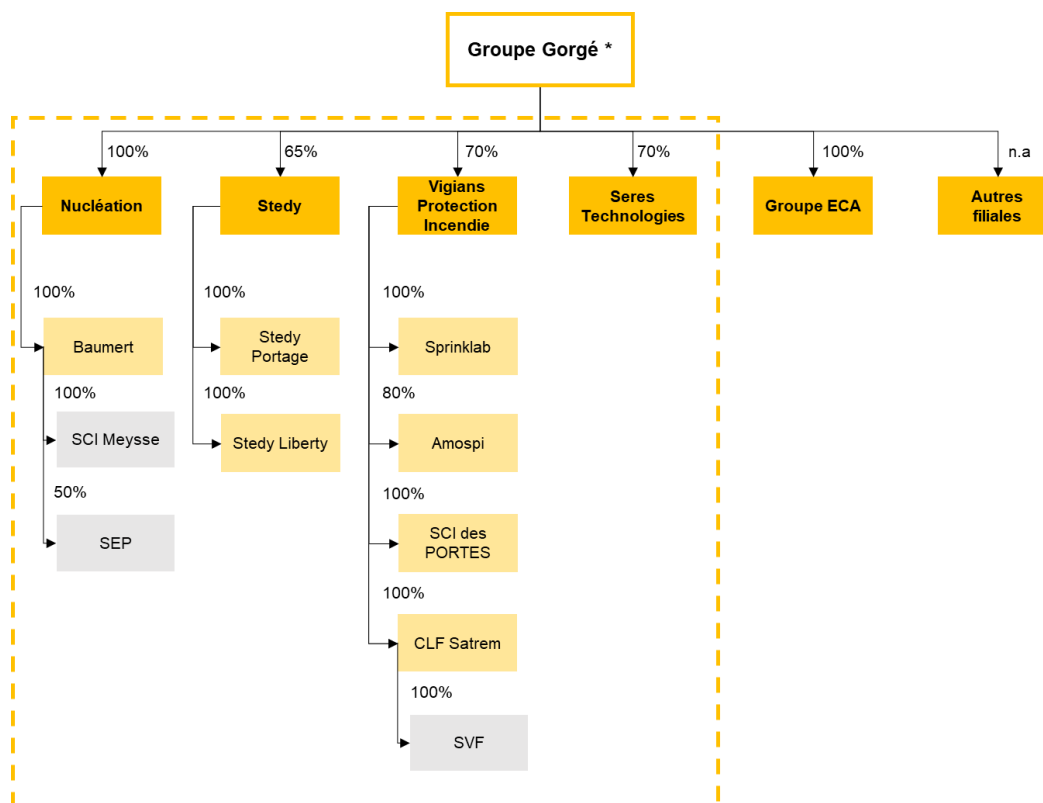
Groupe Gorgé souhaite aujourd'hui se recentrer sur ses activités de robotique (pôle Drones & Systèmes), ce recentrage s'étant déjà matérialisé par l'annonce mi-mars 2022 d'une opération de rapprochement entre ECA Group et iXblue afin de créer un acteur de premier plan mondial sur des technologies de pointe à destination des applications critiques notamment de la Défense, du Spatial et des opérations maritimes.

En conséquence de ce repositionnement, le groupe envisage également la cession des autres activités du pôle Ingénierie & Systèmes de Protection à Pélican Venture (actionnaire principal de Groupe Gorgé et holding appartenant à la famille Gorgé).

Le pôle Ingénierie et Systèmes de Protection est constitué des entités qui figurent dans l'organigramme présenté ci-après. L'objectif de ce rapport est d'estimer la valeur du pôle « Ingénierie & Systèmes de Protection », représentée par les quatre sociétés suivantes :

- Vigians Protection Incendie et ses filiales ;
- Seres Technologies ;
- Stedy et ses filiales ; et
- Nucléaction et sa filiale Baumert.

L'organigramme de Groupe Gorgé et le périmètre de l'opération de cession du pôle ISP se présentent comme suit :



\* Pôle Ingénierie et Système de Protection (hors Vigians SAS et Stoni)

### 1.1.2.1 - Activité de Vigians Protection Incendie

Vigians Protection Incendie (ci-après « VPI ») représente l'activité de protection incendie du pôle ISP de Groupe Gorgé et s'articule principalement autour de trois entités proposant des services aux acteurs de l'industrie et du tertiaire. Le pôle a pour vocation de concevoir, installer et maintenir les équipements de protection incendie.

Le pôle de protection est spécialisé dans la protection incendie active et passive par le biais des sociétés CLF Satrem et SVF. Le groupe offre également des services d'ingénierie de sécurité incendie à travers la société Amopsi et dispose par ailleurs d'un organisme de formation professionnelle (Sprinklab) spécialisé aux métiers de la protection incendie active. Le pôle totalise un chiffre d'affaires de 49m€ au titre de l'exercice 2021 auprès d'une clientèle industrielle et tertiaire de premier plan. On note, entre autres, des clients tels que Monoprix, Ikea, Auchan, Airbus ou encore Dassault Aviation.

Les entités représentant le pôle de protection incendie se présentent comme suit :

- **CLF Satrem**

CLF Satrem élabore et installe des systèmes fixes de protection incendie à destination de clients de l'industrie et du tertiaire.

La société, fondée en 1990, est basée aux Mureaux en région parisienne. Fort de son expérience depuis 30 ans, l'entité est spécialiste dans la conception, le montage, l'intégration et la maintenance de solutions fixes de protection incendie. Elle propose des produits tels que des systèmes *sprinkler*<sup>1</sup>, des robinets d'incendie armé (RIA) et des colonnes d'incendie.

CLF Satrem installe des équipements principalement dans les centres commerciaux et les sites industriels et logistiques. On note des clients de renom tels que Carrefour, Printemps mais également le Centre Pompidou ou encore le Groupe Safran. Dernièrement, CLF Satrem a réalisé la protection incendie des locaux de classement et d'archives du nouveau Tribunal de Paris. L'entreprise garanti également la maintenance des systèmes de protection contre les incendies sur plus de 800 sites.

La société emploie plus de 230 personnes répartis sur l'ensemble du territoire français par l'intermédiaire de 9 agences régionales et 3 antennes. Cela permet d'offrir un service réactif et de proximité à tous ses clients.

La société a généré un chiffre d'affaires de 40,7m€ en 2021, soit environ 83% du pôle sécurité incendie. Ce chiffre d'affaires est réparti entre les travaux neufs et extension (57%) et les services et maintenance (43%).

- **SVF**

Racheté par Groupe Gorgé 2007 et devenue filiale de CLF Satrem en 2017, SVF est le leader français des menuiseries coupe-feu vitrées en aluminium. La société conçoit, fabrique et installe des systèmes et produits de cloisonnement (portes, portes coulissantes, cloisons vitrées, cloisons bord à bord, planchers vitrées, etc...), à destination d'établissements recevant du public principalement.

La société, basée en Alsace et qui emploie près de 40 salariés, a généré un chiffre d'affaires de 7,3m€ au titre de l'exercice 2021, soit environ 15% du pôle incendie.

---

<sup>1</sup> Système ou dispositif d'arrosage tournant, faisant jaillir de l'eau (en cas d'incendie)

- **Amopsi**

Amopsi est un bureau d'étude spécialisé dans la sécurité incendie dans sa globalité. La société réalise des études de remise en conformité des différents systèmes et des missions d'assistance à la maîtrise d'ouvrage.

La société, basée aux Mureaux (comme CLF Satrem) et qui emploie 5 salariés, a généré un chiffre d'affaires de 1,3m€ au titre de l'exercice 2021, soit environ 2% du pôle incendie.

#### 1.1.2.2 - Activité de Seres Technologies

Seres Technologies (ci-après « Seres ») représente l'activité conseil en ingénierie et technologies du pôle ISP de Groupe Gorgé. Basée à Marseille, la société a été fondée en 2009. Trois ans après sa création, en 2012, Groupe Gorgé a acquis Seres dans le but de se développer dans le conseil en ingénierie et dans la prévention des risques. Aujourd'hui, l'entité réunit 20 experts et 200 ingénieurs répartis dans 11 bureaux en France et à l'international.

L'entreprise compte plusieurs agences sur le territoire français, à Marseille, à Paris, dans la vallée du Rhône, à Lyon, à Grenoble, à Aix en Provence, à Strasbourg et à Rouen. La société est présente également à l'étranger avec deux agences, une à Bruxelles et l'autre à Montréal. Pour l'année 2023, le management de Seres envisage d'ouvrir une nouvelle agence au Maroc.

Seres se positionne en tant qu'expert et spécialiste dans la maîtrise des risques nucléaires, pétrochimiques et industriels, mais également en tant que bureau d'étude. La société propose notamment des expertises permettant de répondre à des défis technologiques complexes, et s'organise autour de deux marques : Seres et Mekkatronix. La société a par ailleurs créé une activité de recherche et développement (R&D) dédiées aux technologies d'avenir pour adresser les enjeux de la transformation digitale et des nouveaux modes de fonctionnement en impliquant ses collaborateurs sur des sujets pointus (voiture connectée, pile à hydrogène ou encore les éoliennes *offshore*).

L'entreprise exerce son activité dans trois secteurs principalement, le nucléaire, la défense et plus récemment l'hydrogène. Elle traite avec des clients Grands Comptes comme Alstom (pour lequel la société est le 3<sup>ème</sup> fournisseur de solutions), EDF, Spie et autres.

Seres a généré un chiffre d'affaires de 14,7m€ au titre de l'exercice 2021, en tant que prestataire de référence pour des clients tels que EDF, Spie ou encore BNP Paribas.

Les deux marques de Seres Technologies sont présentées ci-après :

- **Seres**

La marque se spécialise en majeure partie dans la prévention des risques et la sûreté de fonctionnement. L'objectif étant de prévenir les risques en préservant la protection des salariés d'une part, et en maintenant des exigences et performances de sûreté d'autre part. La marque a pour vocation de toucher les secteurs du nucléaire, de la défense, de l'industrie et du transport.

- **Mekkatronix**

La marque propose différentes solutions d'ingénierie intervenant dans le développement de systèmes complexes. Mekkatronix se spécialise dans la conception de ces différents systèmes dans les domaines de la mécanique, l'électronique et les systèmes embarqués.



### 1.1.2.3 - Activité de Stedy

En 2018, les actionnaires de Seres Technologies envisageaient un projet de diversification, projet concrétisé en créant début 2019 le groupe Stedy. Ce projet avait pour vocation de se spécialiser sur les métiers de conseil en Technologie et Services numériques nouvelles générations.

Cependant, le projet a, durant ces 4 exercices, généré des pertes d'exploitation, forçant ainsi le Groupe Gorgé à limiter ses investissements au sein de l'entité. Néanmoins, la structure juridique a été conservée dans le but de répondre aux appels d'offres nécessitant un agrément CIR (Crédit Impôt Recherche).

La société a réalisé un chiffre d'affaires de 2,0m€ au titre de l'exercice 2021, pour partie réalisé avec les clients de Seres qui souhaitaient obtenir l'agrément CIR.

### 1.1.2.4 - Activité de Nucléation et sa filiale Baumert

Baumert est une société spécialisée dans le nucléaire et l'industrie, qui conçoit des portes techniques et des équipements de protection pour des sites sensibles. La société a été fondée en 1933, et est basée à Schaeffersheim, en Alsace. Groupe Gorgé a réalisé en 2007 l'acquisition de Baumert, dans le but de diversifier ses activités sur les secteurs de la protection et de la sécurité. La société emploie aujourd'hui 150 salariés qui accompagnent les différents clients dans la mise en œuvre de projets sur des sites sensibles.

Fort de plusieurs dizaines d'années d'expérience dans le nucléaire et dans l'industrie, la société répond aux plus hauts standards de sécurité et aux normes les plus strictes des sites sensibles : résistance au séisme, radioprotection, anti-inondation par exemple. De plus, Baumert offre à ses clients une gamme de services clés en main couvrant diagnostic technique, fabrication, certification, maintenance et rénovation.

La société a réalisé en 2021 un chiffre d'affaires de 24m€ qui se répartit entre la vente de projets et d'équipement (70%), l'enrubannage<sup>2</sup> (5%) et par de la maintenance et de la réparation (25%). La société opère surtout en France (environ 62% du CA), mais également en Europe et aux Etats-Unis. Baumert est un fournisseur de référence pour des acteurs du nucléaire tels que EDF, Eiffage ou encore Framatome.

## 1.1.3 - Description des différents marchés par société

### 1.1.3.1 - Marché de la protection incendie – VPI

Le marché de la protection incendie et de la sécurité est directement lié au marché du bâtiment et de la construction. Ainsi, ce marché dépend directement de la conjoncture mais également des différentes réglementations législatives.

Le marché est règlementé par l'ASPAD qui est une certification attestant de la qualité d'un système de sécurité incendie, et la NF SSI (Système de Sécurité Incendie) qui vérifie la conformité des produits aux normes et à des exigences techniques et qualité spécifiques. Les entités agissant dans ce secteur doivent donc constamment rester en phase avec les réglementations et s'adapter à chaque nouvelles normes mises en vigueur. Cela passe par une innovation constante et des investissements en recherche et développement pour faire face à la concurrence.

---

<sup>2</sup> Câbles et conduits CVC

Après la crise de la Covid-19, le marché de la sécurité et de la protection incendie connaît des perspectives intéressantes en France. En effet, les dynamiques de construction de bâtiments non résidentiels sont haussières, entraînant ainsi des besoins en matière de systèmes de sécurité. De plus, le contexte actuel de crise énergétique offre des nouvelles possibilités. La rénovation de bâtiments dans le but de couvrir les défaillances énergétiques permettra également la mise en place de nouveaux systèmes de sécurité, dont la protection incendie. Enfin, l'établissement de contrat de maintenance permet aux différentes sociétés de bénéficier de revenus récurrents, offrant ainsi une sécurité aux installateurs.

Cependant, il convient de noter que la crise actuelle vient impacter le prix des matières premières, et provoque certains problèmes vis-à-vis de l'approvisionnement. Les sociétés pourront donc voir leurs marges se dégrader à l'issue de l'exercice 2022.

Plus récemment, la hausse soudaine des taux d'intérêts découlant de l'inflation suite à la reprise post Covid-19 et au conflit en Ukraine pourraient réduire le rythme de construction de nouveaux bâtiments et de facto ralentir fortement la progression de l'activité de la protection incendie.

La concurrence reste également un facteur d'attention important dans le secteur de la sécurité et de la protection. En effet, certains pays étrangers ont l'opportunité de produire et d'offrir des services à plus bas coût. Le marché devra donc faire preuve de résilience afin de palier à ces nouvelles arrivées.

#### 1.1.3.2 - Marché des services d'ingénierie et d'études techniques – Seres

Les revenus des services d'ingénierie et de conseils techniques devraient progresser d'environ 8% en 2022 par rapport à 2021, appuyés par différents facteurs. En effet, on note une croissance de la demande de l'automobile et de l'aéronautique, propulsé par le plan de relance et les aides gouvernementales. Le secteur industriel est également en pleine croissance en raison de la digitalisation de ce dernier. Cette numérisation de l'industrie, dont les applications (logiciel de maintenance prédictive, suivi de production et de gestion des stocks, etc.) engendrent des opportunités d'affaires intéressantes pour les sociétés d'ingénierie et de conseils techniques. Enfin, la demande reste très importante et notable dans les secteurs de la défense ou de l'énergie, dans un contexte actuel de crise géopolitique et énergétique.

Il est prévu que le marché des services d'ingénierie connaisse une croissance future soutenue pour plusieurs raisons :

- L'amélioration de la demande : l'externalisation des prestations d'ingénierie est dû à la volonté des entreprises à rattraper leur retard technologique mais également par rapport aux délais du marché étant de plus en plus tendus.
- Une augmentation des dépenses de R&D : en 2021, les dépenses de R&D ont augmenté de 5%, dépassant ainsi les 35 Md€ (et excédant les dépenses d'avant crise Covid). Ces montants de recherche et développement restent toujours à haut niveau dans différentes branches telles que la défense et les sciences de la vie par exemple. Ces dépenses jugées stratégiques permettent aux différentes entités de rester compétitives et de palier aux manquements futurs.
- La digitalisation de l'industrie : de nombreux sujets en lien avec les nouvelles technologies viennent intensifier le marché des services d'ingénierie. En effet, les sujets de cybersécurité, *cloud* ou encore de *Big Data* sont au cœur du marché actuel. Les entreprises doivent investir massivement dans le numérique pour ne pas être dépassées et garder leurs avantages concurrentiels.

Enfin, certains facteurs de tensions restent à noter sur ce marché malgré sa forte croissance. Le recrutement se faisant de plus en plus difficile, cela force les entités du marché à proposer des salaires plus élevés et à augmenter leurs coûts de recrutement, venant ainsi diminuer leurs marges.

### 1.1.3.3 - Marché du nucléaire – Baumert

L'énergie nucléaire représentait en 2021, 10% de la production mondiale d'électricité, se positionnant ainsi derrière les énergies fossiles (61%), et l'hydroélectricité (16%). L'éolien et le solaire, représentant respectivement 6% et 3% de la production électrique mondiale, restent encore en marge par rapport aux différentes sources de production. La puissance nucléaire mondiale repose sur plus de 400 réacteurs nucléaires en exploitation répartis dans plus de 30 pays (à fin 2021).

On compte une augmentation du nombre de projets nucléaires en Europe, notamment en France, au Royaume-Uni et dans la zone Est du continent européen. Cette tendance est également visible du côté du Proche-Orient, ainsi qu'en Amérique Latine. De plus, de nombreuses centrales nucléaires (environ 130) sont en phase d'étude ou d'autorisation dans le monde, la Chine et l'Inde se positionnant notamment parmi les principaux constructeurs.

En France où Baumert a fourni des portes dans de nombreuses centrales nucléaires, six nouveaux réacteurs « EPR 2 » devraient être lancés d'ici à 2050, avec une option pour huit supplémentaires, a annoncé en février 2022 le gouvernement français. Une première mise en service est attendue à l'horizon 2035, ce qui pourrait engendrer des premières commandes de portes dès 2027.

La croissance du marché du nucléaire repose sur plusieurs points clés tels que :

- Les normes de sécurité du nucléaire ont fortement été renforcées, notamment depuis les accidents ayant eu lieu à Fukushima en 2011. Les acteurs de la protection de sites nucléaires sont ainsi amenés à avoir des opportunités commerciales.
- La crise énergétique et le conflit Russie-Ukraine sont également des points notables pour le secteur du nucléaire. En effet, la transition énergétique force les pays à se positionner sur des énergies plus propres. Ensuite, le contexte conflictuel soulève le sujet d'indépendance énergétique pour les différentes nations européennes.
- Le vieillissement des centrales nucléaires représente aussi une opportunité pour les entreprises de protection. De nombreux réacteurs, ayant été construits pendant les années 70, nécessitent désormais une maintenance importante.

Enfin, le parc nucléaire mondial représentait en 2021, près de 395 Giga Watt. En se positionnant sur des perspectives optimistes, cette capacité nucléaire pourrait atteindre d'ici 30 ans, environ 792 GW. Cela offrira nécessairement des opportunités dans le futur pour Baumert et les différentes entreprises du secteur.

### 1.1.4 - Etats financiers du pôle ISP

Groupe Gorgé présente historiquement ses comptes consolidés en normes IFRS, comptes qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021.

De ce fait, les *reporting* des sociétés du pôle ISP sont également présentés en normes IFRS.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont fondés sur des états financiers historiques et prévisionnels qui intègrent les effets des normes IFRS et notamment la norme IFRS 16 (comme les *reporting* 2019, 2020 et 2021 ainsi que les plans d'affaires des sociétés du pôle ISP) relative aux loyers opérationnels et que nous avons retraités afin de se baser sur des agrégats financiers n'intégrant pas les effets de cette norme pour les besoins de notre valorisation.

### 1.1.4.1 - Performance financière historique 31 décembre 2019 – 30 juin 2022

#### 1.1.4.2 - VPI

Le *reporting* consolidé de VPI intègre les résultats des entités suivantes<sup>3</sup> : CLF Satrem, SVF, Amopsi et Sprinklab. L'ensemble des sociétés du pôle clôturent leurs comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat consolidé synthétique des trois derniers exercices ainsi que la situation au 30 juin 2022, issus du *reporting* du Groupe Gorgé en normes IFRS, se présentent comme suit :

<b>VPI - Compte de résultat</b>				
<b>En k€</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022</b>
	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>6 mois</b>
	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>42 089</b>	<b>40 656</b>	<b>48 928</b>	<b>25 079</b>
<i>Croissance (%)</i>	1,8%	-3,4%	20,3%	<i>n.a</i>
Charges sur affaires	-30 606	-28 418	-35 589	-17 943
<b>Marge sur affaires</b>	<b>11 483</b>	<b>12 238</b>	<b>13 339</b>	<b>7 136</b>
<i>En % du CA</i>	27,3%	30,1%	27,3%	28,5%
Frais sur personnel indirect	-5 497	-5 519	-6 589	-3 519
Frais généraux	-3 704	-3 453	-3 878	-2 221
Frais de R&D non activés	-52	-22	0	0
Participation des salariés et intéressement	-294	-359	-290	-164
Subventions et royalties	0	6	18	6
Impôts taxes	-169	-229	-191	-86
CIR	16	0	0	0
Provisions (-) / Reprises sur Prov.(+)	-473	-443	-110	-53
<b>EBITDA</b>	<b>1 310</b>	<b>2 219</b>	<b>2 298</b>	<b>1 098</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	3,1%	5,5%	4,7%	4,4%
Dotations aux amortissements	-252	-220	-242	-123
Amortissements de la R&D	-16	-24	-24	-12
<b>Résultat Opérationnel Courant (EBIT)</b>	<b>1 042</b>	<b>1 975</b>	<b>2 032</b>	<b>963</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	2,5%	4,9%	4,2%	3,8%
Eléments non courants du résultat opérationnel	3 437	0	0	0
<b>Résultat Opérationnel</b>	<b>4 479</b>	<b>1 975</b>	<b>2 032</b>	<b>963</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	10,6%	4,9%	4,2%	3,8%
Résultat financier	-295	-746	-265	31
Impôts différés	-196	101	81	-49
Impôt sur les sociétés*	-536	-789	-674	-319
<b>Résultat net</b>	<b>3 452</b>	<b>541</b>	<b>1 174</b>	<b>626</b>
<i>dont :</i>				
<i>Part des minoritaires</i>	27	28	41	23
<i>Part du Groupe</i>	3 425	513	1 133	603
<b>Agregats en % du chiffre d'affaires</b>				
Frais sur personnel indirect	-13,1%	-13,6%	-13,5%	-14,0%
Frais généraux	-8,8%	-8,5%	-7,9%	-8,9%
Dotations aux amortissements	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

<sup>3</sup> La SCI Les Portes, qui détient une partie de l'actif immobilier exploité par VPI, a été acquise en mai 2022 par VPI. Par conséquent, elle n'est pas intégrée dans l'analyse de la performance financière historique

<b>EBITDA</b>	<b>1 310</b>	<b>2 219</b>	<b>2 298</b>	<b>1 098</b>
R&D Capitalisée	-111	-4	-	
CVAE	-236	-265	-150	
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>964</b>	<b>1 950</b>	<b>2 148</b>	
<b>EBIT</b>	<b>1 042</b>	<b>1 975</b>	<b>2 032</b>	<b>963</b>
CVAE	-236	-265	-150	
<b>EBIT ajusté</b>	<b>807</b>	<b>1 710</b>	<b>1 882</b>	

Source : Reporting au 31 décembre 2019,2020 et 2021 et la situation au 30 juin 2022 de VPI

\*dont CVAE

n.a - non applicable

## Chiffre d'affaires

L'activité de VPI est constituée à environ 40% de missions récurrentes (services et maintenance) et 60% de travaux neufs et extensions. La durée des projets peut aller de 12 mois (pour un projet de 1m€) à 2-3 ans (pour un projet de 6m€ à 8m€) et le chiffre d'affaires est reconnu à l'avancement de travaux.

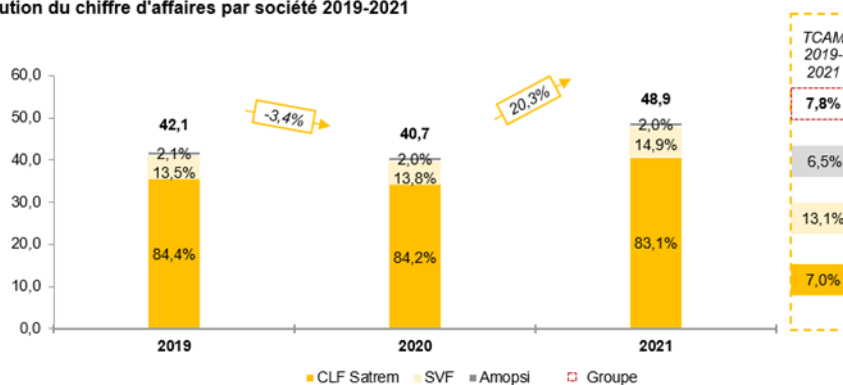
Le chiffre d'affaires de VPI est réalisé intégralement en France.

Il est porté principalement par les activités de la société CLF Satrem, qui représente 83,1% du chiffre d'affaires en 2021 (société spécialisée dans la conception, le montage, l'intégration et la maintenance de solutions fixes de protection incendie) et de sa filiale, la société SVF, qui représente 14,9% du chiffre d'affaires en 2021 (société spécialisée dans les menuiseries vitrées résistantes au feu).

Amopsi est un bureau d'étude, composé de six salariés, spécialisé dans la conception d'installations fixes destinées à maîtriser les risques incendie. A ce jour, l'activité contribue peu à la création du chiffre d'affaires (2% environ).

La société Sprinklab, a été créée en septembre 2021 dans le but de proposer des formations aux métiers de la protection incendie. Au vu de son démarrage récent, l'activité n'a dégagé aucun chiffre d'affaires sur la période 2019-2021.

Evolution du chiffre d'affaires par société 2019-2021



Source : Reporting au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 de VPI

Sur la période 2019-2021, la croissance du chiffre d'affaires est portée principalement par l'activité de CLF Satrem.

Malgré l'impact de la crise sanitaire en 2020, VPI affiche un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 7,8% sur la période 2019-2021, cette croissance organique étant portée par des projets de plus grande dimension (jusque 7m€ à 8m€) et la société ayant remporté de nombreux contrats de services multisites (maintenance de plus de 800 sites au niveau national). Les activités du

pole VPI bénéficient par ailleurs d'un climat réglementaire favorable sur cette période. SVF connaît la croissance annuelle moyenne la plus soutenue sur la période (13,1%).

À la suite de la baisse d'activité observée en 2020 du fait du Covid-19, un rebond de l'activité est constaté dès 2021 avec un chiffre d'affaires global en forte hausse (+20,3%), lié au report causé par la crise sanitaire de projets initialement prévus en 2020.

Au 30 juin 2022, le chiffre d'affaires de VPI s'élève à 25,1m€, la société disposant par ailleurs d'un carnet de commande de 61,7m€ à cette date.

Le chiffre d'affaires budgété pour l'année 2022 devrait s'établir à 52,2m€, faisant ressortir un taux de croissance de 6,7%.

Nous comprenons que le maintien de ce niveau de croissance devrait s'avérer difficile post 2022 au regard du contexte macroéconomique (inflation et hausse des taux d'intérêts qui en découle) qui devrait freiner l'activité dans le secteur de la construction et du BTP qui est cyclique et sur lequel repose le volume d'affaires de VPI.

### Marge sur affaires

La marge sur affaires est calculée en déduisant les coûts de main d'œuvre, les achats de matériel, les coûts de déplacements et les frais de location nécessaires à la réalisation des chantiers.

Le taux de marge sur affaires évolue entre 27% et 30% de 2019 à 2021 selon les années, la société ayant renforcé depuis l'opération de LBO « interne » réalisé en 2019 la structure de management de projets (chargés d'affaires).

Le taux de marge sur affaires s'établit à 28,5% au 30 juin 2022.

Elle intègre depuis début 2022 les hausses de salaire sur la main d'œuvre directe liées aux tensions sur le recrutement et au contexte inflationniste.

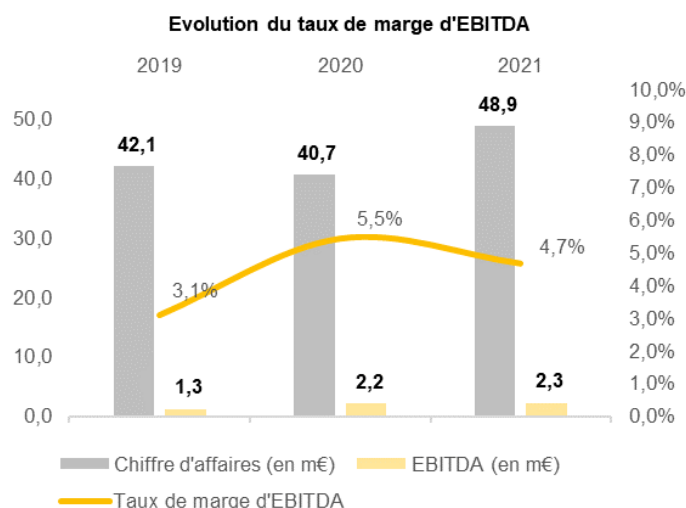
La société achète par ailleurs son matériel en Chine. La pénurie de matériaux (tubes, matériel spécifique, têtes de sprinkler, les terminaux pièces maitresses) impacte les prix d'achat à la hausse.

### L'EBITDA<sup>4</sup>

L'évolution de la marge d'EBITDA de VPI sur la période 2019-2021 (sur la base du *reporting* consolidé de VPI établi en normes IFRS) est présentée ci-après :

---

<sup>4</sup> Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization



Les charges opérationnelles courantes de VPI se composent principalement de coûts d'achats de marchandises, de charges de personnel (main d'œuvre directe et indirecte) et des frais généraux.

Les frais du personnel indirect correspondent à la masse salariale des fonctions supports de la société : administratif (32,8%), commercial (21,6%), et direction générale et financière notamment. Ils représentent 6,6m€, soit 13,7% du chiffre d'affaires en 2021, contre 5,5m€ soit 13,1% du chiffre d'affaires en 2019, leur augmentation étant liée au renforcement des processus de revue des affaires en lien avec la montée en puissance de VPI sur des projets de plus grande taille et à la rationalisation des activités de SVF.

Les frais généraux s'élèvent à 3,9m€ en 2021 contre 3,7m€ en 2019, soit un TCAM de 7,5%. Ils comprennent les loyers de 12 implantations en région et les locations/crédit baux de matériels et véhicules qui s'élèvent à 1,1m€ en 2021, soit 30% du total des frais généraux. Les autres frais généraux sont constitués principalement de frais d'assurances, des postes d'entretien, réparations et maintenance, ainsi que des frais de déplacement, d'eau, de gaz, d'électricité et de carburant. Les frais généraux diminuent toutefois en valeur relative du fait de la meilleure absorption des frais fixes.

L'EBITDA s'élève à 2,2m€ (5,5% du chiffre d'affaires) en 2020, contre 1,3m€ (3,1% du chiffre d'affaires) en 2019. Cette augmentation de la profitabilité en 2020 est notamment attribuable à l'amélioration de la marge sur affaires.

La dégradation du taux de marge d'EBITDA en 2021 (4,7%) est directement corrélée à la réorganisation de l'entité SVF.

La stabilité du taux de marge d'EBITDA observée à fin juin 2022 (4,4%) résulte des effets combinés de l'amélioration de la marge sur affaires par rapport à 2021 compensée par la hausse des frais sur personnel indirect et des frais généraux dans un contexte de tension sur les recrutements et d'inflation sur les frais généraux.

#### Le résultat opérationnel courant (EBIT<sup>5</sup>)

L'EBIT de VPI suit la même tendance que l'EBITDA, les dotations aux amortissements étant non significatives (0,6% du chiffre d'affaires en moyenne) au regard de la faible intensité capitalistique

<sup>5</sup> Earnings Before Interest & Taxes

de VPI en lien avec son activité de services (le matériel installé n'étant pas produit par VPI et ne nécessitant par conséquent pas d'immobilisations corporelles).

En 2021, la marge d'EBIT consolidé de VPI s'établit à 2,0m€ soit 4,2% du chiffre d'affaires contre 1,9m€ (4,9% du chiffre d'affaires) en 2020 et 1,0m€ en 2019 (2,5% du chiffre d'affaires). Le taux de marge d'EBIT au 30 juin 2022 s'élève à 3,8% du chiffre d'affaires.

Les dotations aux amortissements restent relativement stables sur les trois dernières années et n'impactent pas les performances de la société. L'entreprise enregistre des amortissements sur la R&D capitalisée qui s'élèvent à 24k€ en 2020 et 2021, qui correspond aux frais engagés pour le développement des nouvelles portes coupe feux de la société SVF.

#### Le résultat financier

Le résultat financier découle principalement de la charge d'intérêt issue de la dette bancaire et obligataire.

#### Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à 1,2m€ en 2021 contre 0,5m€ en 2019. Il comprend également un produit d'impôts différés de 0,1m€ ainsi qu'une charge d'impôt sur les sociétés qui intègre la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE).

La hausse du résultat net entre 2020 et 2021 découle de l'évolution de l'EBITDA et s'explique également par un meilleur résultat financier enregistré pour l'exercice 2021.

#### EBITDA et EBIT ajusté

L'EBITDA a été ajusté des charges de R&D capitalisées ainsi que de la charge de la CVAE (comptabilisé dans l'impôt sur les sociétés). De ce fait, l'EBITDA ajusté s'élève à 0,9m€ en 2019, à 1,9m€ en 2020 et à 2,1m€ en 2021.

Dans nos travaux, nous avons retenu un EBIT retraité de la CVAE. Ainsi, l'EBIT retraité retenu s'élève à 0,8m€ en 2019, à 1,7m€ en 2020 et à 1,9m€ en 2021.



### 1.1.4.3 - Seres

<b>Seres - Compte de résultat</b>				
<b>En k€</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022</b>
	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>6 mois</b>
	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>9 496</b>	<b>10 161</b>	<b>14 706</b>	<b>8 205</b>
<i>Croissance (%)</i>	21,5%	7,0%	44,7%	<i>n.a</i>
Charges sur affaires	-6 165	-6 733	-9 344	-5 308
<b>Marge sur affaires</b>	<b>3 331</b>	<b>3 428</b>	<b>5 362</b>	<b>2 897</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	35,1%	33,7%	36,5%	35,3%
Frais sur personnel indirect	-1 219	-1 382	-1 831	-860
Frais généraux	-812	-964	-1 132	-716
Frais de R&D	-534	-774	-1 289	-863
Participation des salariés et intéressement	-96	0	-158	-67
Subventions et royalties	0	0	113	32
Impôts taxes	-27	-37	-35	-20
CIR	290	344	765	497
Provisions (-) / Reprises sur Prov.(+)	-34	-46	-38	24
<b>EBITDA</b>	<b>899</b>	<b>569</b>	<b>1 757</b>	<b>924</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	9,5%	5,6%	11,9%	11,3%
Dotations aux amortissements	-103	-116	-155	-89
Amortissement de la R&D	-6	-24	-24	-12
<b>Résultat Opérationnel Courant (EBIT)</b>	<b>790</b>	<b>429</b>	<b>1 578</b>	<b>823</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	8,3%	4,2%	10,7%	10,0%
<b>Résultat Opérationnel</b>	<b>790</b>	<b>428</b>	<b>1 578</b>	<b>823</b>
Résultat financier	-20	-33	-30	-17
Impôts différés	27	0	44	0
Impôt sur les sociétés*	-228	-126	-290	-131
<b>Résultat net</b>	<b>569</b>	<b>269</b>	<b>1 302</b>	<b>675</b>
<i>dont :</i>				
<i>Part du Groupe</i>	342	161	781	405
<i>Part des minoritaires</i>	227	108	521	270
<b>Agregats en % du chiffre d'affaires</b>				
Frais sur personnel indirect	-12,8%	-13,6%	-12,5%	-10,5%
Frais généraux	-8,6%	-9,5%	-7,7%	-8,7%
CIR	3,1%	3,4%	5,2%	6,1%
Dotations aux amortissements	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%
Amortissement de la R&D	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,1%
<b>EBITDA</b>	<b>899</b>	<b>569</b>	<b>1 757</b>	<b>924</b>
R&D Capitalisée	-86	0	0	
CVAE	-102	-126	-93	
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>712</b>	<b>443</b>	<b>1 664</b>	
<b>EBIT</b>	<b>790</b>	<b>429</b>	<b>1 578</b>	<b>823</b>
CVAE	-102	-126	-93	
<b>EBIT ajusté</b>	<b>689</b>	<b>303</b>	<b>1 485</b>	

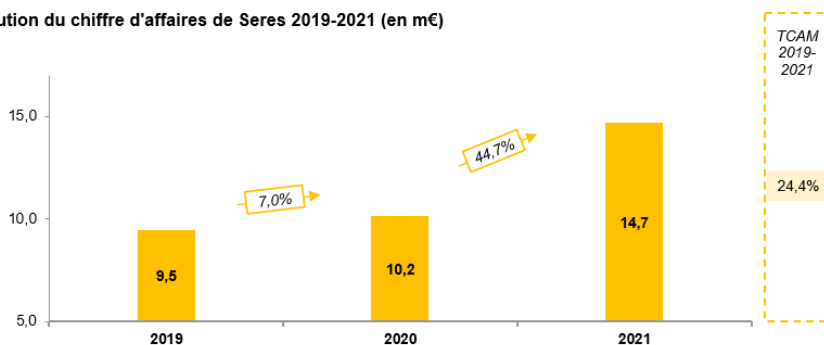
Source : Reporting au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 et 30 juin 2022 de Seres

\*dont CVAE

## Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Seres est réalisé en France.

Evolution du chiffre d'affaires de Seres 2019-2021 (en m€)



Source : Reporting au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 de Seres

Le chiffre d'affaires s'élève à 14,7m€ en 2021 contre 10,1m€ en 2020, soit une croissance de 44,7% et un TCAM entre 2019 et 2021 de 24,4%.

Cette croissance s'explique par plusieurs facteurs favorables : un marché porteur, un positionnement de spécialiste sur des marchés techniques, une reconnaissance du savoir-faire par ses clients et une stratégie commerciale dynamique.

La croissance est également portée par l'ouverture d'un nouveau secteur adressé par Seres, qui est très porteur : l'hydrogène.

## La marge sur affaires

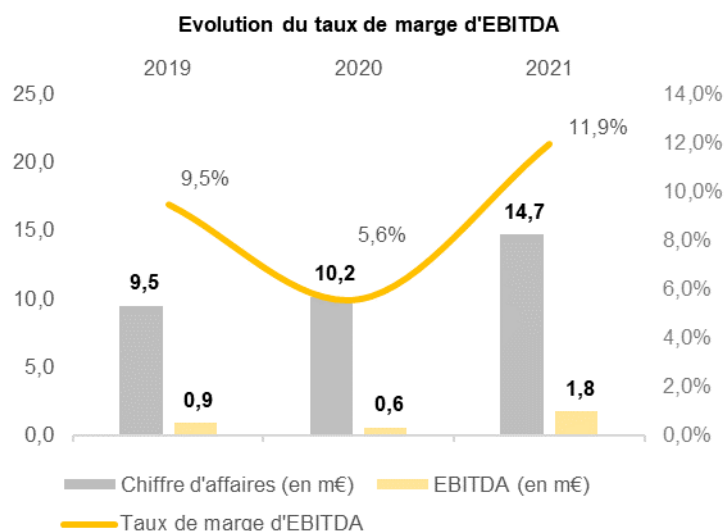
Les charges sur affaires sont constituées essentiellement (environ 90%) du coût de la main d'œuvre directe.

La marge sur affaires évolue entre 33,7% (2020) et 36,5% (2021) sur la période 2019-2021.

Etant une société de conseil, la société reste très sensible à la pénurie d'une main d'œuvre qualifiée, d'autant plus que certains clients profitent de la qualification de salariés de Seres pour les débaucher. Le management de la société a été contraint de mettre en place des mesures pour limiter ce type de pratique.

## L'EBITDA

L'évolution de la marge d'EBITDA de Seres sur la période 2019-2021 (sur la base du reporting établi en normes IFRS) est présentée ci-après :



La marge d'EBITDA est impactée principalement par le coût de la main d'œuvre indirecte et les frais généraux. Elle intègre également des frais de R&D et du CIR.

L'équipe support se compose de plusieurs pôles : Direction RH (4 personnes), recrutement (5 personnes), finance (4 salariés), marketing (2 personnes), DAF (1 personne), commerciaux (6 salariés dans le Sud de la France, 3 localisés à Lyon et 1 sur Paris), chargé technique (5 personnes).

Du fait de ses implantations, les frais sur personnel indirect se composent à près de 70% des charges de personnel des responsables et directeurs d'agence ainsi que du pôle administration et finance. Ces charges progressent de 1,2m€ à 1,8m€ sur la période à un rythme toutefois moins soutenu que l'activité. La forte augmentation sur l'exercice 2021 s'explique par l'embauche d'une vingtaine de personnes dans l'agence de Lyon.

Les frais généraux s'élèvent à 1,1m€ en 2021 contre 0,8m€ en 2019, soit un TCAM de 14,2% sur la période. Ils représentent en moyenne 8% du chiffre d'affaires sur la période historique. La société supporte des charges locatives et de loyers liés à la flotte de véhicules qui s'élèvent à 0,4m€ en 2021, soit plus de 30% des frais généraux. Au vu de la croissance des équipes et pour rester compétitif, le management a pris la décision de changer son siège social à Marseille pour un emplacement plus moderne et stratégique et de doubler les superficies pour les agences de Lyon et Aix-en-Provence, impactant les frais généraux sur l'année 2022.

La société a développé un pôle de R&D permettant de renforcer son positionnement d'expert technique sur des marchés d'avenir à haute valeur ajoutée (transports autonomes, mobilité hydrogène, maintenance prédictive, etc.) tout en optimisant son taux d'occupation. Ces projets de R&D constituent également un excellent levier managérial permettant d'attirer et de retenir les talents. De ce fait, la société supporte des frais de R&D en augmentation de 2019 à 2021 compensé partiellement par le CIR auquel ces dépenses sont éligibles.

L'EBITDA s'élève à 0,6m€ (5,6% du chiffre d'affaires) en 2020, contre 0,9m€ (9,5% du chiffre d'affaires) en 2019. Cette baisse de la rentabilité s'explique par une augmentation forte des charges d'exploitation qui n'ont pas pu être répercutées sur les prix de vente des prestations d'ingénierie.

La hausse du taux de marge d'EBITDA en 2021 (11,9% à 1,7m€) s'explique par l'obtention de nouveaux marchés porteurs et générateurs de davantage de marge.

La légère dégradation du taux de marge d'EBITDA observé à fin juin 2022 (11,3%) découle de la baisse de la marge sur affaires dans un contexte d'inflation sur les salaires des ingénieurs et de la hausse des frais généraux du fait du changement de siège social et de la hausse des superficies des agences de Lyon et Aix-en-Provence.

### Le résultat opérationnel courant (EBIT)

L'EBIT de Seres suit la même tendance que l'EBITDA, les dotations aux amortissements étant non significatives (1,2% à 1,4% du chiffre d'affaires sur la période) au regard de la faible intensité capitalistique de Seres en lien avec son activité de service.

En 2021, la marge d'EBIT s'établit à 1,6m€ soit 10,7% du chiffre d'affaires contre 0,4m€ (4,2% du chiffre d'affaires) en 2020 et 0,8m€ en 2019 (8,3% du chiffre d'affaires). Le taux de marge d'EBIT enregistré au 30 juin 2022 s'élève à 10,0%.

Les dotations aux amortissements restent relativement stables sur les trois dernières années et n'impactent pas significativement les performances de la société. L'entreprise enregistre des amortissements liés à la R&D capitalisée qui s'élèvent à 24k€ en 2020 et 2021, et qui correspondent aux frais engagés pour le développement des nouvelles solutions pour le logiciel Mekkatronix.

### Le résultat financier

Seres n'étant quasiment pas endettée financièrement, son résultat financier est non significatif et s'élève à 30k€ en 2021.

### Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à 1,3m€ en 2021 contre 0,3m€ en 2020.

Il comprend également un produit d'impôts différés de 44k€ ainsi qu'une charge d'impôt sur les sociétés qui intègre la Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE).

### EBITDA et EBIT ajusté

L'EBITDA a été ajusté des charges de R&D capitalisée ainsi que de la charge de la CVAE. De ce fait, l'EBITDA ajusté s'élève à 0,7m€ en 2019, à 0,4m€ en 2020 et à 1,6m€ en 2021.

Dans nos travaux nous avons retenu également un EBIT retraité de la CVAE. Ainsi, l'EBIT retraité s'élève à 0,7m€ en 2019, à 0,3m€ en 2020 et à 1,5m€ en 2021.

#### 1.1.4.4 - Stedy

<b>Stedy - Compte de résultat</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>
	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>0</b>	<b>158</b>	<b>1 952</b>
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.d</i>	<i>n.d</i>	<i>1135,4%</i>
Charges sur affaires	0	-132	-1 646
<b>Marge sur affaires</b>	<b>0</b>	<b>26</b>	<b>306</b>
<i>En % du CA</i>	<i>n.d</i>	<i>16,5%</i>	<i>15,7%</i>
Frais sur personnel indirect	-169	-386	-726
Frais généraux	-382	-656	-633
Frais de R&D non activés	0	-1	0
Impôts taxes	-1	0	-1
Provisions (-) / Reprises sur Prov.(+)	0	0	-8
<b>EBITDA</b>	<b>-552</b>	<b>-1 017</b>	<b>-1 062</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>n.d</i>	<i>-643,7%</i>	<i>-54,4%</i>
Dotations aux amortissements	-1	-34	-65
Amortissements de la R&D	0	-242	-267
<b>Résultat Opérationnel Courant (EBIT)</b>	<b>-553</b>	<b>-1 293</b>	<b>-1 394</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>n.d</i>	<i>-818,4%</i>	<i>-71,4%</i>
Résultat financier	0	-14	-30
Impôt sur les sociétés	-1	0	0
<b>Résultat net</b>	<b>-554</b>	<b>-1 307</b>	<b>-1 424</b>
<b>Agregats en % du chiffre d'affaires</b>			
Frais sur personnel indirect	<i>n.a</i>	<i>-244,3%</i>	<i>-37,2%</i>
Frais généraux	<i>n.a</i>	<i>-415,3%</i>	<i>-32,4%</i>
Dotations aux amortissements	<i>n.a</i>	<i>-21,5%</i>	<i>-3,3%</i>
Amortissement de la R&D	<i>n.a</i>	<i>-153,2%</i>	<i>-13,7%</i>

Source : Reporting au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 de Stedy

Le chiffre d'affaires historique de Stedy correspond à du conseil en Technologies et en Services numériques développé sur la base d'une nouvelle approche ainsi qu'auprès de clients de Seres voulant bénéficier de l'agrément CIR.

Les charges sur affaires sont dues essentiellement à de la sous-traitance de salariés de la société Seres.

### 1.1.4.5 - Baumert

<b>Baumert - Compte de résultat</b>				
<b>En k€</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022</b>
	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>6 mois</b>
	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>	<b>Réel</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>28 088</b>	<b>25 839</b>	<b>23 525</b>	<b>11 135</b>
<i>Croissance (%)</i>	1,4%*	-8,0%	-9,0%	<i>n.a</i>
Charges sur affaires	-20 796	-20 531	-21 343	-9 121
<b>Marge sur affaires</b>	<b>7 292</b>	<b>5 308</b>	<b>2 182</b>	<b>2 014</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	26,0%	20,5%	9,3%	18,1%
Frais sur personnel indirect	-4 010	-3 503	-3 598	-2 106
Frais généraux	-3 169	-2 822	-3 115	-1 618
Frais de R&D non activés	-180	-237	-28	0
Subventions et royalties	8	5	19	15
Impôts taxes	-90	-72	-54	-48
CIR	159	363	59	36
Provisions (-) / Reprises sur Prov.(+)	-123	-79	-1 242	174
<b>EBITDA</b>	<b>-113</b>	<b>-1 037</b>	<b>-5 777</b>	<b>-1 534</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	-0,4%	-4,0%	-24,6%	-13,8%
Dotations aux amortissements	-313	-216	-293	-203
Amortissement de la R&D	-442	-509	-378	-240
<b>Résultat Opérationnel Courant (EBIT)</b>	<b>-868</b>	<b>-1 762</b>	<b>-6 448</b>	<b>-1 977</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	-3,1%	-6,8%	-27,4%	-17,8%
Coût de restructuration	0	-78	-23	-908
Dépréciations / Prov. R & C exceptionnelles	0	-955	0	0
Autres	-124	-20	0	0
<b>Résultat Opérationnel</b>	<b>-992</b>	<b>-2 815</b>	<b>-6 471</b>	<b>-2 885</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	-3,5%	-10,9%	-27,5%	-25,9%
Résultat financier	-266	-516	-353	-88
Impôt sur les sociétés**	-144	-138	-58	-33
<b>Résultat net</b>	<b>-1 402</b>	<b>-3 469</b>	<b>-6 882</b>	<b>-3 006</b>
<i>dont :</i>				
<i>Part du Groupe</i>	-1 400	-3 467	-6 879	-3 005
<i>Part des minoritaires</i>	2	2	3	1
<b>Agregats en % du chiffre d'affaires</b>				
Frais sur personnel indirect	-14,3%	-13,6%	-15,3%	-18,9%
Frais généraux	-11,3%	-10,9%	-13,2%	-14,5%
Impôts taxes	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,4%
CIR	0,6%	1,4%	0,3%	0,3%
Dotations aux amortissements	-1,1%	-0,8%	-1,2%	-1,8%
Amortissement de la R&D	-1,6%	-2,0%	-1,6%	-2,2%
<b>EBITDA</b>	<b>-113</b>	<b>-1 037</b>	<b>-5 777</b>	<b>-1 534</b>
R&D Capitalisée	-987	-602	-401	
CVAE	-171	-132	-52	
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>-1 271</b>	<b>-1 771</b>	<b>-6 230</b>	
<b>EBIT</b>	<b>-868</b>	<b>-1 762</b>	<b>-6 448</b>	<b>-1 977</b>
CVAE	-171	-132	-52	
<b>EBIT ajusté</b>	<b>-1 039</b>	<b>-1 894</b>	<b>-6 500</b>	

Source : Reporting au 31 décembre 2019, 2020 et 2021 et 30 juin 2022 de Baumert

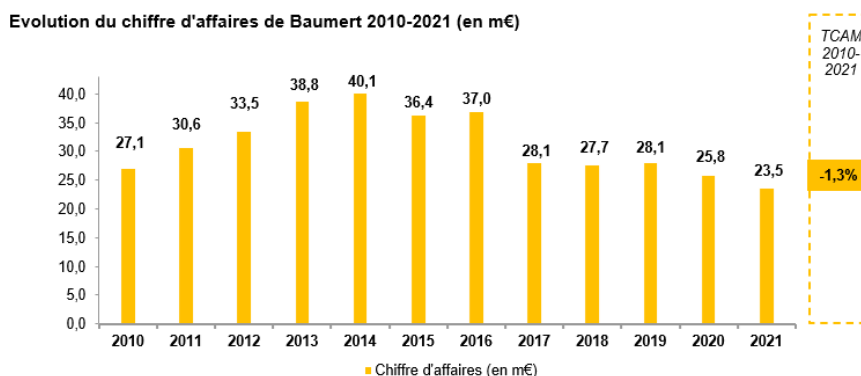
\* Le chiffre d'affaires après la sortie du périmètre effective de SFV (division bâtiment de Baumert) au 1er juillet 2018 (environ 5m€ de CA d'impact)

\*\* CVAE

## Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de la société Baumert résulte de la commercialisation des équipements de protection pour sites sensibles, principalement dans l'industrie du nucléaire.

Le graphique ci-dessous met en exergue les évolutions du chiffre d'affaires depuis 2010, cette analyse permettant d'observer l'impact de la fin des contrats en Chine sur la performance de la société.



De 2010 à 2016, le chiffre d'affaires passe de 27,1m€ à 37,0m€ soit un TCAM de 5,3%. La société enregistre son plus grand chiffre d'affaires en 2014 avec 40,1m€.

Ces années se caractérisent par un marché porteur, des affaires notables bien gérées en France (à Flamanville notamment) et à l'étranger (Chine et Finlande), ainsi que par une gestion opérationnelle efficace.

La baisse d'activité observée en 2017 est directement liée à la fin des contrats en Chine, quelques affaires significatives mal chiffrées et l'absence de contrats significatifs en France.

Le chiffre d'affaires s'élève à 23,5m€ en 2021 contre 25,8m€ en 2020, soit une baisse de -9,0% en 2021 et un TCAM depuis 2019 de -8,5%. Cette réduction de l'activité s'explique principalement par une baisse des prises de commandes en 2019 à la suite du ralentissement du secteur du nucléaire ainsi que par la crise sanitaire qui a impacté l'avancement des chantiers.

## La marge sur affaires

La marge sur affaires est constituée du coût de la main d'œuvre directe et des achats de matières premières.

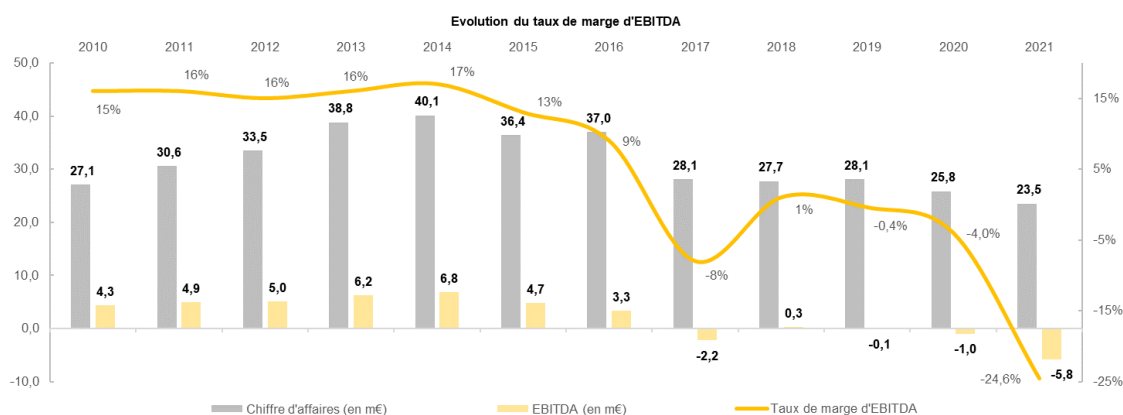
La marge sur affaires passe de 20,5% en 2020 à seulement 9,3% en 2021.

Cette évolution de la marge sur affaires en 2021 s'explique principalement par les facteurs suivants : une affaire ITER extrêmement difficile, des affaires en cours à faible taux de marge, des dégradations des marges de plusieurs affaires (dues à des questions de gestion de projet et constatées pour partie avec un effet retard en 2021), de la contribution négative de la maintenance.

Le management de la société prévoit un retournement positif de situation pour l'année 2022. En effet, au 30 juin 2022, le taux de marge sur affaires s'élève à 18,1%.

## L'EBITDA

Les évolutions des marges d'EBITDA réalisées depuis 2010 sont présentées dans le graphique ci-dessous :



L'activité de Baumert entre 2010 et 2016 est soutenue avec une croissance significative du chiffre d'affaires jusqu'en 2014 et des niveaux de marge d'EBITDA supérieurs à 15%. L'activité est en recul de près de 10% entre 2014 et 2016, ce qui a pour conséquence la dégradation du taux de marge d'EBITDA à 9%.

A partir de 2017, les résultats se dégradent fortement. Plusieurs facteurs expliquent cette dégradation notable. Tout d'abord, des contrats significatifs ont pris fin en Chine, pays dans lequel les niveaux de marge étaient plus élevés et qui a réussi au fur et à mesure des années à faire émerger des acteurs du nucléaire locaux. Par ailleurs, la réduction de l'activité décrite préalablement ne permet plus l'absorption des coûts fixes de la société. Enfin, de nombreux changements organisationnels ont perturbé l'activité de la société, provoquant ainsi la baisse des résultats.

La société n'est depuis jamais revenue sur les niveaux de marge réalisés avant 2016.

Nous comprenons que Baumert a désormais une stratégie de renforcement du développement sur le marché français ainsi qu'une ouverture vers le marché anglais.

Sur les trois dernières années (2019-2021), la dégradation de la marge d'EBITDA s'explique principalement par la dégradation de la marge sur affaires et par la stabilité des frais généraux (principalement des charges fixes) en dépit de la baisse d'activité observée de 2019 à 2021 (-8,5%).

Après avoir connu une légère baisse en 2020, les coûts de main d'œuvre indirecte restent stables à 3,6m€ en 2021. En 2021, les postes les plus importants sont les commerciaux (24,7%), les employés d'usine (19,5%), les salariés du pôle finance (11,5%) et salariés des agences (11,3%).

Les frais généraux s'élèvent à 3,1m€ en 2021 contre 2,8m€ en 2020 et 3,2m€ en 2019. La société supporte des charges fixes comme les loyers, les locations/crédits baux de matériels et véhicules qui s'élèvent pour 0,8m€ en 2021, soit 36,7%.

L'EBITDA s'élève à -5,8m€ (-24,6% du chiffre d'affaires) en 2021, contre -0,1m€ (-0,4% du chiffre d'affaires) en 2019. Cette baisse de la rentabilité s'explique par une baisse importante de l'activité de la société, une dégradation du niveau de marge sur affaires, et une structure de coûts fixes restant à un niveau élevé.

Sur le premier semestre de l'exercice 2022, le taux de marge d'EBITDA reste négatif et s'élève à -13,8%. Selon le management, la société devrait être en mesure de redresser la situation d'ici la fin d'année pour améliorer son niveau de rentabilité.



### Le résultat opérationnel courant (EBIT)

La marge d'EBIT est impactée par les dotations aux amortissements et les amortissements de la R&D. En effet, la société a investi récemment dans une nouvelle ligne de production dédiée à la fabrication de sa « porte Agil ». L'entreprise a également supporté historiquement des dépenses de R&D pour concevoir de nouveaux produits et rester compétitive sur le marché du nucléaire.

Nous comprenons que la société ne devrait pas dans les années à venir continuer à capitaliser ses frais de R&D dans la mesure où elle n'a plus de nouveaux projets de développement en cours (la porte Agil étant désormais commercialisée).

En 2021, la marge d'EBIT s'établit à -6,4m€ soit -27,4% du chiffre d'affaires contre -1,8m€ (-6,8% du chiffre d'affaires) en 2020.

### Le résultat opérationnel

Le résultat opérationnel intègre également des coûts de restructuration d'un montant peu significatif sur la période 2019-2021.

Ces derniers s'élèvent à 908k€ au 30 juin 2022.

### Le résultat financier

Le résultat financier se compose essentiellement des intérêts liés à la dette bancaire et au compte courant d'associé consenti par Groupe Gorgé.

### Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant. L'entreprise étant déficitaire ces dernières années, n'est pas redevable de l'impôt sur les sociétés. Faisant partie du groupe d'intégration fiscale de Groupe Gorgé, ses déficits sont imputés sur les bénéfices du groupe d'intégration fiscale. La charge d'impôt sur les sociétés concerne ainsi uniquement la CVAE qui s'élève à -58k€ en 2021.

Ainsi, le résultat net de la société s'élève à -6,9m€ en 2021 contre -3,5m€ en 2020 et -1,4m€ en 2019.

### EBITDA et EBIT ajusté

L'EBITDA a été ajusté des charges de R&D capitalisée ainsi que de la charge de la CVAE. De ce fait, l'EBITDA ajusté s'élève à -1,2m€ en 2019, à -1,8m€ en 2020 et à -6,2m€ en 2021.

L'EBIT a été retraité de la CVAE. Il s'élève à -1,0m€ en 2019, à -1,9m€ en 2020 et à -6,5m€ en 2021.

#### 1.1.4.6 - Equilibre bilancier

#### 1.1.4.7 - VPI

#### Bilan économique

<b>VPI - Bilan économique</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022</b>
	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>6mois</b>
Ecarts d'acquisition	5 834	5 833	5 833
Immobilisations incorporelles	121	233	254
Immobilisations corporelles	4 299	3 841	4 568
Immobilisations financières	591	658	722
<b>Actif immobilisé</b>	<b>10 844</b>	<b>10 565</b>	<b>11 376</b>
Actif courant	17 067	19 242	23 039
Passif courant	-20 989	-25 782	-32 776
<b>Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>-3 922</b>	<b>-6 540</b>	<b>-9 737</b>
<b>Impôts différés (nets)</b>	<b>117</b>	<b>-168</b>	<b>-242</b>
<b>Capitaux Employés</b>	<b>7 039</b>	<b>3 855</b>	<b>1 397</b>
Capital social	3 000	3 000	3 000
Réserves et résultats consolidés	-8 439	-7 490	-6 995
<b>Capitaux Propres - part du Groupe</b>	<b>-5 439</b>	<b>-4 490</b>	<b>-3 995</b>
Intérêts minoritaires	63	51	35
<b>Capitaux Propres</b>	<b>-5 376</b>	<b>-4 439</b>	<b>-3 960</b>
<b>Provisions</b>	<b>1 584</b>	<b>1 398</b>	<b>1 278</b>
Dette financière	15 150	7 157	6 100
Dette de loyer	3 970	3 442	3 868
Trésorerie et équivalents	-8 007	-3 421	-5 605
Compte courant débiteur	-282	-282	-284
<b>Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette</b>	<b>10 831</b>	<b>6 896</b>	<b>4 079</b>
<b>Capitaux Investis</b>	<b>7 039</b>	<b>3 855</b>	<b>1 397</b>

Source : Reporting consolidé de VPI au 31 décembre 2020, 2021 au 30 juin 2022

Au 30 juin 2022, l'actif immobilisé de VPI s'élève à 11,4m€ et se compose essentiellement d'écarts d'acquisition et d'immobilisations corporelles.

Les écarts d'acquisition de VPI, 5,8m€ résultent des opérations de développement des entités : acquisition de SVF, acquisition de CLF Satrem et acquisition de fonds de commerce.

Les immobilisations corporelles, dont la valeur nette comptable s'élève à 4,6m€ au 30 juin 2022, se composent essentiellement de matériel informatique (tablettes notamment) mais également des dépenses d'aménagement immobilisées pour les locaux de la société. Elles comprennent également le droit d'utilisation sur les locations (immobilières ou flotte de véhicules).

Les immobilisations financières, dont le montant s'élève à 0,7m€ au 30 juin 2022, sont notamment relatives à des dépôts de garantie liés aux locaux de VPI (0,2m€) et des prêts d'effort à construction (0,5m€).

Le besoin en fonds de roulement, structurellement négatif chez VPI, est analysé ci-après.

Les capitaux propres (part du groupe) de VPI s'élèvent à -4,0m€ au 30 juin 2022. Leur montant négatif s'explique par le cumul de pertes antérieures à 2019. Ils sont en progression sur la période observée du fait des bénéfices générés par la société.

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 1,3m€ au 30 juin 2022 contre 1,6m€ au 31 décembre 2020. Elles se composent pour deux tiers de provisions sur sinistres.

La dette financière nette comptable de VPI s'élève à 4,1m€ au 30 juin 2022. Elle est constituée de dettes financières pour 6,1m€, des dettes sur loyers pour 3,9m€ et de trésorerie pour 5,6m€ et d'un compte courant débiteur consenti à la société Nucléaction pour 0,3m€. Les dettes financières étaient composées au 31 décembre 2021 d'emprunts auprès d'établissements de crédit (2,0m€) incluant un Prêt Garanti par l'Etat de 0,7m€, ainsi que d'une dette obligataire (obligations convertibles) envers le Groupe Gorgé (4,1m€).

### Besoin en fonds de roulement (BFR)

<b>VPI - Besoin en Fonds de Roulement</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022*</b>
Stocks	458	541	564
<i>en jours de CA</i>	<i>4 jours</i>	<i>4 jours</i>	<i>4 jours</i>
Créances clients	12 193	13 872	16 227
<i>en jours de CA</i>	<i>109 jours</i>	<i>103 jours</i>	<i>118 jours</i>
Actifs sur contrats	2 580	2 632	3 321
<i>en jours de CA</i>	<i>23 jours</i>	<i>20 jours</i>	<i>24 jours</i>
Autres actifs courants	1 836	2 197	2 927
<i>en jours de CA</i>	<i>16 jours</i>	<i>16 jours</i>	<i>21 jours</i>
<b>Actif courant</b>	<b>17 067</b>	<b>19 242</b>	<b>23 039</b>
<i>en jours de CA</i>	<i>153 jours</i>	<i>144 jours</i>	<i>168 jours</i>
Dettes fournisseurs	-7 919	-8 681	-8 561
<i>en jours de CA</i>	<i>-71 jours</i>	<i>-65 jours</i>	<i>-62 jours</i>
Passifs sur contrats	-6 881	-9 578	-15 419
<i>en jours de CA</i>	<i>-62 jours</i>	<i>-71 jours</i>	<i>-112 jours</i>
Autres dettes et passifs courants	-6 188	-7 523	-8 796
<i>en jours de CA</i>	<i>-56 jours</i>	<i>-56 jours</i>	<i>-64 jours</i>
<b>Passif courant</b>	<b>-20 989</b>	<b>-25 782</b>	<b>-32 776</b>
<i>en jours de CA</i>	<i>-188 jours</i>	<i>-192 jours</i>	<i>-239 jours</i>
<b>BFR</b>	<b>-3 922</b>	<b>-6 540</b>	<b>-9 737</b>
<i>Chiffre d'affaires *</i>	<i>40 656</i>	<i>48 928</i>	<i>25 079</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>-35 jours</i>	<i>-49 jours</i>	<i>-71 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>-9,6%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>-19,4%</i>

Source : Reporting consolidé de VPI au 31 décembre 2020, 2021 au 30 juin 2022

\* Chiffre d'affaires sur 6 mois au 30 juin 2022

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») structurellement négatif, soit un excédent en fonds de roulement, en augmentation sur la période.

Le BFR de VPI se compose principalement de créances clients, d'actifs et passifs sur contrats, d'autres actifs courants correspondant notamment à des créances fiscales hors IS (2,3m€ au 31 décembre 2021, qui concernent la TVA), de dettes fournisseurs, et de dettes fiscales et sociales enregistrées en autres passifs courants (7,5m€ au 31 décembre 2021).

L'amélioration du BFR (hausse continue de l'excédent en fonds de roulement) sur la période résulte de la hausse du niveau du passif courant (passif sur contrat et dettes fiscales et sociales notamment) en dépit d'une hausse des délais de règlement des clients (une part représentative des créances clients étant échues).

Au 30 juin 2022, le niveau de BFR s'élève à -9,7m€ et représente -71 jours du chiffre d'affaires, l'excédent en fonds de roulement étant plus important qu'à fin 2021 du fait d'acomptes clients significatifs reçus sur le premier semestre 2022.

Nous comprenons que le niveau de BFR devrait revenir dans le futur à un niveau plus proche de celui observé à fin 2021 (-47 jours), considéré comme plus normatif.

#### 1.1.4.8 - Seres

##### Bilan économique

<b>Seres - Bilan économique</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022</b>
	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>6 mois</b>
Ecart d'acquisition	806	806	806
Immobilisations incorporelles	185	154	268
Immobilisations corporelles	982	956	1 398
Liaison élim (titres, +/- value cession, marges stocks)	-990	-990	-990
Immobilisations financières	221	248	310
<b>Actif immobilisé</b>	<b>1 204</b>	<b>1 173</b>	<b>1 799</b>
Actif courant	4 953	7 067	7 759
Passif courant	-4 104	-5 324	-6 361
<b>Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>849</b>	<b>1 744</b>	<b>1 399</b>
<b>Impôts différés (nets)</b>	<b>37</b>	<b>91</b>	<b>82</b>
<b>Capitaux Employés</b>	<b>2 090</b>	<b>3 008</b>	<b>3 280</b>
Capital social	0	0	0
Réserves et résultats consolidés	451	1 142	831
<b>Capitaux Propres - part du Groupe</b>	<b>451</b>	<b>1 142</b>	<b>831</b>
Intérêts minoritaires	273	569	436
<b>Capitaux Propres</b>	<b>724</b>	<b>1 711</b>	<b>1 266</b>
<b>Provisions</b>	<b>137</b>	<b>202</b>	<b>178</b>
Dette financière	1 314	1 304	1 330
Dette de loyer	877	813	1 298
Trésorerie et équivalents	-963	-1 023	-792
<b>Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette</b>	<b>1 228</b>	<b>1 095</b>	<b>1 836</b>
<b>Capitaux Investis</b>	<b>2 090</b>	<b>3 008</b>	<b>3 280</b>

Source : Reporting de Seres au 31 décembre 2020,2021 et au 30 juin 2022

Au 30 juin 2022, l'actif immobilisé de Seres s'élève à 1,8m€ et se compose essentiellement d'immobilisations corporelles et d'écarts d'acquisition.

Les immobilisations corporelles, dont la valeur nette comptable s'élève à 1,4m€ au 30 juin 2022, se composent essentiellement de matériel de bureau (informatique notamment), d'équipements de laboratoires, de la flotte de véhicules en LLD/LOA et de l'aménagement de locaux). Leur augmentation au 30 juin 2022 s'explique par le transfert du siège social à Marseille et le doublement des superficies des agences de Lyon et d'Aix-en-Provence qui ont nécessité des aménagements.

Les immobilisations incorporelles, moins significatives, intègrent quant à elles les logiciels et frais de R&D capitalisés.

L'écart d'acquisition, de 806k€, découle de l'acquisition de la société par Groupe Gorgé en 2012.

Les immobilisations financières, dont le montant s'élève à 0,3m€ au 30 juin 2022, sont notamment relatives à des dépôts de garantie liés aux locaux de Seres (pour 180k€) ainsi que des cautions VIE et des cautionnements bancaires versés à BPI.

Le besoin en fonds de roulement, structurellement positif, est analysé ci-après.

Les capitaux propres (part du groupe) de Seres s'élèvent à 0,8m€ au 30 juin 2022, constitués des réserves et résultats réalisés par la société. Leur évolution sur la période découle des bénéfices générés par la société et des dividendes versés à ses actionnaires.

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 0,2m€ au 30 juin 2022 contre 0,1m€ au 31 décembre 2020. Elles se composent principalement de provisions pour litiges prudhommaux.

La dette financière nette comptable de Seres s'élève à 1,8m€ au 30 juin 2022. Elle est constituée de dettes financières pour 1,3m€ (emprunts auprès d'établissements de crédit), des dettes sur loyers pour 1,3m€ et de trésorerie pour 0,8m€.

Besoin en fonds roulement (BFR)

<b>Seres - Besoin en Fonds de Roulement</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022</b>
Créances clients	3 166	3 872	3 880
en jours de CA	114 jours	96 jours	86 jours
Actifs sur contrats	921	1 595	1 860
en jours de CA	33 jours	40 jours	41 jours
Créances fiscales	572	1 293	1 659
en jours de CA	21 jours	32 jours	37 jours
Autres actifs courants	294	307	361
en jours de CA	11 jours	8 jours	8 jours
<b>Actif courant</b>	<b>4 953</b>	<b>7 067</b>	<b>7 759</b>
en jours de CA	178 jours	175 jours	173 jours
Dettes fournisseurs	-580	-837	-937
en jours de CA	-21 jours	-21 jours	-21 jours
Passifs sur contrats	-108	-80	-23
en jours de CA	-4 jours	-2 jours	-1 jours
Autres dettes/passifs courants	-3 416	-4 406	-5 401
en jours de CA	-123 jours	-109 jours	-120 jours
<b>Passif courant</b>	<b>-4 104</b>	<b>-5 324</b>	<b>-6 361</b>
en jours de CA	-147 jours	-132 jours	-141 jours
<b>BFR</b>	<b>849</b>	<b>1 744</b>	<b>1 399</b>
Chiffre d'affaires*	10 161	14 706	8 205
BFR en jours de CA	30 jours	43 jours	31 jours
BFR en % de CA	8,4%	11,9%	8,5%

Source : Reporting de Seres au 31 décembre 2020,2021 et au 30 juin 2022

\* Chiffre d'affaires sur 6 mois au 30 juin 2022

La société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») structurellement positif et en augmentation à fin 2021 avant de diminuer à nouveau au 30 juin 2022.

Le BFR de Seres se compose principalement de créances clients, des actifs sur contrats, des créances fiscales et d'autres passifs courants.

La hausse du BFR au 31/12/2021 est principalement liée à la l'augmentation des dettes fiscales et sociales, la diminution au 30/06/2022 résultant de la baisse des délais de règlement clients.

Au 30 juin 2022, le niveau de BFR s'élève à 1,4m€ et représente 31 jours de chiffre d'affaires.

Nous comprenons que le niveau de BFR devrait revenir dans le futur à un niveau plus proche de celui observé à fin 2021 (43 jours), considéré comme plus normatif.

#### 1.1.4.9 - Stedy

##### Bilan économique

<b>Stedy - Bilan économique</b>		
<b>En k€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>
	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>
Immobilisations incorporelles	653	532
Immobilisations corporelles	23	143
Liaison élim (titres, +/- value cession, marges stocks)	-970	-1 010
Immobilisations financières	3	3
<b>Actif immobilisé</b>	<b>-291</b>	<b>-332</b>
Actif courant	132	893
Passif courant	-1 700	-1 002
<b>Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>-1 569</b>	<b>-108</b>
<b>Impôts différés (nets)</b>	<b>1</b>	<b>3</b>
<b>Capitaux Employés</b>	<b>-1 858</b>	<b>-437</b>
Capital social	0	0
Réserves et résultats consolidés	-1 478	-2 378
<b>Capitaux Propres - part du Groupe</b>	<b>-1 478</b>	<b>-2 378</b>
Intérêts minoritaires	-252	-736
<b>Capitaux Propres</b>	<b>-1 731</b>	<b>-3 114</b>
<b>Provisions</b>	<b>6</b>	<b>12</b>
Dette financière	0	2 755
Dette de loyer	16	126
Trésorerie et équivalents	-149	-215
<b>Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette</b>	<b>-133</b>	<b>2 666</b>
<b>Capitaux Investis</b>	<b>-1 858</b>	<b>-437</b>

Source : Reporting au 31 décembre 2020 et 2021 de Stedy

La société dispose de très peu d'actifs à son bilan.

L'actif immobilisé est composé principalement des immobilisations incorporelles qui concernent les frais de R&D et des brevets (0,5m€ à fin 2021).

Les capitaux propres sont négatifs et s'élèvent en part du groupe à -2,4m€ au 31 décembre 2021. Ils résultent des pertes générées par la société depuis sa création (2019).

Nous comprenons que Stedy dispose d'une dette en compte courant auprès de Groupe Gorgé (2,9m€ à fin décembre 2021 et 3,6m€ à fin juin 2022), dette qui devrait être recapitalisée pré-cession via une augmentation de capital par incorporation de créances.

#### 1.1.4.10 - Groupe Nucléaction (Baumert)

##### Bilan économique

<b>Baumert - Bilan économique</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022</b>
	<b>12 mois</b>	<b>12 mois</b>	<b>6 mois</b>
Ecarts d'acquisition	3 766	3 766	3 766
Immobilisations incorporelles	3 188	3 359	3 129
Immobilisations corporelles	4 075	4 472	4 109
Immobilisations financières	181	175	173
<b>Actif immobilisé</b>	<b>11 211</b>	<b>11 772</b>	<b>11 177</b>
Actif courant	22 255	18 151	16 156
Passif courant	-18 448	-20 876	-16 755
<b>Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>3 807</b>	<b>-2 726</b>	<b>-599</b>
<b>Impôts différés (nets)</b>	<b>277</b>	<b>534</b>	<b>462</b>
<b>Capitaux Employés</b>	<b>15 295</b>	<b>9 581</b>	<b>11 040</b>
Capital social	273	273	273
Prime d'émission	75	75	75
Réserves et résultats consolidés	-13 956	-20 242	-22 906
<b>Capitaux Propres</b>	<b>-13 608</b>	<b>-19 894</b>	<b>-22 558</b>
<b>Provisions</b>	<b>1 547</b>	<b>2 439</b>	<b>2 826</b>
Dette financière	26 643	26 998	28 858
Dette de loyer	2 951	2 641	2 415
Trésorerie et équivalents	-2 238	-2 603	-501
<b>Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette</b>	<b>27 356</b>	<b>27 037</b>	<b>30 772</b>
<b>Capitaux Investis</b>	<b>15 295</b>	<b>9 581</b>	<b>11 040</b>

Source : Reporting consolidé de Baumert au 31 décembre 2020, 2021 et 30 juin 2022

Au 30 juin 2022, l'actif immobilisé de Baumert s'élève à 11,2m€ et se compose essentiellement d'immobilisations incorporelles (3,2m€, concernant les frais de R&D et de brevet) et d'immobilisations corporelles (4,4m€, ligne de production « porte Agil » ainsi que matériel de bureau informatique et mobilier). Les autres actifs financiers s'élèvent à 173k€ et se composent pour 60k€ de titres de participation et pour 113k€ des dépôts et cautionnements. Les écarts d'acquisition s'élèvent à 3,8m€ et se composent essentiellement de : acquisition de Baumert intégrant celle de NTC (fusion avec Baumert en 2014) pour 3,4m€, fonds de commerce Baumert pour 0,3m€ et acquisition de Baumert Sud (fusion avec Baumert en 2021) pour 0,1m€.

Le besoin en fonds de roulement, qui est très fluctuant au regard de l'activité de Baumert, est analysé ci-après.

Les capitaux propres de Baumert s'élèvent à -19,9m€ au 31 décembre 2021 et sont fortement impactés par les pertes significatives réalisées sur les derniers exercices.

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 2,8m€ au 31 décembre 2021 contre 1,5m€ au 31 décembre 2020. Elles se composaient au 31 décembre 2021 principalement des provisions pour perte à terminaison (1,4m€), des provisions pour litiges prudhommaux (0,6m€) et des provisions retraites (0,3m€).

La dette financière nette comptable de Groupe Nucléaction (Baumert) s'élève à 30,8m€ au 30 juin 2022. Elle est constituée de dettes financières pour 6,0m€ (composées d'emprunts auprès d'établissements de crédit), de concours bancaires pour 4,0m€, des comptes courants d'associés pour 18,8m€, de dette de loyer pour 2,4m€ et de trésorerie pour 0,5m€.

Nous comprenons que la dette en compte-courant auprès de Groupe Gorgé devrait être recapitalisée pré-cession via une augmentation de capital par incorporation de créances.

### Besoin en fonds roulement (BFR)

<b>Baumert - Besoin en Fonds de Roulement</b>			
<b>En k€</b>	<b>31/12/2020</b>	<b>31/12/2021</b>	<b>30/06/2022</b>
Stocks	2 505	2 069	2 139
<i>en jours de CA</i>	<i>35 jours</i>	<i>32 jours</i>	<i>35 jours</i>
Créances clients	4 575	5 734	7 608
<i>en jours de CA</i>	<i>65 jours</i>	<i>89 jours</i>	<i>125 jours</i>
Actifs sur contrats	11 711	7 534	5 983
<i>en jours de CA</i>	<i>165 jours</i>	<i>117 jours</i>	<i>98 jours</i>
Autres actifs courants	3 464	2 813	427
<i>en jours de CA</i>	<i>49 jours</i>	<i>44 jours</i>	<i>7 jours</i>
<b>Actif courant</b>	<b>22 255</b>	<b>18 151</b>	<b>16 156</b>
<i>en jours de CA</i>	<i>314 jours</i>	<i>282 jours</i>	<i>265 jours</i>
Dettes fournisseurs	-7 122	-5 364	-5 037
<i>en jours de CA</i>	<i>-101 jours</i>	<i>-83 jours</i>	<i>-83 jours</i>
Passifs sur contrats	-3 209	-4 978	-4 587
<i>en jours de CA</i>	<i>-45 jours</i>	<i>-77 jours</i>	<i>-75 jours</i>
Autres dettes/passifs courants *	-8 116	-10 535	-7 131
<i>en jours de CA</i>	<i>-115 jours</i>	<i>-163 jours</i>	<i>-117 jours</i>
<b>Passif courant</b>	<b>-18 448</b>	<b>-20 876</b>	<b>-16 755</b>
<i>en jours de CA</i>	<i>-261 jours</i>	<i>-324 jours</i>	<i>-275 jours</i>
<b>BFR</b>	<b>3 807</b>	<b>-2 726</b>	<b>-599</b>
<i>Chiffre d'affaires **</i>	<i>25 839</i>	<i>23 525</i>	<i>11 135</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>54 jours</i>	<i>-42 jours</i>	<i>-10 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>14,7%</i>	<i>-11,6%</i>	<i>-2,7%</i>

Source : Reporting consolidé de Baumert au 31 décembre 2020, 2021 et 30 juin 2022

\* Les autres dettes et passifs courants retraités des comptes courants

\*\* Chiffre d'affaires sur 6 mois au 30 juin 2022

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») positif à fin 2020 et négatif à fin 2021 et fin juin 2022.

Le BFR de Baumert se compose principalement du stock, des créances clients, des actifs et passifs sur contrats, des dettes fournisseurs et des autres passifs courants (dettes fiscales et sociales et produits constatés d'avance notamment).

La baisse du BFR de Baumert sur la période découle principalement du niveau des actifs et passifs sur contrats en dépit d'une hausse des délais de règlement clients.

Le BFR de Baumert est très fluctuant selon les mois en fonction de l'avancement des projets et des encaissements et décaissements liés à ceux-ci.

Au 30 juin 2022, le niveau de BFR s'élève à -0,6m€ et représente -10 jours de chiffre d'affaires.

Nous avons estimé, sur la base de nos analyses du BFR, que le niveau de BFR devrait revenir dès fin 2022 au niveau observé à fin 2021 (-42 jours), considéré comme plus normatif.



## 1.2 - Contexte et opération envisagée

### 1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération

Groupe Gorgé est un groupe industriel qui était organisé historiquement autour de 3 pôles d'activité : Drones & Systèmes, Ingénierie & Systèmes de Protection, impression 3D (réalisé au sein de la filiale cotée Prodways).

Fin 2020, une opération majeure de réorganisation a été réalisée par le groupe avec l'absorption d'ECA par Groupe Gorgé. Cette opération de rationalisation a permis à Groupe Gorgé de faciliter les flux au sein du groupe.

Courant 2021, le groupe a poursuivi son recentrage stratégique en distribuant l'essentiel de ses actions Prodways Group à ses actionnaires, réalisant ainsi une nouvelle avancée majeure dans la simplification du groupe.

A la suite de ces opérations de restructuration, le groupe est aujourd'hui structuré en 2 pôles :

- le pôle Drones & Systèmes, actif dans le secteur de la robotique autonome et des systèmes intégrés à haute valeur ajoutée technologique, et constitué de Groupe ECA SA et ses filiales ;
- le pôle Ingénierie & Systèmes de Protection, actif dans le conseil en ingénierie et la protection de sites à risques, et constitué de VPI et ses filiales (Protection Incendie), Seres et Stedy (Conseil en ingénierie et technologies), et Nucléation et sa filiale Baumert (Portes techniques dédiée à des sites sensibles).

Groupe Gorgé souhaite aujourd'hui se recentrer sur ses activités de robotique (pôle Drones & Systèmes), ce recentrage s'étant déjà matérialisé par l'annonce mi-mars 2022 d'une opération de rapprochement entre ECA Group et iXblue afin de créer un acteur de premier plan mondial sur des technologies de pointe à destination des applications critiques notamment de la Défense, du Spatial et des opérations maritimes. Cette acquisition a été finalisée fin septembre 2022.

L'acquisition d'iXblue donne une prépondérance accrue au pôle Drones & Systèmes de Groupe Gorgé, qui représentait déjà en 2021 le principal moteur de croissance du groupe. Le rapprochement entre ECA Group et iXblue rend le poids des autres activités de Groupe Gorgé, sans synergies entre elles ou avec le pôle Drones & Systèmes, encore plus marginal dans le groupe.

En conséquence de ce repositionnement, le groupe envisage également la cession des activités du pôle Ingénierie & Systèmes de Protection à Pélican Venture (actionnaire principal de Groupe Gorgé et holding appartenant à la famille Gorgé).

Selon Pélican Venture, la création de valeur de Groupe Gorgé porte désormais sur le développement du pôle Drones & Systèmes et la conservation par Groupe Gorgé du pôle ISP ne fait plus de sens pour les parties prenantes de Groupe Gorgé, ces activités étant par ailleurs moins valorisées par le marché. Enfin, la cession du pôle ISP dans son ensemble à Pélican Venture permettrait de réaliser l'opération très rapidement, sans risque de ne pas réussir à céder Baumert et permettrait à Groupe Gorgé de disposer de liquidités.

L'ambition de Pélican Venture est de continuer à développer les sociétés du pôle ISP en y associant davantage (le cas échéant) les managers clés au projet industriel, économique et social des sociétés du groupe. Notamment, le redressement de Baumert qui nécessite un fort investissement du management passerait par une cession de 10% du capital de la société à son dirigeant pour 1€ (5% à la réalisation de la transaction et 5% en 2024). Pélican Venture souhaiterait enfin pouvoir rapprocher Seres et sa filiale directe le groupe Héliatec.

Notre mission s'inscrit dans ce contexte et vise à apprécier la valeur du pôle Ingénierie & Systèmes de Protection afin de s'assurer que le prix de la transaction est équitable du point de vue des actionnaires de Groupe Gorgé.

### 1.2.2 - Termes de l'opération

Les termes de l'opération de cession objet du présent rapport sont repris dans la lettre d'offre initiale de reprise globale du pôle ISP de Groupe Gorgé par Pélican Venture en date du 15 septembre 2022, ainsi que la lettre d'offre révisée du 24 octobre 2022 qui nous ont été communiquées.

L'offre de Pélican Venture porte sur 100% des titres et des droits de vote détenus par Groupe Gorgé directement ou indirectement dans les sociétés suivantes :

- VPI et ses filiales ;
- Seres ;
- Stedy et ses filiales ;
- Nucléaction et ses filiales (dont Baumert).

L'offre porte sur l'ensemble du périmètre ci-dessus et forme un tout indivisible, quand bien même la valorisation du pôle est la somme des valorisations de chacune de ces sociétés.

La société Vigians, titulaire d'une action de Groupe ECA, d'une participation minoritaire indirecte dans la holding de VanDam et Interdam ayant vocation à se déboucler à terme dans des activités en cours de fermeture, est exclue du périmètre de l'opération.

Les sociétés seraient acquises soit directement par Pélican Venture soit par toute société affiliée qu'elle substituerait.

Concernant Baumert :

- l'offre était conditionnée à la prise de commande attendue fin 2022 concernant NNB<sup>6</sup> (Hinkley Point C) pour la fourniture de portes standards à des conditions acceptables, Pélican Venture estimant que le redressement de l'activité de Baumert est impossible sans cette commande. Nous comprenons que cette commande a été conclue le 18 octobre 2022 et que cette condition est désormais satisfaite ;
- Pélican Venture ne reprendrait pas les deux garanties de maison-mère émises (ou à émettre avant la fin 2022) par Groupe Gorgé sollicitées par le client NNB. En effet, Groupe Gorgé avait déjà consenti en 2017 en faveur de NNB une garantie maison-mère garantissant la bonne exécution par Baumert de la commande de portes neutroniques pour la centrale d'Hinkley Point. Une seconde garantie maison-mère de bonne fin similaire à celle existante a été sollicitée par NNB pour l'octroi à Baumert du marché attendu de fournitures de portes « standards » ;
- Pélican Venture accepterait le risque de reprendre les garanties données aux établissements bancaires, de devoir le cas échéant recapitaliser Baumert ou consentir des avances à Baumert et de redresser les activités de la société ;
- un droit de suite serait accordé à Groupe Gorgé. En effet, en cas de cession de la majorité du capital de Nucléaction ou Baumert par Pélican Venture à un prix supérieur à 400.000€ en valeur des titres dans les deux ans suivant l'opération, Pélican Venture s'engagerait à verser un complément de prix à Groupe Gorgé, de 75% du prix de cession net de frais en cas de cession la première année et de 50% du prix de cession net en cas de cession la deuxième année.

---

<sup>6</sup> Nuclear New Build (Hinkley Point et Sizewell)

Dans son offre révisée, Pélican Venture offre une valeur des titres définitive des sociétés du pôle ISP comme suit :

- 16,0m€ pour VPI (pour la totalité des titres détenus par Groupe Gorgé, soit 76,3% du capital après conversion des obligations convertibles) ;
- 10,7m€ pour Seres (pour la totalité des titres détenus par Groupe Gorgé, soit 70% du capital) ;
- 0,3m€ pour Stedy, sous réserve d'une recapitalisation préalable de Stedy pour la valeur de la créance existante de Groupe Gorgé et pour la totalité des titres détenus par Groupe Gorgé après cette opération ;
- 0,4m€ pour Nucléaction, sous réserve d'une recapitalisation préalable par incorporation des créances existantes de Groupe Gorgé et Vigians (sans recapitalisation additionnelle par Groupe Gorgé par apport de trésorerie).

Il en ressort un prix définitif des titres du pôle ISP détenus par Groupe Gorgé de 27,4m€.

Eu égard à un mécanisme de prix figé avant le *closing*, Groupe Gorgé s'engage à ne pas réaliser ou autoriser d'opérations de sorties de trésorerie (« *leakages* ») du pôle ISP autrement que dans le cours normal des affaires entre le jour de l'offre révisée et le *closing* de la cession du pôle ISP (ex : interdiction de remontée de dividendes, interdiction d'augmenter les honoraires au titre des conventions de prestations de services intra-groupe, etc.).

## 2 - Présentation de l'expert indépendant

### 2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

#### 2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9ème rang avec 38.000 associés et collaborateurs dans plus de 145 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et l'accompagnement comptable/contrôle interne.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale et Environnementale, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil).

#### 2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « Ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016 et qui sera actualisé d'ici fin 2022.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP.

Olivier Grivillers est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et membre du comité directeur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (France Invest, CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables...).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Yohan Bonnet, Directeur, diplômé de l'IAE de Lyon (Master Ingénierie Financière et Transaction) disposant de 10 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Sofia Botnari, Analyste Senior, diplômée de l'université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises). Elle a récemment rejoint Crowe HAF après une première expérience de 3 ans sur des missions d'évaluation et d'expertise indépendante au sein d'une autre structure.
- Guillaume Rigaud, Analyste Junior, diplômé de l'université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises).

La revue indépendante a été réalisée par Maxime Hazim, associé du cabinet Crowe HAF, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®) et disposant de 14 ans d'expérience en évaluation et en audit, d'abord chez EY puis chez Crowe HAF. Maxime Hazim est membre de l'APEI.

## 2.2 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global sont indépendants des sociétés Groupe Gorgé et Pélican Venture ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec ces sociétés et ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'opération.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

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

### 2.3.1 - Programme de travail

#### ***I Prise de connaissance et analyse du contexte***

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

#### ***II Préparation de l'évaluation***

##### *Analyse du contexte*

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel la Société opère ;

- analyse de la lettre d'offre de reprise globale du pôle ISP de Groupe Gorgé par Pélican Venture ;
- analyse du rapport de valorisation de Capitalmind en date de septembre 2022 portant sur l'évaluation du pôle ISP.

#### *Analyse des données historiques*

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

#### *Analyse des éléments prévisionnels*

- discussion avec la direction générale et financière de Groupe Gorgé et les directions générale et financière des sociétés du pôle ISP ;
- analyse des plans d'affaires des sociétés du pôle ISP et mise en regard de celui-ci avec les données financières historiques ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

#### *Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir*

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

### **III Eléments d'appréciation du prix offert**

Description des méthodes retenues et écartées :

#### *Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue pour toutes les sociétés hors Stedy)*

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation d'entreprise et des fonds propres des sociétés du pôle ISP ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

#### *Méthode des comparables boursiers (méthode retenue pour VPI et Seres)*

- sélection d'échantillons de sociétés comparables aux sociétés du pôle ISP ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux des sociétés du pôle ISP (dette financière nette, EBITDA et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de VPI et Seres par analogie en fonction des multiples obtenus.

#### *Méthode des transactions comparables (méthode retenue pour VPI et Seres)*

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère les sociétés du pôle ISP ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables ;
- évaluation des transactions en matière de multiples sur la base des prix d'acquisition ;
- évaluation de VPI et Seres par analogie en fonction des multiples obtenus.

#### *Approche de la valeur vénale d'une coquille juridique agréementée CIR (méthode retenue pour Stedy)*

#### *Référence à l'actif net comptable et méthode de l'actif net réévalué (méthodes écartées)*

#### *Méthode des dividendes (méthode écartée)*

#### *Référence aux transactions récentes sur le capital (méthode écartée)*

Référence aux augmentations de capital récentes (méthode écartée)

#### **IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé**

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur de fonds propres pour chacune des sociétés du pôle ISP ;
- Analyse du débouclage de l'opération de LBO (réalisée en 2019) en cours sur VPI ;
- Prise en compte du pourcentage de participation de Groupe Gorgé dans le capital des sociétés du pôle ISP ;
- Appréciation de la valeur de la participation de Groupe Gorgé dans les sociétés du pôle ISP .

#### **VII Rédaction du rapport d'évaluation**

#### **VIII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de Groupe Gorgé**

#### **IX Revue indépendante**

#### **X Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de Groupe Gorgé**

##### 2.3.2 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

##### **Groupe Gorgé (Société cédant)**

- M. Loïc Le Berre, Directeur Général Adjoint Finances
- Mme. Hélène De Cointet, Directrice Générale Déléguée
- Mme. Anne-Céline Convert

##### **VPI (société objet de la cession)**

- M. Rodolphe Bassi, Directeur Général
- M. Nicolas Boillon, Directeur Général Adjoint Finances

##### **Seres (Société objet de la cession)**

- M. Lionel Reversat, Président

##### **Baumert (Société objet de la cession)**

- M. Rémy Schmidt, Président Directeur Général
- M. Eric Pognet, Directeur Administratif et Financier

##### **Capitalmind (Conseil financier)**

- M. Michel Degryck, *Managing Partner*
- M. Augustin Alle, *Associate*
- M. Rémi Upadhyay, *Analyst*

##### 2.3.3 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- le rapport de valorisation de Capitalmind de septembre 2022 portant sur l'évaluation des sociétés du pôle ISP,

- les informations publiques sur les sociétés du pôle ISP, notamment sur leur site internet (présentation des sociétés et de leur activité, communiqués de presse, etc...),
- le document d'enregistrement universel 2021 du Groupe Gorgé,
- les *reporting* financiers historiques des sociétés du pôle ISP des années 2019, 2020 et 2021, ainsi qu'au 30 juin 2022,
- les comptes sociaux de Seres en normes françaises au 31 décembre 2021 et 2020,
- la situation d'endettement financier nette ainsi que les soldes des comptes courants (auprès de Groupe Gorgé) des sociétés du pôle ISP au 30 juin 2022,
- les informations fournies par Groupe Gorgé et notamment les budgets 2022 et les business plan 2023-2024 de Seres et Baumert et le business plan 2023-2026 de VPI établis par les directions générale et financière des sociétés concernées,
- les liasses fiscales 2021 des sociétés du pôle ISP,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les pactes d'associés des sociétés VPI, Seres et Amopsi,
- le compromis de vente conclu entre la SCI Meysse (filiale de Baumert) et la société Bat Men portant sur la vente d'un bien immobilier à destination industriel,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité des sociétés du pôle ISP.

#### 2.3.4 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Maxime Hazim, associé du département Evaluation du cabinet Crowe HAF et membre de l'APEI. Maxime Hazim a 14 ans d'expérience en évaluations d'entreprises et en audit de sociétés cotées et non cotées. Il a participé à plus de 30 expertises indépendantes dans le cadre d'offres publiques et dispose ainsi d'une forte compréhension des enjeux d'une revue indépendante.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière.



### 3 - Éléments d'appréciation de la valeur du pôle ISP

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier la valeur des sociétés du pôle ISP et le caractère équitable du prix proposé.

#### 3.1 - Données structurant l'évaluation

##### 3.1.1 - Méthode d'évaluation par la somme des parties

La méthode d'évaluation principale retenue est la somme des parties. Les trois sociétés opérationnelles (VPI, Seres et Baumert) ont été valorisées indépendamment sur la base de leur *reporting* individuel et de leur plan d'affaires respectifs.

Pour ce faire, les méthodes d'évaluation suivantes ont été appliquées pour chaque société opérationnelle :

- la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- la méthode des comparables boursiers (à l'exception de Baumert) ;
- la méthode des transactions comparables (à l'exception de Baumert).

La société Stedy ayant généré des pertes d'exploitation au cours de ses 4 années d'existence (créée en 2019) et Groupe Gorgé ayant décidé de limiter les investissements dans cette société tout en conservant la structure juridique afin de pouvoir répondre aux appels d'offres nécessitant un agrément CIR, nous avons retenu pour Stedy une valeur d'entreprise correspondant à la valeur vénale d'une coquille juridique vide agréementée CIR augmentée de la valeur attribuée à ses déficits reportables.

La valeur globale du pôle ISP a ensuite été obtenue en sommant la valeur des participations respectives de Groupe Gorgé de 76,3% dans VPI, de 70% dans Seres, de 65% dans Stedy et de 100% dans Nucléaction (Baumert).

Il est précisé que la participation de Groupe Gorgé dans VPI devrait augmenter dans le cadre de la cession, passant de 70% à 76,3% (selon notre estimation et modélisation à la lecture du pacte d'actionnaires) suite à la conversion des obligations convertibles détenues par Groupe Gorgé qui découle du débouclage de l'opération de LBO réalisée en 2019.

##### 3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La valorisation du pôle ISP par la somme des parties (VPI, Seres et Baumert) nous a conduit à déterminer un montant de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour chacune des sociétés.

Nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation un endettement financier net des sociétés du pôle ISP estimé au 31 décembre 2022.

Cet endettement financier net estimé au 31 décembre 2022 repose sur la situation d'endettement financier net des sociétés du pôle ISP au 30 juin 2022 qui nous a été communiquée par Groupe Gorgé, ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date et de la génération ou la consommation de trésorerie estimée du 2<sup>ème</sup> semestre 2022. Les dettes nettes ajustées des sociétés du pôle ISP reposent ainsi en partie sur des données bilancielle récentes et auditées par les commissaires aux comptes qui ont réalisé un examen limité sur l'information financière semestrielle au 30 juin 2022.

La génération ou consommation de trésorerie du 2<sup>ème</sup> semestre 2022, du 1<sup>er</sup> juillet au 31 décembre 2022, a été estimée par différence entre le flux de trésorerie disponible sur 12 mois (budget 2022) issu du plan d'affaires et le flux de trésorerie disponible réalisé sur 6 mois (du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2022).

Conformément au plan d'affaires servant de base à nos travaux de valorisation qui est retraité de l'impact sur les comptes de la norme IFRS 16 pour refléter l'impact *cash* des loyers, l'endettement financier n'inclut pas la dette de location au 30 juin 2022, comptabilisée au passif du bilan en application de la norme comptable IFRS 16.

### 3.1.2.1 - VPI

La dette financière de VPI s'élève à 6.100k€ au 30 juin 2022 et se compose d'emprunts auprès d'établissements de crédit (2.012k€), de concours bancaires (11k€), et d'une dette obligataire (obligations convertibles) envers Groupe Gorgé (4.078k€).

<b>VPI - Dette financière / Trésorerie nette</b>	
<b>En k€</b>	<b>30/06/2022</b>
<i>Emprunts et dettes auprès des étab. de crédits</i>	2 012
<i>Obligations convertibles</i>	4 078
<i>Concours bancaires</i>	11
Dettes financières*	6 100
- Trésorerie et équivalents de trésorerie *	-5 605
- Compte courant consenti à Nucleaction	-284
<b>= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette</b>	<b>211</b>

Source : Management du Groupe Gorgé au 30/06/2022, analyse Crowe HAF

\* Hors SCI Les Portes

Au 30 juin 2022, la trésorerie de VPI s'élève à 5.605k€ et le compte courant consenti à Nucléaction est de 284k€, faisant apparaître un endettement financier net de VPI de 211k€.

La SCI Les Portes a été acquise auprès du Groupe Gorgé en mai 2022. Elle détient une partie de l'actif immobilier exploité par VPI. Par simplification, le loyer payé par VPI à la SCI a été maintenu dans les frais généraux dans les projections des plans d'affaires. En contrepartie, la dette de la SCI n'a pas été incluse dans la DFN consolidée de VPI.

Par ailleurs, nous avons intégré à la dette nette des éléments décaissables au 30 juin 2022 et des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

A ce titre, nous avons réalisé un calcul de la valeur économique des intérêts minoritaires de la société Amopsi dans laquelle VPI détient 80%.

Pour réaliser le calcul nous avons appliqué à l'EBITDA 2021 de la société (299k€) le multiple observé dans l'échantillon de sociétés comparables de VPI de 9,0x et avons enlevé la dette nette de la société qui s'élève à 257k€. La valeur de fonds propres de Amopsi ressort à 2,3m€ soit une quote-part de minoritaire (20%) de 455k€.

Nous avons considéré les provisions pour indemnité de départ à la retraite comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons par ailleurs retraité l'économie d'impôt latente sur la provision pour indemnité de départ à la retraite. Au 30 juin 2022, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés au taux de 25,0%) s'élève à 327k€ pour l'ensemble des sociétés du sous-groupe VPI.

Suivant la même logique, nous avons également retraité à la dette nette le montant des provisions pour sinistres pour 842k€.

Pour mettre en exergue un niveau d'endettement net au 31 décembre 2022, nous avons calculé le niveau de génération ou de consommation de trésorerie sur le 2<sup>ème</sup> semestre de l'exercice 2022. La génération ou consommation de trésorerie du 2<sup>ème</sup> semestre 2022, du 1<sup>er</sup> juillet au 31

décembre 2022, a été estimée par différence entre le flux de trésorerie disponible sur 12 mois du budget 2022 (3.823k€) issu du plan d'affaires et le flux de trésorerie disponible réalisé sur 6 mois du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2022 (3.251k€).

Ainsi, selon nos calculs, le montant de génération de trésorerie de VPI sur le 2<sup>ème</sup> semestre 2022 s'élèverait à 572k€.

La dette financière nette ajustée estimée au 31 décembre 2022 de VPI s'élève ainsi à 1.262k€ et se présente comme suit :

<b>VPI - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</b>	
<b>En k€</b>	
<b>Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette</b>	<b>211</b>
+ Valeur économique des intérêts minoritaires (Amopsi)	455
+ Provisions pour risques et charges**	1 168
<b>= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée au 30/06/2022</b>	<b>1 834</b>
- Génération de trésorerie au 2 <sup>ème</sup> semestre 2022*	-572
<b>= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée estimée au 31/12/2022***</b>	<b>1 262</b>
- OC converties en fonds propres	-1 017
<b>= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée estimée au 31/12/2022 post conversion des OC</b>	<b>245</b>

Source : Management du Groupe Gorgé au 30/06/2022, analyse Crowe HAF

\* Estimation Crowe HAF

\*\* Montant des provisions intégrant les IFC nettes d'impôt

\*\*\* Pré-conversion des OC

La conversion des obligations convertibles est directement liée à la valeur de capitaux propres de la société VPI extériorisée. Sur la base du pacte d'associés de VPI, nous avons procédé au calcul du montant des obligations convertibles qui seront converties en fonds propres du fait du débouclage de l'opération de LBO réalisée en 2019. Ce montant a été estimée à 1.017k€.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée et estimée de 245k€.

### 3.1.2.2 - Seres

La dette financière de Seres s'élève à 1.330k€ au 30 juin 2022 et se compose d'emprunts auprès d'établissements de crédit (1.323k€) et de concours bancaires (7k€).

<b>Seres - Dette financière / Trésorerie nette</b>	
<b>En k€</b>	<b>30/06/2022</b>
Emprunts et dettes auprès des étab. de crédits	1 323
Concours bancaires	7
Dettes financières	1 330
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-792
<b>= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette au 30/06/2022</b>	<b>538</b>

Source : Reporting au 30 juin 2022 et Management du Groupe Gorgé

Au 30 juin 2022, la trésorerie de Seres s'élève à 792k€, faisant apparaître un endettement financier net de 538k€.

Par ailleurs, nous avons intégré à la dette nette des éléments encaissables et décaissables au 30 juin 2022 et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Nous avons considéré les provisions pour litige réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 30 juin 2022, les provisions pour litiges s'élèvent à 98k€ et correspondent à des provisions pour litiges prudhommaux.

La dette financière nette ajustée n'intègre pas en revanche les dépôts et cautionnements dont le montant s'élève à 85k€ au 30 juin 2022 correspondant à des dépôts de garantie sur des locaux qui n'ont pas vocation à être encaissés par la société dans une optique de continuité d'exploitation. En revanche, nous avons intégré le montant de la caution V.I.E. pour 5k€ et les cautionnements pour financement de la BPI pour 180k€.

Pour mettre en exergue un niveau d'endettement net au 31 décembre 2022 nous avons calculé le niveau de génération ou de consommation de trésorerie sur le 2<sup>ème</sup> semestre de l'exercice 2022. La génération ou consommation de trésorerie du 2<sup>ème</sup> semestre 2022, du 1<sup>er</sup> juillet au 31 décembre 2022, a été estimée par différence entre le flux de trésorerie disponible sur 12 mois du budget 2022 (397k€) issu du plan d'affaires et le flux de trésorerie disponible réalisé sur 6 mois du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2022 (-252k€).

Ainsi selon nos calculs, le montant de génération de trésorerie de Seres sur le 2<sup>ème</sup> semestre 2022 s'élèverait à 649k€.

Enfin, un dividende de 1.166k€ a été voté en juin 2022 et sera versé aux actionnaires de Seres au cours du deuxième semestre 2022 (pre *closing*).

L'endettement financier net ajusté estimé au 31 décembre 2022 de Seres s'élève ainsi à 967k€ et se présente comme suit :

<b>Seres - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</b>	
<b>En k€</b>	
<b>Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette au 30/06/2022</b>	<b>538</b>
+ Provisions pour litiges	98
- Cautionnements versés *	-185
<b>= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée au 30/06/2022</b>	<b>451</b>
- Génération de trésorerie du 2 <sup>ème</sup> semestre 2022**	-649
+ Dividendes versés au 2 <sup>ème</sup> semestre 2022	1 166
<b>= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée estimée au 31/12/2022</b>	<b>967</b>

Source : Management du Groupe Gorgé au 30/06/2022, analyse Crowe HAF  
 \* Hors dépôt de garantie sur les locaux  
 \*\* Estimation Crowe HAF

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de dette nette ajustée de 967k€.

### 3.1.2.3 - Baumert

La dette financière de Baumert s'élève à 28.857k€ au 30 juin 2022 et se compose de comptes courants d'associés consentis par Groupe Gorgé (18.771k€), d'emprunts auprès d'établissements de crédit (6.039k€) et de concours bancaires (4.047k€).

<b>Baumert - Dette financière / Trésorerie nette</b>	
<b>En k€</b>	<b>30/06/2022</b>
Comptes courants d'associés	18 771
Emprunts et dettes auprès des étab. de crédits	6 039
Concours bancaires	4 047
Dettes financières	28 857
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-502
<b>= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette</b>	<b>28 355</b>

Source : Management du Groupe Gorgé au 30/06/2022, analyse Crowe HAF

Au 30 juin 2022, la trésorerie de Baumert s'élève à 502k€, faisant apparaître une dette nette financière de 28.355k€.

Par ailleurs, nous avons intégré à la dette nette des éléments encaissables et décaissables au 30 juin 2022 et des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Nous avons considéré les provisions pour litige réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 30 juin 2022, ces provisions s'élèvent à 342k€ et correspondent à des provisions pour litiges prudhommaux. Nous avons également considéré les provisions pour indemnité de départ à la retraite comme réputées décaissables. Nous avons par ailleurs retraité l'économie d'impôt latente sur la provision pour indemnité de départ à la retraite. Au 30 juin 2022, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés au taux de 25,0%) s'élève à 178k€. Ainsi, le montant global de provisions pour risques et charges pris en compte dans la dette nette s'élève à 520k€.

Nous avons rajouté le montant des titres de participation pour 60k€ que la société détient comme minoritaire dans un petit bureau d'études.

Sur la base de dernières offres reçues, la valeur de marché de la SCI Meysse nette d'impôt s'élèverait à 302k€.

Nous avons retraité également le niveau de dettes fournisseurs échues pour 1.844k€ au 30 juin 2022.

Jusqu'à présent la société Baumert était en intégration fiscale avec Groupe Gorgé. Du fait de sa cession en 2022, nous comprenons que Baumert sortirait du groupe d'intégration fiscale et que Groupe Gorgé ne pourrait ainsi plus bénéficier des déficits réalisés par Baumert. Nous avons réalisé un calcul pour apprécier quel sera le niveau d'économie d'impôt sur les déficits reportables à compter de 2022 qui intégrerait les pertes nettes prévues de 2022 à 2024. Ces déficits ont été projetés et imputés sur des bénéfices imposables à compter de 2024, l'ensemble des déficits étant apurés à l'horizon 2028. Ainsi, le niveau de l'économie d'impôt actualisée<sup>7</sup> ressort à 358k€.

Selon le *reporting* du 30 juin 2022, la société a enregistré une charge de 908k€ en coûts de restructuration. Selon le management, 142k€ ont été décaissés au premier semestre 2022, 511k€ seront décaissés au deuxième semestre 2022 et le reliquat, soit 255k€ serait décaissé sur l'exercice 2023. Nous avons retenu le montant de 511k€ de coûts de restructuration à décaisser sur le 2<sup>ème</sup> semestre 2022 net d'impôts, soit 383k€.

Pour mettre en exergue un niveau d'endettement net au 31 décembre 2022 nous avons calculé le niveau de génération ou de consommation de trésorerie sur le 2<sup>ème</sup> semestre de l'exercice 2022. La génération ou consommation de trésorerie du 2<sup>ème</sup> semestre 2022, du 1<sup>er</sup> juillet au 31 décembre 2022, a été estimée par différence entre le flux de trésorerie disponible sur 12 mois du budget 2022 (-1.385k€) issu du plan d'affaires et le flux de trésorerie disponible réalisé sur 6 mois du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2022 (-3.936k€).

Ainsi selon nos calculs, le montant de génération de trésorerie de Baumert sur le 2<sup>ème</sup> semestre 2022 s'élèverait à 2.551k€.

L'endettement financier net ajusté estimé au 31 décembre 2022 de Baumert s'élève ainsi à 27.831k€ et se présente comme suit :

---

<sup>7</sup> Au coût moyen pondéré du capital de Baumert

<b>Baumert - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres</b>	
<b>En k€</b>	
<b>Dettes financières nettes</b>	<b>28 355</b>
+ Provisions pour risques et charges*	520
- Titres de participation	-60
- Valeur de marché SCI Meysse (net d'impôt)	-302
+ Dettes fournisseurs échues	1 844
- Valeur actualisée de l'économie d'impôt liée aux déficits reportables	-358
<b>= Dette financière nette ajustée au 30/06/2022</b>	<b>29 999</b>
+ Coûts de restructuration prévus sur le 2ème sem. 2022 (nets d'IS)	383
+ Génération de cash du 2ème semestre 2022 **	-2 551
<b>= Dette financière nette ajustée estimée au 31/12/2022</b>	<b>27 831</b>
- Créances du Groupe Gorgé converties en capital	-18 487
<b>= Dette financière nette ajustée estimée au 31/12/2022 hors CC</b>	<b>9 344</b>

Source : Management du Groupe Gorgé au 30/06/2022, analyse Crowe HAF  
\* Données communiquées par le Management au 30/06/2022  
\*\* Estimation Crowe HAF

Selon le management de Groupe Gorgé, le compte courant consenti à la société Baumert pour 18.487k€ au 30 juin 2022 sera capitalisé pré-cession. Par conséquent, ce montant a été donc retraité dans la dette nette. Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée estimée de 9.344k€.

### 3.1.3 - Pourcentage de participation de Groupe Gorgé dans VPI

Il est rappelé que Groupe Gorgé a réalisé avec le management de VPI une opération de LBO en 2019, les parties ayant conclu dans ce cadre un pacte d'actionnaires.

La valeur moyenne des fonds propres de VPI extériorisée à travers nos différentes méthodes d'évaluation présentées ultérieurement dans le présent rapport fait ressortir une valeur de sortie de 27,8m€, induisant un multiple de projet de 2,93x.

Sur cette base, les obligations convertibles détenues actuellement par Groupe Gorgé seraient converties à hauteur de 24,4% (le solde des OC, soit 75,6%, n'étant pas convertis).

En conséquence, la participation de Groupe Gorgé dans VPI devrait augmenter dans le cadre de la cession, passant de 70% à 76,3% à la suite de la conversion des obligations convertibles détenues par Groupe Gorgé qui découle du débouclage de l'opération de LBO réalisée en 2019.

### 3.1.4 - Pourcentage de participation de Groupe Gorgé dans Stedy

Il est rappelé que Groupe Gorgé dispose d'une créance en compte courant envers Stedy de 3,6m€ au 30 juin 2022.

Nous comprenons qu'une recapitalisation pré-cession du pôle ISP est envisagée (via une augmentation de capital par incorporation de créances).

La valeur des fonds propres de Stedy extériorisée à travers notre approche d'évaluation présentée ultérieurement dans le présent rapport fait ressortir une valeur de Stedy de 563k€, soit une valeur par action de 2,82€ (200.000 actions composant le capital de Stedy à date).

Sur cette base, la recapitalisation aurait pour conséquence la création de 2.117.491 actions au profit de Groupe Gorgé.

En conséquence, la participation de Groupe Gorgé dans Stedy devrait augmenter dans le cadre de la cession, passant de 65,0% à 97,0% à la suite de la recapitalisation pré-cession envisagée.

### 3.1.5 - Plans d'affaires

#### 3.1.5.1 - Construction et approbation

Les plans d'affaires des sociétés du pôle ISP utilisés dans le cadre de la présente opération de cession ont été élaborés au printemps 2022 dans le cadre du processus budgétaire usuel de Groupe Gorgé. Seules les prévisions de Baumert ont depuis été actualisés et dégradés sur la base des données financières réalisés au 30 juin 2022, les agrégats réalisés par VPI et Seres au 30 juin 2022 étant selon le management de Groupe Gorgé en ligne avec le budget.

Nous comprenons qu'à l'instar des plans d'affaires préparés historiquement par les directions générale et financière des sociétés du pôle ISP, ils n'ont pas été soumis au Conseil d'Administration de Groupe Gorgé pour approbation.

Nous nous sommes toutefois fait confirmer par la direction financière de Groupe Gorgé à travers une lettre d'affirmation que les hypothèses opérationnelles prévisionnelles des sociétés du pôle ISP qui nous ont été communiquées, reflètent la situation future que les directions financière et générale des sociétés du pôle ISP estiment la plus probable.

#### 3.1.5.2 - Périmètre des plans d'affaires et horizon

Les plans d'affaires des sociétés du pôle ISP sont des *business plan* consolidés (à l'exception de Seres qui ne comporte qu'une seule entité juridique).

Ils ont été élaborés sur une durée de :

- 5 ans pour VPI (exercice clos du 31 décembre 2022 au 31 décembre 2026) ;
- 3 ans pour Seres et Baumert (exercice clos du 31 décembre 2022 au 31 décembre 2024).

Les plans d'affaires n'intègrent pas d'opérations de croissance externe et reposent sur l'évolution du périmètre actuel des sociétés du pôle ISP. Par ailleurs, les plans d'affaires ont été élaborés en intégrant les tendances macroéconomiques qui ont un impact sur l'activité des sociétés du pôle ISP et qui résultent de la reprise économique post Covid-19 et le conflit en Ukraine (principalement via la hausse des coûts de l'énergie et de l'inflation générale qui en résulte, les tensions sur le marché du recrutement, etc...).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution des prises de commande et du résultat (gain ou perte) d'appels d'offres notamment sur Baumert,
- au niveau de la marge sur affaires qui évolue selon les coûts directs incluant de la main d'œuvre directe ainsi que des charges directes,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) fondé sur la prépondérance des frais de personnel indirect (services support) et frais généraux (location immobilière et de véhicules, honoraires, entretiens et maintenance, assurances, frais de déplacements), mais également à la participation des salariés et intéressement (VPI et Seres), aux frais de R&D et au CIR (Seres),
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques des sociétés du pôle ISP et de la croissance attendue sur les marchés sur lesquels ces sociétés opèrent.

A noter que concernant Stedy, aucun plan d'affaires n'a été réalisé dans la mesure où Groupe Gorgé a pris la décision de limiter les investissements dans cette société dont l'activité, étroitement liée à celle de Seres, n'a plus vocation à être développée.

### 3.1.5.3 - Extrapolation du plan d'affaires

Les prévisions du management se limitant à l'horizon 2024 pour Seres et Baumert et à l'horizon 2026 pour VPI, nous avons, sur la base d'échanges que nous avons eu avec le management de ces sociétés, extrapolé les prévisions du plan d'affaires jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2027, année sur la base de laquelle nous avons déterminé le flux normatif

## 3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes pour valoriser les sociétés du pôle ISP :

- Référence à l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs,
- Référence à la valeur nette comptable des titres des sociétés du pôle ISP dans les comptes de Groupe Gorgé,
- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.

### 3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future des sociétés du pôle ISP. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs des sociétés.

A titre indicatif, les actifs nets comptables (capitaux propres part du groupe) des sociétés du pôle ISP au 31 décembre 2021 s'élèvent à :

- -4.490k€ pour VPI ;
- 1.142k€ pour Seres ;
- -2.378k€ pour Stedy ;
- -19.894k€ pour Baumert.

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

### 3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés *holdings* ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.



Cette approche n'est donc pas pertinente pour évaluer des sociétés comme celles du pôle ISP qui ne dispose pas à notre connaissance d'actifs dissociables de l'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

### 3.2.3 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à évaluer une société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distributions futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résultent, nous n'avons pas mis en œuvre l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

Cette méthode nous semble par ailleurs redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la Société à générer des flux.

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

### 3.2.4 - Référence à la valeur nette comptable des titres des sociétés du pôle ISP dans les comptes du Groupe Gorgé

La référence à la valeur nette comptable des titres consiste à évaluer les sociétés du pôle ISP par référence à la valeur d'inventaire des titres détenus par sa société mère, soit Groupe Gorgé dans le cas présent.

La valeur nette reflète la valeur d'acquisition historique des titres diminuée de dépréciations éventuelles permettant de constater la perte de valeur de la société depuis l'acquisition.

Les titres des sociétés du pôle ISP sont détenus par Groupe Gorgé à la date du présent rapport à hauteur de :

- 70% pour VPI ;
- 70% pour Seres ;
- 65% pour Stedy ;
- 100% pour Nucléaction (Baumert).

Cette référence de valorisation n'est pas pertinente dans le cas présent car la part du capital détenu aujourd'hui par Groupe Gorgé dans ces sociétés résulte d'acquisitions de titres de ces sociétés qui remontent à de nombreuses années et n'ont donc pas un caractère récent.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre informatif seulement, le prix de revient des titres des sociétés du pôle ISP chez Groupe Gorgé s'élève à :

- 2.100 k€ pour VPI (société créée dans le cadre du LBO réalisé en 2019) ;
- 990 k€ pour Seres (société acquise par Groupe Gorgé en 2012) ;
- 1.010 k€ pour Stedy (société créée en 2019) ;
- 37 k€ pour Nucléaction (société acquise par Groupe Gorgé en 2007).

### 3.2.5 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à analyser la valeur de la société extériorisée lors des principales transactions récentes sur le capital des sociétés du pôle ISP.

Il n'existe pas à notre connaissance de transactions récentes significatives (moins de deux ans) sur le capital de ces sociétés.

Nous ne retiendrons donc pas en synthèse cette référence d'évaluation.

### 3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes d'évaluation suivantes :

- la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (pour toutes les sociétés hors Stedy) ;
- la méthode des comparables boursiers (pour VPI et Seres) ;
- la méthode des transactions comparables (pour VPI et Seres) ;
- l'approche par la valeur vénale d'une coquille juridique agréementée CIR (pour Stedy).

#### 3.3.1 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

##### 3.3.1.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2024 (Seres et Baumert) et 31 décembre 2026 (VPI) d'après les plans d'affaires construits au printemps 2022 par les directions générale et financière des sociétés du pôle ISP (et actualisés sur la base des résultats au 30 juin 2022 pour Baumert), puis ont été estimés jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2027 sur la base d'hypothèses d'extrapolation que nous avons retenues en concertation avec le management de ces sociétés.

Pour rappel, les plans d'affaires ont été retraités des effets de la norme IFRS 16 concernant les loyers, que nous avons considérés en intégralité comme une charge d'exploitation dans le plan d'affaires sans les intégrer à la dette financière.

##### 3.3.1.2 - Analyse du plan d'affaires

##### 3.3.1.3 - VPI

##### Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par le management de la société sur la période 2022-2026. Nous avons extrapolé le chiffre d'affaires sur l'année 2027.

Les prévisions de croissance de chiffre d'affaires intègrent des risques actuels identifiés par le management de la société tels que le caractère cyclique du BTP dont dépend VPI, les tensions sur les recrutements avec une pénurie de ressources qualifiées pour répondre aux différents projets, ainsi que la hausse de prix des matières qui composent les équipements installés.

Les projections de croissance résultent de l'apurement du carnet de commandes existants, de l'augmentation du nombre de grands projets sur des sites industriels techniques et des projets tertiaires d'envergure, et de la part croissante des activités récurrentes (maintenance notamment).

Le management prévoit un chiffre d'affaires 2022 en croissance de près de 7% par rapport à 2021.

Les principaux leviers de croissance identifiés par le management sur la durée du plan d'affaires sont l'obtention de nouveaux projets pour les événements d'envergure comme les Jeux Olympiques 2024, le métro parisien, ainsi que d'autres projets pour des grandes usines pour lesquelles la société a remporté déjà plusieurs appels d'offres.

La nature de ces projets reste exceptionnelle et non normative, et le management de la société n'a pas la certitude de pouvoir garder cette tendance haussière des projets de telle ampleur sur du long-terme, une fois que ces projets, jugés très exceptionnels, seront livrés.

Le management prévoit une croissance du chiffre d'affaires de 2% par an sur la durée du plan d'affaires pour tenir compte des aléas liés à l'obtention de nouveaux projets à fort potentiel, à l'approvisionnement en matières premières, et à la hausse des taux d'intérêts qui devrait réduire l'activité du BTP. A cela s'ajoutent les risques géopolitiques issus du conflit en Ukraine.

De ce fait, le chiffre d'affaires projeté par le management de la société ne dépasse pas les 2% de croissance par an sur la période 2023-2026. Nous avons décidé de maintenir cette croissance pour l'année 2027 également.

#### Analyse de la marge sur affaires

La marge sur affaires de VPI devrait progresser en 2022 à près de 30% du fait de la taille des projets de plus grande envergure et générateur davantage de marge.

Elle devrait connaître une légère baisse en 2023 pour tenir compte de l'inflation salariale de la main d'œuvre directe (plusieurs augmentations de salaires déjà effectuées sur l'exercice 2022 et une autre augmentation prévue début 2023). En effet, nous comprenons que la hausse du coût de la main d'œuvre directe ne peut pas être répercutée immédiatement sur les prix de vente car les contrats sont signés pour une durée de 3 à 5 ans sans clause de révision de prix. Seuls les nouveaux projets pourront être ajustés à un prix supérieur pour maintenir les marges.

La marge sur affaires devrait néanmoins progresser par la suite légèrement jusqu'en 2025 avant de rester stable jusqu'en 2026.

Nous avons maintenu en 2027 ce niveau de marge sur affaires qui se situe à un niveau proche de celui observé en 2020.

#### Analyse de la marge d'EBITDA

Pour faire face aux tensions sur le recrutement, le management a pris la décision d'appliquer plusieurs augmentations de salaires sur l'exercice 2022 et une augmentation significative début 2023.

De ce fait, les frais de personnel indirect devraient croître progressivement et à un rythme à peine plus soutenu que le chiffre d'affaires sur la durée du business plan pour atteindre 8m€ à l'horizon 2026.

Les frais généraux devraient quant à eux progresser d'environ 2% par an sur la durée du plan d'affaires.

Le taux de marge d'EBITDA de la société devrait rester stable sur la durée du plan d'affaires. Un taux de marge d'EBITDA stable a été retenu en 2027 (année d'extrapolation), avec une légère amélioration intégrant une absorption de certains frais fixes inclus dans les frais de personnel indirect et frais généraux.

Nous avons ajusté l'EBITDA de la CVAE. In fine, la marge d'EBITDA ajustée s'établira en moyenne à plus de 5% sur la durée du plan d'affaires.

#### Analyse de la marge d'EBIT

Les dotations aux amortissements correspondent essentiellement aux amortissements des immobilisations corporelles. Ils devraient diminuer légèrement sur la période du plan d'affaires, la société n'ayant pas prévu d'investissements significatifs d'ici 2026. Ils devraient évoluer de 0,7% à 0,4% du chiffre d'affaires de 2022 à 2027.

Le taux de marge d'EBIT devrait s'établir en moyenne à 5,0% sur la durée du plan d'affaires.

En 2027, année d'extrapolation, il devrait suivre la même tendance que l'EBITDA et progresser légèrement pour atteindre 5,2%.

#### Analyse de l'impôt

Nous avons procédé au calcul de la charge d'impôt sur la base de l'EBIT ajusté hors CIR. Depuis 2019, la société ne bénéficie plus du CIR. Les calculs de l'impôt reposent sur les taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2022 (25% à partir de 2022). En absence d'une contribution sociale additionnelle, le taux d'impôt théorique reste à 25,0% à l'horizon du plan.

#### Analyse du plan d'investissements

Le plan d'affaires communiqué par le management de la société ne prévoyait pas d'hypothèses d'investissements. Par conséquent, nos hypothèses reposent sur nos échanges avec le management de la société.

Les investissements prévus sur la période du plan concernent exclusivement des investissements en matériel de bureau et informatique.

Le niveau d'investissement devrait s'élever à 150k€ par an sur la durée du business plan, montant que nous avons conservé en 2027.

#### Analyse du Besoin en fonds de roulement

Le plan d'affaires communiqué par le management de la société ne prévoyait pas d'hypothèses de BFR. Par conséquent, nos hypothèses reposent sur nos analyses et nos échanges avec le management.

L'analyse historique du BFR de VPI a été développée en §1.1.4.7 de notre rapport.

Le niveau du BFR à fin 2022 a été estimé sur la base du BFR mensuel observé entre le 1<sup>er</sup> janvier 2021 et le 30 juin 2022. Du fait de son activité de services, le BFR de la société est structurellement négatif. Selon le management, la société peine toutefois à recouvrir certaines créances clients échues, cette tendance étant encore lisible sur les six premiers mois d'activité en 2022. D'un autre côté, elle a perçu sur le 1<sup>er</sup> semestre 2022 un certain nombre d'acomptes de clients importants ayant eu un impact significatif sur son BFR au 30 juin 2022.

Par conséquent, le BFR devrait représenter -16,2% de chiffre d'affaires à fin 2022. Nous comprenons que le BFR devrait revenir progressivement à un niveau plus proche de celui observé fin 2021 (-12,8%), niveau considéré comme plus normatif et que nous avons retenu à l'horizon 2027.

### Conclusion

Compte tenu de la croissance réalisée par la société depuis 2019, les hypothèses du plan d'affaires en matière de niveau d'activité semblent prudentes. Elles restent néanmoins cohérentes au regard des risques identifiées par le management (issus du contexte macroéconomique actuel et de la dépendance au secteur du BTP).

D'après nos échanges avec le management, nous comprenons que le chiffre d'affaires réalisé au premier semestre 2022 par VPI est en très léger retrait par rapport au budget sans remettre en cause le niveau de l'activité prévu pour l'année 2022 et sur la suite du plan d'affaires.

Les hypothèses du plan d'affaires semblent cohérentes en matière de rentabilité avec un niveau de profitabilité proche de ceux observés sur les années 2020 et 2021, ce niveau leur restant toutefois supérieur mettant en avant le caractère ambitieux du plan d'affaires.

#### 3.3.1.4 - Seres

### Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par le management de la société sur la période 2022-2024. Nous avons extrapolé les chiffres d'affaires sur les années 2025-2027.

Les projections de croissance sont construites dans la continuité de la trajectoire de croissance historique depuis 2019 et intègrent des leviers de croissance identifiés par le management de la société tels que :

- La multiplication des appels d'offres dans le secteur du nucléaire autour de nouvelles technologies (SMR<sup>8</sup>) et des contraintes réglementaires renforcées (notamment du fait de l'accident à Fukushima) ;
- Le secteur militaire dans le contexte du conflit en Ukraine dans la mesure où Seres dispose d'une forte expertise dans la construction de porte-avions et sous-marins ;
- L'explosion naissante du secteur du dihydrogène dans la mobilité.

Elles se fondent également sur une tendance haussière du marché des services d'ingénieries et d'études techniques.

A contrario, les projections intègrent également des risques liés à la tension sur les recrutements avec une pénurie de ressources qualifiées disponibles sur le marché, ressources nécessaires pour répondre aux différents appels d'offres.

De ce fait, le chiffre d'affaires devrait progresser de plus de 10% en 2022, puis d'environ 15% en moyenne de 2022 à 2024.

Nous avons extrapolé les croissances du chiffre d'affaires sur la période 2025-2027 pour tendre progressivement vers un niveau normatif de croissance de 2% à l'horizon normatif.

---

<sup>8</sup> Small Modular Reactor

### Analyse de la marge sur affaires

Le niveau observé sur la durée du plan d'affaires est légèrement en dessous de la marge moyenne observée pour Seres historiquement en moyenne sur la période 2019-2021 (35,1%).

Les charges sur affaires intègrent essentiellement des charges salariales. Selon le management, il existe une demande forte de la main d'œuvre qualifiée. Par conséquent, pour rester compétitive, la société se voit obligée d'offrir des salaires attractifs, d'où la baisse du taux de marge sur affaires en 2022.

Au regard de la poursuite de ces fortes tensions sur le recrutement et l'inflation salariale qui en résulte, le niveau de marge sur affaires devrait à nouveau être en recul en 2023.

Ce niveau a été maintenu par le management également en 2024.

Sur la période extrapolée (2025-2027), nous avons conservé ce niveau de marge sur affaires.

### Analyse de la marge sur coûts directs

La marge sur coûts directs intègre les frais de R&D et le CIR.

Elle s'établit à plus de 30% en 2022 et devrait légèrement progresser en 2023 du fait de la réduction importante des frais de R&D compensée en partie par la baisse du CIR.

A compter de 2023, les frais de R&D restent stables relativement au chiffre d'affaires sur la durée de plan d'affaires ainsi que sur la période extrapolée. Le produit de CIR progresse quant à lui à la même hauteur que le chiffre d'affaires.

Ainsi, le taux de marge sur coûts directs s'établirait au même niveau qu'en 2023 sur toute la durée du plan d'affaires ainsi que la période extrapolée.

### Analyse de la marge d'EBITDA

Après être resté plutôt stables en 2022, les frais de personnel indirect devraient progresser en 2023 à un rythme moins soutenu que l'activité. Ils devraient ainsi représenter 10,4% du chiffre d'affaires en 2023 et 2024. Entre 2025 et 2027, la progression des charges de personnel indirect devrait ralentir et ces derniers devraient représenter près de 10% du chiffre d'affaires.

Les frais généraux, qui devraient connaître une forte progression en 2022 du fait du changement de siège social et du doublement de la superficie des agences de Lyon et Aix-en-Provence, progresseraient pour atteindre plus de 1,7m€ en 2024. Cette progression se poursuivrait de 2025 à 2027 pour soutenir le développement de l'activité, pour atteindre près de 2,1m€ à l'horizon 2027.

Le taux de marge d'EBITDA de la Société devrait ainsi atteindre 10% en 2022 et progresser jusqu'en 2027.

Nous avons ajusté l'EBITDA de la CVAE. La marge d'EBITDA ajusté s'établirait en moyenne à plus de 10% sur la durée du plan d'affaires.

### Analyse de la marge d'EBIT

Les dotations aux amortissements correspondent principalement aux amortissements des immobilisations corporelles (matériel informatique, aménagement de locaux, etc..). Ils devraient s'élever à 1,1% sur la durée du plan d'affaires.

Le taux de marge d'EBIT devrait s'établir en moyenne à légèrement moins de 10% sur la durée du plan d'affaires, avant de progresser légèrement pour dépasser 10% à l'horizon 2027.

### Analyse de l'impôt

Nous avons procédé au calcul de la charge d'impôt sur la base de l'EBIT ajusté hors CIR. La société Seres bénéficiera d'un CIR sur la période du plan d'affaires (représentant environ 3% du chiffre d'affaires).

Les calculs de l'impôt reposent sur les taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2022 (25% à partir de 2022). En absence d'une contribution sociale additionnelle, le taux d'impôt théorique reste à 25,0% à l'horizon du plan.

### Analyse du plan d'investissements

Le plan d'affaires communiqué par le Management de la société ne prévoyait pas d'hypothèses d'investissements. Par conséquent, nos hypothèses reposent sur nos échanges avec le Management.

Les investissements prévus sur la période du plan concernent exclusivement des investissements du matériel de bureau et informatique qui devraient représenter 1,4% du chiffre d'affaires.

Sur la période extrapolée, ils devraient progresser légèrement.

### Analyse du Besoin en fonds de roulement

Le plan d'affaires communiqué par le management de la société ne prévoyait pas d'hypothèses de BFR. Par conséquent, nos hypothèses reposent sur nos analyses et nos échanges avec le management.

L'analyse historique du BFR de Seres a été développée en §1.1.4.8 de notre rapport.

Le niveau du BFR à fin 2022 a été estimé sur la base du BFR mensuel observé entre le 1er janvier 2021 et le 30 juin 2022.

Le BFR devrait représenter 15,0% de chiffre d'affaires à fin 2022, soit un niveau légèrement supérieur à ce qui était observé à fin 2021 et fin 2020. Nous comprenons que le BFR devrait revenir progressivement à un niveau plus proche de celui observé fin 2021 (11,9%), niveau considéré comme plus normatif et que nous avons retenu à l'horizon 2027.

### Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée par la société et des leviers de croissance envisagés, les hypothèses du plan d'affaires en matière de croissance, bien qu'ambitieuses, semblent réalistes.

D'après nos échanges avec le management, nous comprenons que le chiffre d'affaires réalisé au premier semestre 2022 par la société Seres est très légèrement supérieur aux prévisions du budget pour le 1<sup>er</sup> semestre 2022, sans que cela ne remette en cause le budget de l'année 2022 et la suite du plan d'affaires.

Les hypothèses du plan d'affaires semblent cohérentes à l'horizon du plan d'affaires en matière de rentabilité au regard de la profitabilité historique de la société (en 2021 notamment) et du niveau de profitabilité anticipé de 2022 à 2024 chez les sociétés cotées comparables qui opèrent dans le secteur de l'ingénierie.

### 3.3.1.5 - Baumert

#### Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par le management de la société sur la période 2022-2024. Nous avons extrapolé les chiffres d'affaires sur les années 2025-2027.

Les prévisions de croissance de chiffre d'affaires se fondent principalement sur : l'apurement du carnet de commande existant notamment sur le projet HPC<sup>9</sup>, l'obtention de nouvelles affaires avec des marges restaurées portées par l'extension du projet avec HPC conclu le 18 octobre 2022 et de projets pour le compte d'EDF en France et au Royaume Uni.

La stratégie de Baumert repose également sur une volonté de limiter les risques relatifs aux activités de services. Le projet de Baumert est de transformer son positionnement actuel pour se tourner vers un positionnement de DMS<sup>10</sup>, qui aura pour effet de ne plus réaliser les installations et la maintenance des portes.

Selon le management, la société est aujourd'hui structurée de manière à assurer la réalisation d'un chiffre d'affaires entre 25,0m€ et 30,0m€ par an. Au-delà de ce niveau d'activité, des investissements supplémentaires seraient nécessaires.

Le management de la société prévoit une croissance de l'ordre de 2% en 2022, et anticipe une nouvelle hausse de l'activité pour 2023 (de l'ordre de +5%) avant un léger recul en 2024 du fait de la séquentialité de l'avancement des différents projets de la société.

Sur la période extrapolée, une croissance de 5% par an a été projeté de 2024 à 2026.

Le business plan envoyé par le management n'intégrant pas le gain d'appels d'offres liés aux EPR 2 français annoncés par le gouvernement début 2022, nous avons sur la base de nos échanges avec le management intégré l'hypothèse de gain d'appels d'offres et des premières livraisons dès 2027 pouvant permettre à la société de générer 30m€ de chiffre d'affaires au-delà de cet horizon.

#### Analyse de la marge sur affaires

Le niveau observé sur la durée du plan d'affaires est au-dessus de la marge moyenne observée pour Baumert historiquement en moyenne sur la période 2019-2021 (18,6%).

L'amélioration des marges prévue en 2023, 2024 s'explique par la finalisation de certains projets (notamment ITER) à marge embarquée négative sur 2021 et des projets construits autour de

---

<sup>9</sup> Hinkley Point C (centrale nucléaire en cours de construction au Royaume-Uni)

<sup>10</sup> Designer, Manufacturer & Supplier



niveaux de marge améliorés résultant des différentes initiatives opérationnelles présentées précédemment.

Le niveau de la marge sur affaires s'améliore sur la durée du business plan et passe de moins de 20% en 2022 à plus de 25% en 2024.

Sur la période extrapolée, il a été projeté une continuation de l'amélioration de la marge sur affaires pour tendre vers un niveau de 30% à l'horizon normatif.

#### Analyse de la marge d'EBITDA

Alors que Baumert devrait connaître une nouvelle perte opérationnelle en 2022, le retour à la profitabilité devrait s'opérer en 2023 du fait d'une forte hausse de la marge sur affaires et d'une baisse conséquente de la main d'œuvre indirecte

Le taux de marge d'EBITDA de la société devrait passer de -5,0% en 2022 à plus de 3% en 2024.

Sur la période extrapolée, il a été projeté en progression constante pour atteindre plus de 5% en 2027, cette progression découlant de l'amélioration de la marge sur affaires et d'une meilleure absorption des frais de structure (main d'œuvre indirecte et frais généraux) du fait de la hausse d'activité.

Le niveau de marge d'EBITDA est nettement supérieur aux niveaux de marge d'EBITDA réalisés par Baumert depuis 2017, tout en restant inférieur aux niveaux de marge de Baumert pré 2017 (période de haut niveau de performance qui intégrait les contrats en Chine, un marché porteur, des affaires notables bien margées en France, une gestion opérationnelle efficace).

Nous avons ajusté l'EBITDA de la CVAE. La marge d'EBITDA ajusté s'établirait en moyenne à moins de 5% sur la durée du plan d'affaires.

#### Analyse de la marge d'EBIT

Les dotations aux amortissements correspondent aux amortissements des immobilisations corporelles ainsi qu'aux amortissements liés aux frais de R&D activés historiquement.

Les dotations aux amortissements devraient diminuer sur la durée du plan d'affaires.

Sur la période extrapolée, les amortissements devraient poursuivre leur baisse, la société n'ayant pas projeté d'investissements significatifs sur la durée du plan d'affaires ni de capitaliser de nouveaux frais de R&D (la porte « Agil » étant désormais commercialisée).

Le taux de marge d'EBIT devrait progresser pour atteindre près de 5% à l'horizon 2027.

#### Analyse de l'impôt

Nous avons procédé au calcul de la charge d'impôt sur la base de l'EBIT ajusté hors CIR. La société Baumert bénéficiera d'un CIR sur la période du plan d'affaires.

Les calculs de l'impôt reposent sur les taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2022 (25% à partir de 2022). En absence d'une contribution sociale additionnelle, le taux d'impôt théorique reste à 25,0% à l'horizon du plan.

Pour rappel, les économies d'impôts relatives aux déficits reportables et aux pertes réalisées sur les années 2022-2024 du plan d'affaires sont prises en compte dans le calcul des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

#### Analyse du plan d'investissements

Le plan d'affaires communiqué par le Management de la société ne prévoyait pas d'hypothèses d'investissements. Par conséquent, nos hypothèses reposent sur nos échanges avec le Management.

Les investissements prévus sur la période du plan concernent exclusivement les investissements additionnels pour améliorer et adapter le processus actuel à savoir : achat d'une machine d'enrubannage, achat d'engins de levage et aménagement de l'usine.

Le niveau d'investissement s'élèvera à 100k€ par an sur la durée du business plan, niveau que nous avons maintenu sur la période extrapolée.

#### Analyse du Besoin en fonds de roulement

Le plan d'affaires communiqué par le management de la société ne prévoyait pas d'hypothèses de BFR. Par conséquent, nos hypothèses reposent sur nos analyses et nos échanges avec le management.

L'analyse historique du BFR de Baumert a été développée en §1.1.4.10 de notre rapport.

Le niveau du BFR en année 2022 a été calculé sur la base du BFR mensuel observé entre le 1er janvier 2021 et le 30 juin 2022.

Le BFR devrait représenter -11,6% de chiffre d'affaires à fin 2022, soit un niveau équivalent à ce qui était observé à fin 2021 et que nous avons retenu jusqu'à l'horizon 2027.

#### Conclusion

Compte tenu de la performance historique de Baumert depuis 2017, les hypothèses du plan d'affaires en matière de croissance de l'activité semblent raisonnables et cohérentes.

D'après nos échanges avec le management, nous comprenons que le chiffre d'affaires réalisé au premier semestre 2022 par la société Baumert est en ligne avec le budget.

Les hypothèses du plan d'affaires semblent cohérentes à l'horizon du plan d'affaires en matière de progression de la rentabilité. Elles sont néanmoins ambitieuses au regard de la profitabilité observée chez Baumert au cours des 5 dernières années.

### 3.3.1.6 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1<sup>er</sup> octobre 2022.

En cohérence avec les dettes nettes retenues estimées au 31 décembre 2022, les flux de l'exercice 2022 n'ont pas été intégrés dans la valeur d'entreprise, le flux de trésorerie réalisés sur le 2<sup>ème</sup> semestre étant pris en compte via la génération ou la consommation de trésorerie sur l'exercice 2022 dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

### 3.3.1.7 - Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		VPI	Seres	Baumert
Taux sans risque	(1)	1,78%	1,78%	1,78%
Prime de risque du marché	(2)	7,34%	7,34%	7,34%
Beta désendetté	(3)	0,63	0,86	0,80
Gearing	(4)	1,1%	3,6%	45,3%
Beta endetté	(5)	0,64	0,88	1,07
Prime de taille	(6)	5,12%	5,20%	5,70%
Prime de risque spécifique				1,00%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>(7)</b>	<b>11,59%</b>	<b>13,44%</b>	<b>16,34%</b>
Coût de la dette	(8)	3,3%	3,3%	8,7%
Taux d'IS	(9)	25,0%	25,0%	25,0%
<b>Coût de la dette après impôts</b>		<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>6,5%</b>
D/(D+CP)		1%	4%	31%
CP/(D+CP)		99%	96%	69%
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>(10)</b>	<b>11,49%</b>	<b>13,05%</b>	<b>13,28%</b>

(1) OAT 10 ans - moyenne 6 mois au 30 septembre 2022

(6) Moyenne Ibbotson/CCEF

(2) Fairness Finance - Moyenne 6 mois au 30 septembre 2022

(7) Formule du modèle CPAM

(3) Médiane 2 ans des comparables

(8) Coût de la dette S&P Ratings (Investment Grade pour VPI et Seres, High Yield pour Baumert)

(4) Gearing de la Société (VPI & Seres), Gearing des comparables boursiers (Baumert)

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

(5) Formule de Hamada

(10) Formule  $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Les taux d'actualisation résultant de notre approche s'élèvent à 11,49% pour VPI, à 13,05% pour Seres et à 13,28% pour Baumert.

Ils sont calculés sur la base des hypothèses suivantes :

- le taux sans risque basé sur la moyenne 6 mois au 30 septembre 2022 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 1,78% ;
- une prime de risque du marché actions France de 7,34% calculée par Fairness Finance à fin septembre 2022.
- un *gearing* de 1,1% pour VPI et de 3,6% pour Seres correspondant au *gearing* (ratio dette nette / valeur de capitaux propres) des sociétés, calculé sur la base des dettes financières (hors dette de loyer) de chacune de société au 30 juin 2022, et de la valeur des fonds propres induite de nos calculs. Le *gearing* attribué à Baumert correspond au *gearing* (ratio dette nette / valeur de la capitalisation boursière) des sociétés comparables cotées et s'élève à 45,3% ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté retenu correspond à la médiane des bêtas 2 ans des sociétés cotées comparables affichant un coefficient de détermination R<sup>2</sup> supérieur à 10%. Il s'élève à 0,63 pour VPI, à 0,86 pour Seres et de 0,80 pour Baumert ;
- la prime de taille retenue, s'élève à 5,12% pour VPI, à 5,20 pour Seres et à 5,70% pour Baumert. Elle est fondée sur la moyenne de l'étude internationale de Roger Ibbotson (publiée par Duff & Phelps en 2020) et de celle de la CCEF<sup>11</sup> publiée en 2022. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- une prime de risque spécifique de 1% a été retenue concernant Baumert pour intégrer le risque de retournement de la société et de non-réalisation de son plan d'affaires ; et
- un coût de la dette après impôt de 2,5% pour VPI et Seres et de 6,4% pour Baumert, obtenu sur la base de taux fournis par S&P Ratings pour un horizon de 10 ans de 3,31% pour VPI et Seres (*investment grade*) et de 8,7% pour Baumert (*high yield*) et un taux d'impôt effectif de 25,0%.

<sup>11</sup> Compagnie des Conseils et Experts Financiers

### 3.3.1.8 - Calcul de la valeur terminale

Les valeurs terminales ont été déterminées à l'horizon extrapolé des plans d'affaires (2027) à partir d'un cash-flow disponible normatif, calculé à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0% pour les sociétés VPI, Seres et Baumert, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie et de chaque secteur sur le long terme ;
- Un niveau de marge d'EBITDA respectif pour les sociétés VPI, Seres et Baumert de 6,0%, 12,5% et de 6,5%. ;
- Un taux d'impôt normatif de 25,0% correspondant au taux d'impôt anticipé en France à compter de 2022, les sociétés ne dépassant pas le seuil de règlement d'impôt de 763k€, elles ne sont pas soumises au paiement d'une contribution additionnelle ;
- Un niveau des amortissements à celui des investissements qui représentent respectivement 0,3%, 1,1% et 0,3% du chiffre d'affaires. Le niveau d'amortissement de Baumert s'élève à 1,3% du chiffre d'affaires correspond à la somme des dotations aux amortissements et de l'amortissement de la R&D capitalisée historiquement ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini pour chaque société évaluée.

### 3.3.1.9 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	VPI	Seres	Bamert
<b>En m€</b>			
Flux de trésorerie actualisés cumulés	7,3	5,9	2,9
Valeur terminale actualisée	15,0	11,7	6,8
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>22,3</b>	<b>17,6</b>	<b>9,7</b>
Dette financière (-) / Trésorerie (+) nette ajustée estimée au 31/12/2022	-0,2	-1,0	-9,3
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>22,1</b>	<b>16,6</b>	<b>0,4</b>

La valeur d'entreprise des sociétés du pôle ISP s'élève selon cette méthode à 22,3m€ pour VPI, à 17,6m€ pour Seres et à 9,7m€ pour Baumert.

Après prise en compte de la dette financière ou trésorerie nette ajustée estimée au 31/12/2022<sup>12</sup>, la valeur des fonds propres des sociétés du pôle ISP s'élève selon cette méthode à 22,1m€ pour VPI, à 16,6m€ pour Seres et à 0,4m€ pour Baumert.

### 3.3.2 - Méthode des comparables boursiers

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats des différentes sociétés évaluées les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités

---

<sup>12</sup> Post conversion des OC pour VPI

similaires. Notre approche repose, pour chaque société évaluée, sur l'application d'un multiple sur l'EBIT et l'EBITDA.

L'approche par les comparables boursiers a été mise en œuvre pour les sociétés VPI et Seres pour le biais de deux échantillons distincts.

Il convient de noter que l'approche par les comparables boursiers n'est pas applicable à la société Baumert pour les raisons suivantes :

- Baumert présente des marges opérationnelles en croissance et non normatives sur la période d'analyse prévisionnelle sur lesquels sont calculés les multiples boursiers des sociétés cotées comparables (2022 à 2024).
- Les prévisions du plan d'affaires entre 2022 et 2024 n'intègrent pas le gain potentiel des nouveaux appels d'offres liés aux nouveaux EPR<sup>13</sup> en France (premières commandes potentielles en 2027 seulement).
- Le secteur d'activité du nucléaire étant cyclique, la méthode ne peut pas reposer sur seulement deux ou trois ans d'agrégats.

Nous avons retenu cette méthode dans la mesure où les sociétés retenues présentent des activités proches de celles de VPI et de Seres, cette méthode étant une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires.

Nous avons retenu les multiples :

- d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements ;
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Par ailleurs, il est à noter que nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBITDA et les EBIT des sociétés comparables en cohérence avec les agrégats de la Société que nous avons retraité sur la même période et la dette nette retenue (pré IFRS 16).

Nous avons également retraité l'ensemble des dettes nettes des sociétés comparables de l'impact des normes comptables IFRS 16 et ASC 842 (US GAAP) pour les sociétés américaines des échantillons (dette de loyer).

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires en raison du différentiel de profitabilité existant entre les sociétés des échantillons et les sociétés à évaluer ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

### 3.3.2.1 - VPI

#### 3.3.2.1.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité de VPI.

---

<sup>13</sup> European Pressurized Reactor ou Réacteur Pressurisé Européen

Nous avons dans un premier temps identifié les sociétés Malkowski-Martech et Mercor SA. Ces dernières proposent des dispositifs contre les incendies et des systèmes de sécurité. Cependant, ces sociétés ne disposant pas de prévisions effectuées par les analystes, nous ne les avons pas retenues dans notre échantillon de sociétés cotées comparables.

L'échantillon retenu pour la société VPI repose sur des sociétés cotées agissant dans le secteur de la protection et de la sécurité. Les sociétés sélectionnées proposent notamment des services de vente, d'installation et de maintenance de systèmes de protection contre les incendies.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés européennes, américaines et japonaises actives sur le secteur de la protection incendie et se présente comme suit :

<b>Présentation des sociétés comparables</b>			
<b>Comparables boursiers</b>	<b>Pays</b>	<b>Capitalisation boursière* (en m€)</b>	<b>Chiffre d'affaires 2021 (en m€)</b>
Johnson Controls International plc	Irlande	37 754	20 421
Carrier Global Corporation	Etats-Unis	34 154	18 125
SECOM CO., LTD.	Japon	13 724	7 980
ADT Inc.	Etats-Unis	7 009	4 667
Nohmi Bosai Ltd.	Japon	738	831
<b>Moyenne</b>		<b>18 676</b>	<b>10 405</b>
<b>Médiane</b>		<b>13 724</b>	<b>7 980</b>

Source : Capital IQ

\*Moyenne 1 mois à fin septembre 2022

Les cinq sociétés comparables à VPI opérant dans le marché de la protection et de la sécurité sont décrites ci-dessous :

- Johnson Controls International plc est une société irlandaise faisant partie des leaders mondiaux dans la sécurisation des bâtiments, dont la majeure partie de l'activité provient de la vente d'équipements et de systèmes de sécurité des bâtiments (64%). Le groupe propose parallèlement des services d'installation et de maintenance. La société est cotée au New York Stock Exchange et son chiffre d'affaires s'est élevé à 20.421m€ en 2021, dont environ 50% est réalisé aux Etats-Unis.
- Carrier Global Corporation est une société américaine spécialisée dans les technologies en lien avec la sécurité, le chauffage et la protection incendie. Le segment Incendie et sécurité fournit diverses technologies de détection des incendies, d'extincteurs portables et des systèmes d'extinction des incendies. Ses autres offres de services en matière d'incendie et de sécurité comprennent l'audit, la conception, l'installation et l'intégration de systèmes, ainsi que la maintenance et la réparation après-vente et les services de surveillance. La société est cotée au New York Stock Exchange et son chiffre d'affaires s'est élevé à 18.125m€ en 2021.
- Secom Co, LTD est une société japonaise qui fournit des services de sécurité au Japon et à l'étranger. L'activité de Secom comprend notamment une division spécialisée dans la détection et l'intervention anti-incendie (prévention incendie) et plus largement une division fournissant des services de sécurité électronique aux particuliers et professionnels (services de sécurité). La division incendie produit notamment des systèmes d'alarme incendie, de contrôle des fumées, des systèmes d'extinction à mousse, à poudre chimique et à gaz inerte, ainsi que des gicleurs d'incendie. La société est cotée au Topix 100 et son chiffre s'est élevé à 7.379m€ au titre de l'exercice clos au 31 mars 2022.
- ADT Inc est une société américaine qui offre des solutions et services de sécurité et d'automatisation conçues pour détecter les intrusions, contrôler les accès, détecter les mouvements, la fumée, les incendies, le monoxyde de carbone, les inondations et d'autres conditions environnementales. La société est cotée au New York Stock Exchange et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 4.667m€.

- Nohmi Bosai Ltd est une société japonaise qui développe, commercialise, installe et entretient divers systèmes de protection contre les incendies. L'entreprise opère à travers trois segments : systèmes d'extinction d'incendie, systèmes d'alarme incendie, et services d'entretien. Le Groupe, basé à Tokyo au Japon, emploie près de 2 500 personnes et opère au Japon, en Chine, dans d'autres parties de l'Asie et aux États-Unis. La société est cotée au Nikkei 225 et son chiffre d'affaires s'est élevé à 794m€ au titre de l'exercice clos au 31 mars 2022.

Les taux de croissance du chiffre d'affaires de 2020 à 2024 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables				
Comparables boursiers	Croissance du CA			
	20/21	21/22	22/23	23/24
Johnson Controls International plc	7,4%	25,7%	4,9%	5,5%
Carrier Global Corporation	27,0%	14,4%	5,8%	1,4%
SECOM CO., LTD.	-11,0%	-4,1%	2,4%	2,8%
ADT Inc.	7,4%	38,0%	8,2%	9,5%
Nohmi Bosai Ltd.	-16,2%	-6,6%	3,2%	3,5%
<b>Moyenne</b>	<b>2,9%</b>	<b>13,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,5%</b>
<b>Médiane</b>	<b>7,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,5%</b>

Source : Capital IQ à fin septembre 2022

La croissance du chiffre d'affaires historique des sociétés comparables de l'échantillon est inférieure à celle de VPI sur la période 2020-2021. Après une année 2020 impactée par la crise du COVID 19 (-3,4%), VPI a rebondi rapidement et connu une croissance très soutenue en 2021 du fait du décalage de certains projets de 2020 à 2021. Néanmoins, la croissance entre 2021 et 2022 est inférieure à celle des sociétés comparables.

Sur la période 2022-2024, la croissance prévisionnelle de VPI est légèrement inférieure avec celle de l'échantillon.

Les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de 2021 à 2024 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables								
Comparables boursiers	Marge d'EBITDA				Marge d'EBIT			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Johnson Controls International plc	15,4%	14,7%	16,1%	16,8%	13,6%	11,3%	12,5%	13,5%
Carrier Global Corporation	13,1%	15,6%	15,6%	16,6%	12,2%	14,1%	14,2%	15,1%
SECOM CO., LTD.	18,9%	19,2%	19,7%	20,3%	13,0%	12,8%	13,0%	13,2%
ADT Inc.	34,8%	37,7%	37,1%	36,5%	0,2%	10,7%	11,4%	10,6%
Nohmi Bosai Ltd.	10,9%	10,2%	10,7%	11,6%	7,9%	9,1%	9,9%	10,4%
<b>Moyenne</b>	<b>18,6%</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,8%</b>	<b>20,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>11,6%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,6%</b>
<b>Médiane</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,6%</b>	<b>16,1%</b>	<b>16,8%</b>	<b>12,2%</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,5%</b>	<b>13,2%</b>

Source : Capital IQ à fin septembre 2022

Les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de VPI constatés entre 2021 et 2024 sont nettement inférieurs aux taux de marge médians des sociétés comparables, sociétés de plus grande taille et dont les projets de plus grande envergure sont générateurs davantage de marge sur affaires et permettent l'absorption de frais de structure fixe.

### 3.3.2.1.2 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples pour les années 2022, 2023 et 2024.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu.

<b>Multiples des sociétés comparables</b>						
<b>Comparables boursiers</b>	<b>VE / EBITDA*</b>			<b>VE / EBIT*</b>		
	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Johnson Controls International plc	12,2x	10,6x	9,6x	15,9x	13,6x	12,0x
Carrier Global Corporation	11,9x	11,3x	10,5x	13,2x	12,4x	11,5x
SECOM CO., LTD.	7,0x	6,7x	6,3x	10,5x	10,1x	9,7x
ADT Inc.	6,7x	6,3x	5,9x	23,7x	20,6x	20,2x
Nohmi Bosai Ltd.	5,3x	4,9x	4,3x	5,9x	5,3x	4,9x
<b>Médiane</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,7x</b>	<b>6,3x</b>	<b>13,2x</b>	<b>12,4x</b>	<b>11,5x</b>

Source : Capital IQ à fin septembre 2022

\*Dette nette (pour calcul de la VE), EBITDA et EBIT retraité de la norme IFRS 16 ou ASC 842 (dette nette seulement) pour les sociétés américaines de l'échantillon

### 3.3.2.1.3 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples moyens VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 2022, 2023 et 2024 étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport (fin septembre 2022) augmentée des dettes financières nettes ajustées, que nous avons appliqué respectivement aux EBITDA et EBIT prévisionnels de VPI sur les mêmes années.

Nous avons, par ailleurs, appliqué une décote de taille sur les multiples en raison de la différence significative entre la taille de VPI et celle des sociétés de l'échantillon. Cette décote a été estimée à 25% sur la base :

- d'une étude empirique réalisée par Eric-Eugène Grena qui démontre la nécessité d'appliquer une décote en fonction de la taille de nos sociétés comparables. Il compare ainsi le rapport entre la capitalisation de la société à évaluer et la capitalisation boursière moyenne et médiane de l'ensemble des sociétés comparables ;
- d'une étude réalisée par la CCEF qui compare les différences entre les multiples d'EBIT des sociétés cotées en bourse en fonction de leur capitalisation boursière.

### 3.3.2.1.4 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites de VPI obtenues par la méthode des comparables boursiers.

<b>VPI - Evaluation par la méthode des comparables boursiers</b>				
<b>En m€</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>Moyenne</b>
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>20,7</b>	<b>19,6</b>	<b>18,6</b>	<b>19,6</b>
Dette financière (-) / Trésorerie (+) nette ajustée	-0,2	-0,2	-0,2	
<b>Valeur des fonds propres</b>	<b>20,4</b>	<b>19,3</b>	<b>18,4</b>	<b>19,4</b>

Nous obtenons, en synthèse, par la méthode des comparables boursiers, pour VPI :

- une valeur d'entreprise de 19,6m€ ; et
- une valeur des fonds propres de 19,4m€.

### 3.3.2.2 - Seres

#### 3.3.2.2.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Seres.



L'échantillon retenu pour la société Seres repose sur des sociétés cotées agissant dans le domaine de l'ingénierie généraliste et du conseil technique sur des secteurs tels que l'énergie, le nucléaire, la défense et les transports.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés européennes actives sur le secteur du conseil en ingénierie et se présente comme suit :

<b>Présentation des sociétés comparables</b>			
<b>Comparables boursiers</b>	<b>Pays</b>	<b>Capitalisation boursière* (en m€)</b>	<b>Chiffre d'affaires 2021 (en m€)</b>
Alten S.A.	France	4 086	2 925
Afry AB	Suède	1 524	1 955
Assystem S.A.	France	569	483
Bertrandt Aktiengesellschaft	Allemagne	347	849
Etteplan Oyj	Finlande	346	300
Ricardo plc	Royaume-Uni	318	410
Rejlers AB (publ)	Suède	244	282
Semcon AB (publ)	Suède	244	166
<b>Moyenne</b>		<b>960</b>	<b>921</b>
<b>Médiane</b>		<b>347</b>	<b>446</b>

Source : Capital IQ

\*Moyenne 1 mois à fin septembre 2022

Les huit sociétés comparables à Seres Technologies opérant dans le marché de l'ingénierie et du conseil sont décrites ci-dessous :

- Alten S.A. est une société qui propose des prestations d'ingénierie et de conseil en technologies. La société opère dans les secteurs de l'énergie, du tertiaire, des sciences de la vie mais également dans la défense. Alten propose ses services en France à hauteur de 35% mais également en Europe, aux Etats-Unis et en Asie. La société est cotée sur Euronext et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 2.925m€.
- Afry AB est une société suédoise spécialisée dans le conseil, l'ingénierie et la conception. Elle opère à travers divers secteurs tels que l'énergie, l'industrie, la défense et les infrastructures. La société est présente dans le monde entier mais réalise principalement son chiffre d'affaires en Suède (à hauteur de 64%). La société est cotée sur la bourse de Stockholm et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 1.955m€.
- Assystem S.A est une société française qui figure parmi les premiers groupes français d'ingénierie et de conseil en innovation. L'activité d'Assystem s'organise entre l'ingénierie des systèmes complexes à destination des secteurs du nucléaire et de l'énergie, mais aussi par la mise à disposition de consultants spécialisés. La société effectue essentiellement ses ventes en France (73% du CA). Assystem est cotée sur Euronext et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 483m€.
- Bertrandt est une société allemande qui fournit des services d'ingénierie dans toute l'Allemagne dans des secteurs tels que l'ingénierie électrique, l'énergie, l'ingénierie mécanique et la technologie médicale. La société opère essentiellement en Allemagne (86,5% du CA). Bertrandt est cotée au German Electronic Exchange et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 849m€.
- Etteplan est une société finlandaise qui fournit des services dans le domaine de l'ingénierie des équipements industriels et de l'information technique sur les produits. Les clients de la société comprennent des fabricants d'équipements opérant dans les secteurs de l'aérospatiale, la défense, l'exploitation minière, et de l'énergie. La société opère essentiellement en Finlande (57%) et dans les pays scandinaves (23%). La société est cotée sur la bourse d'Helsinki et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 300m€.
- Ricardo plc est une entreprise britannique spécialisée en ingénierie stratégique et en conseil en environnement dans les secteurs du transport, de l'énergie et des ressources

rares. La société opère à travers le monde, mais essentiellement au Royaume-Uni (34%) ainsi qu'en Europe (22%). La société est cotée au London Stock Exchange et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 410m€.

- Rejlers AB est une société basée en Suède qui fournit des services de conseil en ingénierie et propose ses services dans les domaines de l'industrie, des infrastructures et de l'énergie. Rejlers AB est actif dans la région nordique, à travers un certain nombre de bureaux en Suède, en Finlande, en Norvège et en Estonie. La société est cotée sur l'OMX Exchange et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 282m€.
- Semcon AB est une société basée en Suède qui fournit des solutions de production. La société est spécialisée dans deux domaines : les services d'ingénierie, proposant le développement de produits et de production, ainsi que la conception d'usines et d'installations. La société est cotée sur l'OMX Exchange et son chiffre d'affaires 2021 s'est élevé à 166m€.

Les taux de croissance du chiffre d'affaires de 2020 à 2024 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables				
Comparables boursiers	Croissance du CA			
	20/21	21/22	22/23	23/24
Afry AB	3,4%	7,1%	3,9%	3,8%
Alten S.A.	25,4%	25,2%	8,9%	8,0%
Assystem S.A.	10,1%	1,4%	6,1%	6,9%
Bertrandt Aktiengesellschaft	-7,4%	17,2%	8,4%	6,5%
Etteplan Oyj	15,6%	17,9%	4,4%	8,3%
Rejlers AB (publ)	19,6%	10,7%	3,1%	4,4%
Ricardo plc	5,8%	11,2%	5,9%	5,3%
Semcon AB (publ)	2,8%	6,4%	4,7%	4,4%
<b>Moyenne</b>	<b>9,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,9%</b>
<b>Médiane</b>	<b>8,0%</b>	<b>10,9%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,9%</b>

Source : Capital IQ à fin septembre 2022

La croissance du chiffre d'affaires historique de Seres est largement supérieure à celle des sociétés comparables entre 2020 et 2021. La société a réussi une croissance de 44,7% contre une croissance médiane de 8,0% des comparables boursiers sur la même période.

De plus, le chiffre d'affaires de Seres sur la période prévisionnelle (2022-2024) devrait connaître une croissance plus importante que celle des comparables boursiers. Cette forte croissance s'explique par plusieurs facteurs. La société évolue dans un marché porteur en se positionnant comme un spécialiste sur des marchés techniques. De plus, Seres exerce une stratégie commerciale forte.

Les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de 2021 à 2024 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables								
Comparables boursiers	Marge d'EBITDA				Marge d'EBIT			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Afry AB	9,0%	10,6%	11,0%	11,1%	8,1%	7,0%	7,9%	8,2%
Alten S.A.	10,2%	12,1%	11,8%	11,8%	10,2%	10,2%	10,0%	10,1%
Assystem S.A.	6,4%	8,2%	8,4%	8,5%	6,0%	6,1%	6,3%	6,6%
Bertrandt Aktiengesellschaft	5,7%	10,7%	11,9%	12,6%	2,1%	4,6%	6,5%	7,3%
Etteplan Oyj	9,8%	12,8%	13,2%	13,7%	8,6%	8,1%	8,4%	9,3%
Rejlers AB (publ)	6,5%	10,2%	10,3%	10,7%	5,4%	5,9%	6,3%	6,8%
Ricardo plc	8,3%	12,5%	12,4%	12,4%	5,4%	7,3%	8,3%	8,6%
Semcon AB (publ)	11,0%	11,8%	12,6%	12,7%	10,2%	10,8%	10,8%	11,0%
<b>Moyenne</b>	<b>8,4%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,5%</b>
<b>Médiane</b>	<b>8,6%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,4%</b>

Source : Capital IQ à fin septembre 2022

Alors qu'elle affichait en 2021 des marges supérieures aux sociétés comparables, les taux de marge d'EBITDA générés par Seres sur la période 2022-2024 sont en ligne avec les taux de marge médians des sociétés comparables.

Après avoir connu une légère baisse en 2022 du fait de la tension sur les recrutements, le taux de marge d'EBIT de Seres devrait progresser sur la période prévisionnelle 2022-2024 tout en restant supérieur aux taux de marge d'EBIT médians des comparables, traduisant un niveau de profitabilité légèrement supérieur à celui des sociétés de l'échantillon retenu.

### 3.3.2.2.2 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples pour les années 2022, 2023 et 2024.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu.

<b>Multiples des sociétés comparables</b>						
<b>Comparables boursiers</b>	<b>VE/EBITDA*</b>			<b>VE / EBIT*</b>		
	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Afry AB	8,9x	8,2x	7,9x	13,4x	11,4x	10,7x
Alten S.A.**	9,1x	8,6x	8,0x	10,8x	10,1x	9,3x
Assystem S.A.**	15,0x	13,9x	12,8x	20,2x	18,4x	16,5x
Bertrandt Aktiengesellschaft	4,6x	3,8x	3,3x	10,5x	6,9x	5,8x
Etteplan Oyj	8,7x	8,2x	7,2x	13,8x	12,8x	10,6x
Rejlers AB (publ)	8,2x	7,9x	7,3x	14,4x	13,0x	11,6x
Ricardo plc	6,5x	6,2x	5,9x	11,2x	9,3x	8,4x
Semcon AB (publ)	10,8x	9,7x	9,2x	11,8x	11,2x	10,7x
<b>Médiane</b>	<b>8,8x</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,6x</b>	<b>12,6x</b>	<b>11,3x</b>	<b>10,6x</b>

Source : Capital IQ à fin septembre 2022

\*Dette nette (pour calcul de la VE), EBITDA et EBIT retraité de la norme IFRS 16

\*\*EBITDA et EBIT d'Alten et d'Assystem retraités pour déduire les charges liées à la CVAE, intégrées initialement en charges d'impôts (IAS 12)

### 3.3.2.2.3 - Application de la méthode

La méthodologie appliquée reste la même que celle explicitée dans la partie §3.3.2.1.3 du présent rapport pour VPI.

Nous avons, par ailleurs, appliqué une décote de taille sur les multiples en raison de la différence significative entre la taille de Seres et celle de l'échantillon.

La décote appliquée est de 20% et résulte des études présentées précédemment en §3.3.2.1.3.

### 3.3.2.2.4 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites de Seres obtenues par la méthode des comparables boursiers.

<b>Seres - Evaluation par la méthode des comparables boursiers</b>				
<b>En m€</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>Moyenne</b>
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>12,9</b>	<b>14,9</b>	<b>16,0</b>	<b>14,6</b>
Dette financière (-) / Trésorerie (+) nette ajustée	-1,0	-1,0	-1,0	
<b>Valeur des fonds propres</b>	<b>12,0</b>	<b>13,9</b>	<b>15,0</b>	<b>13,6</b>

Nous obtenons, en synthèse, par la méthode des comparables boursiers, pour Seres :

- une valeur d'entreprise de 14,6m€ ; et
- une valeur des fonds propres de 13,6m€.

### 3.3.3 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers des sociétés Vigians Protection Incendie, Seres Technologie et Baumert la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues depuis 2018 pour des sociétés comparables, situées en Europe et aux Etats-Unis.

Nous avons mis en exergue dans notre analyse le multiple d'EBITDA des transactions comparables. Ce dernier a été calculé sur la base du dernier EBITDA connu à la date de la transaction, à savoir l'EBITDA du dernier exercice clos des sociétés cibles précédant la réalisation de la transaction.

Cependant, les résultats opérationnels de la société Baumert en 2021 sont négatifs et l'application des multiples de valorisation à l'EBITDA 2021 de Baumert ferait ressortir une valeur d'entreprise négative, ce qui rend la mise en œuvre de cette méthode non pertinente pour cette société.

#### 3.3.3.1 - Choix des transactions

Nos échantillons de transactions comprennent des opérations intervenues au cours de cinq dernières années relatives à des sociétés comparables respectivement à VPI et Seres, situées sur des marchés géographiques similaires ou proches (Europe et aux Etats-Unis).

VPI est positionnée sur le marché de la protection et maîtrise des risques incendie.

Seres Technologie intervient sur les marchés des services d'ingénierie et de conseils techniques.

Dans notre approche, nous avons identifié des transactions intervenues depuis 2018 sur des sociétés évoluant sur ces mêmes secteurs d'activité.

#### 3.3.3.2 - Analyse des transactions

##### 3.3.3.3 - VPI

Notre analyse nous a conduit à sélectionner un échantillon de 6 transactions dont les sociétés cibles ont été considérées comme comparables à VPI. Ces transactions sont présentées ci-après.

Les transactions se synthétisent comme suit :

VPI - Transactions comparables					
Date de clôture	Acquéreur	Cible	Nationalité cible	Chiffres d'affaires (m€)	% acquis
mai-22	Writech Industrial	CE Sprinkler AB	Suède	6,1	100%
mai-21	MML Capital Partners	Groupe GDI	France	66,1	n/c
oct-20	APi Corporation	SK FireSafety	Pays-bas	124,0	100%
juil-20	Capza	Eurofeu	France	100,0	n/c
mai-19	IK Management	BST	Suède	28,9	n/c
janv-19	PTSG	Trinity Protection	Royaume-Uni	41,6	100%

Source : Capital IQ, Presse, Capitalmind

n/c: non communiqué

Nous avons retenu un échantillon de 6 transactions comparables à VPI opérant sur le secteur de la protection incendie :

- En mai 2022, le groupe de systèmes de protection incendie Witech Industrial a annoncé l'acquisition de la société suédoise CE Sprinkler AB au prix de 10,0m€. CE Sprinkler AB a pour activité la conception et l'installation de sprinklers (gicleurs) destinés à l'extinction du feu et d'autres outils de protection incendie en Suède. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 6,1m€.
- En mai 2021, le fonds MML Capital Partners a acté sa prise de participation majoritaire au capital du Groupe GDI, acteur français de l'isolation thermique par projection et de la protection passive contre l'incendie. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 66,1m€.
- En octobre 2020, APi Group Corporation a conclu l'acquisition du groupe SK FireSafety Group. SK FireSafety Group est un fabricant néerlandais d'équipements de sécurité incendie destinés à la protection d'actifs de hautes valeurs et de protection de personnes dans différents secteurs industriels. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 124,0m€.
- En juillet 2020, Capza a annoncé sa prise de participation majoritaire au capital d'Eurofeu. Eurofeu est un des leaders de la sécurité incendie en France et le premier producteur français d'extincteurs. Le groupe propose également des systèmes d'extinction du feu par désenfumage et sprinklers. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 100,0m€.
- En mai 2019, le fonds IK Management a acté sa prise de participation majoritaire au capital de BST Brandskyddsteamet, une société suédoise spécialisée dans la conception, l'installation et la maintenance de systèmes de protection incendie, notamment d'extinction du feu à l'eau (sprinklers) et au gaz. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 28,9m€.
- En janvier 2019, le groupe britannique PTSG a réalisé l'acquisition au prix 12,3m€ de la société Trinity Protection Systems. La société conçoit, installe et assure la maintenance et la formation de solutions de détection et d'extinction du feu ainsi que des systèmes de sécurité pour la prévention et la protection des incendies. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 41,6m€.

#### 3.3.3.4 - Seres Technologies

Notre analyse nous a conduit à sélectionner un échantillon de 6 transactions dont les sociétés cibles ont été considérées comme comparables à Seres. Ces transactions sont présentées ci-après.

Les transactions se synthétisent comme suit :

Seres - Transactions comparables					
Date de clôture	Acquéreur	Cible	Nationalité cible	Chiffres d'affaires (m€)	% acquis
juil-21	PAI Partners	Apave	France	881,0	35%
mars-20	Jacobs Solutions	Nuclear Business of John Wood	Royaume-Uni	n/c	100%
juin-19	Etteplan Oyj	Devex Mekatronic	Suède	9,5	100%
juin-18	Ciclad	Bertin	France	7,3	100%
mars-18	Altran	Aricent	Etats-Unis	557,9	100%
mars-18	Azulis Capital	Meotec	France	25,6	22%

Source : Capital IQ, Presse, Capitalmind

n/c: non communiqué

Nous avons retenu un échantillon de 6 transactions comparables à Seres opérant dans le domaine de l'ingénierie et le contrôle des risques industriels, en particulier sur le secteur du nucléaire :

- En mai 2021, le fonds PAI Partners a annoncé la prise de participation au capital du groupe français Apave. Apave est spécialisé dans l'évaluation et le contrôle des risques de sites industriels (pétrole, gaz, nucléaire, infrastructure). Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 881,0m€.
- En mars 2020, le groupe John Wood a cédé à Jacobs Solutions son segment dédié à l'ingénierie, la stratégie et le conseil dans le secteur du nucléaire pour plus de 300m€.
- En juin 2019, le groupe finlandais Etteplan Oyj a réalisé l'acquisition de l'entreprise suédoise Devex Mekatronic. L'entreprise est spécialisée dans le conseil et l'ingénierie industrielle et propose des services de conception de logiciels et de systèmes mécaniques et industriels. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 9,5m€. Devex Mekatronic évolue sur le même segment que le pôle Mekkatronix de Seres Technologie qui représente 28% de son chiffre d'affaires.
- En juin 2018, le fonds Ciclad a conclu l'acquisition de Bertin Ergonomie, entreprise française intervient dans les domaines du conseil et de l'ingénierie en facteurs humains, la gestion des risques notamment sur les secteurs de l'énergie, du nucléaire et de la protection radioactive, mais aussi de la défense, la santé, et l'aérospatial. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 7,3m€.
- En mars 2018, le groupe Altran a opéré l'acquisition d'Aricent, acteur majeur en Amérique du Nord de l'ingénierie et du conseil notamment pour le compte de clients industriels internationaux. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 557,9m€.
- En mars 2018, le fonds Azulis Capital a acté sa prise de participation minoritaire (22%) au capital de Meotec. Meotec est un cabinet français de conseil en ingénierie qui a déjà accompagné des acteurs de l'industrie nucléaire, aérospatiale et de la défense. Son chiffre d'affaires avant la transaction était de 25,6m€.

Par ailleurs, nous avons écarté la transaction suivante :

- L'acquisition en mars 2022 par Westinghouse Company du groupe d'ingénierie espagnol Tecnomat, en raison du manque d'informations disponibles sur la transaction.

### 3.3.3.5 - Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact des amortissements qui traduisent l'intensité capitalistique et peuvent intégrer une part relative à l'amortissement d'actifs incorporels reconnus dans le cadre d'allocations de prix d'acquisition.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires en raison du différentiel de profitabilité existant entre les sociétés des échantillons ;
- d'EBIT en raison de l'absence d'informations disponibles pour les données d'EBIT préalables aux transactions des sociétés comparables ; et
- de PER (Price to Earnings ratio), compte tenu des écarts de structures financières entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

<b>VPI- Transactions comparables</b>						
Date de clôture	Cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffres d'affaires (m€)	EBITDA (m€)	Marge d'EBITDA (%)	VE/EBITDA
mai-22	CE Sprinkler AB	9,3	6,1	1,2	19%	8,0x
mai-21	Groupe GDI	82,1	66,1	9,1	14%	9,0x
oct-20	SK FireSafety	208,0	124,0	16,0	13%	13,0x
juil-20	Eurofeu	80,0	100,0	9,5	10%	8,4x
mai-19	BST	46,4	28,9	4,2	15%	11,0x
janv-19	Trinity Protection	17,9	41,6	1,4	3%	12,8x
<b>Médiane</b>					<b>13%</b>	<b>10,0x</b>

Source : Capital IQ, Presse, Capitalmind

<b>Seres - Transactions comparables</b>						
Date de clôture	Cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffres d'affaires (m€)	EBITDA (m€)	Marge d'EBITDA (%)	VE/EBITDA
juil-21	Apave	700,0	881,0	65,0	7%	10,8x
mars-20	Nuclear Business of John Wood	278,8	n/c	35,3	n/a	7,9x
juin-19	Devex Mekatronik	6,7	9,5	0,7	7%	9,5x
juin-18	Bertin	11,0	7,3	1,3	18%	8,5x
mars-18	Aricent	1 624,2	557,9	155,9	28%	10,4x
mars-18	Meotec	27,0	25,6	2,5	10%	10,6x
<b>Médiane</b>					<b>10%</b>	<b>10,0x</b>

Source : Capital IQ, Presse, Capitalmind

n/a: non applicable

n/c: non communiqué

### 3.3.3.6 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple VE / EBITDA médian que nous avons appliqué à l'EBITDA ajusté 2021 respectifs des sociétés VPI et Seres.

Les transactions retenues ayant été réalisées au cours des cinq dernières années, nous aurions pu également appliquer les multiples médians extériorisés aux EBITDA des sociétés intégrant les exercices antérieurs. Nous avons toutefois décidé de les appliquer uniquement à l'EBITDA ajusté 2021 afin de maximiser la valeur selon cette méthode.

### 3.3.3.7 - Résultats obtenus

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites de VPI et de Seres par la méthode des transactions comparables :

<b>VPI - Valeur des capitaux propres par la méthode des transactions comparables</b>	
<b>En m€</b>	
EBITDA ajusté 2021	2,1
Multiple d'EBITDA	10,0x
<b>Valeur d'Entreprise</b>	<b>21,6</b>
Dette financière (-) / Trésorerie (+) nette ajustée	-0,2
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>21,3</b>

En appliquant l'EBITDA ajusté 2021 de VPI au multiple médian VE/EBITDA des transactions comparables sélectionnées, nous obtenons une valeur d'entreprise de 21,6m€ et une valeur des capitaux propres de 21,3m€.

<b>Seres - Valeur des capitaux propres par la méthode des transactions comparables</b>	
<b>En m€</b>	
EBITDA ajusté 2021	1,7
Multiple d'EBITDA	10,0x
<b>Valeur d'Entreprise</b>	<b>16,6</b>
Dette financière (-) / Trésorerie (+) nette ajustée	-1,0
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>15,6</b>

En appliquant l'EBITDA ajusté 2021 de Seres au multiple médian VE/EBITDA des transactions comparables sélectionnées, nous obtenons une valeur d'entreprise de 16,6m€ et une valeur des capitaux propres de 15,6m€.

### 3.3.4 - Approche par la valeur vénale d'une coquille juridique vide agrémentée CIR (Stedy)

Les activités portées par Stedy et ses filiales correspondent à un projet de diversification entrepris par les actionnaires de Seres Technologies (Groupe Gorgé et Lionel Reversat) sur les métiers de conseil en Technologie & Services numériques.

Le groupe a pris la décision, après 4 années d'existence et de pertes d'exploitation, de limiter les investissements dans Stedy tout en conservant la structure juridique afin de pouvoir répondre aux appels d'offres nécessitant un agrément CIR.

Par conséquent, nous comprenons que ni Groupe Gorgé ni le management de Stedy n'est en mesure d'élaborer un plan d'affaires concernant cette société dont les perspectives sont incertaines.

Nous avons donc décidé de retenir pour Stedy une approche de valorisation basée sur la valeur vénale d'une coquille vide agrémentée CIR augmentée de la valeur attribuée à ses déficits reportables et de sa trésorerie au 30 juin 2022.

Il est précisé par ailleurs qu'à fin juin 2022, Stedy dispose d'un compte courant de 3,6m€ auprès de Groupe Gorgé. Nous comprenons que celui-ci devrait être recapitalisée préalablement à la cession.

La valeur d'entreprise de Stedy s'élève à 236k€ et correspond donc à la somme de :

- la valeur de l'agrément CIR estimé à 50k€ et représentant le coût nécessaire à l'obtention de cet agrément ;
- la valeur actualisée de l'économie d'impôt liée aux déficits reportables de Stedy à fin 2021 (3.270k€) augmentée de la perte nette budgétée pour 2022 (1.133k€), soit 4.403k€ au total. Ces déficits ont été projetés et imputés sur des bénéfices imposables reposant sur des prévisions d'activité et de marge opérationnelle (croissance du chiffre d'affaires de 2% par an et marge opérationnelle d'environ 9% équivalente à celle observée pour de Seres pour 2022), l'ensemble des déficits étant apurés à l'horizon 2058. Les économies d'impôts en résultant ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital de Seres, soit 13,05%. La valeur actualisée de l'économie d'impôt liée aux déficits reportables de Stedy ressort ainsi à 186k€.

<b>Stedy - Synthèse de valorisation</b>	
<b>En k€</b>	
Valeur de l'agrément CIR	50
Valeur actualisée de l'économie d'impôt liée aux déficits reportal	186
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>236</b>
Trésorerie disponible au 30/06/2022	104
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>340</b>

En prenant en compte la trésorerie nette de Stedy au 30 juin 2022 (104k€), la valeur des fonds propres de Stedy s'élève ainsi 340k€.



## 4 - Conclusion sur la valeur des sociétés du pôle ISP

Les tableaux ci-dessous présentent l'ensemble des résultats des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes pour chacune des sociétés.

### VPI :

VPI	Valeur d'entreprise	Dette fin. (-) / Trésorerie (+) nette*	Valeur des capitaux propres*	% détenu par Groupe Gorgé*	Valeur de la participation de Groupe Gorgé
Flux de trésorerie actualisés	22,3	-0,2	22,1	76,3%	16,9
Comparables boursiers	19,6	-0,2	19,4	76,3%	14,8
Transactions comparables	21,6	-0,2	21,3	76,3%	16,3
<b>Moyenne</b>	<b>21,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>20,9</b>	<b>76,3%</b>	<b>16,0</b>
<b>Fourchette basse (-5%)</b>	<b>20,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>19,9</b>	<b>76,3%</b>	<b>15,2</b>
<b>Fourchette haute (+5%)</b>	<b>22,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>22,0</b>	<b>76,3%</b>	<b>16,8</b>

\*post débouclage du LBO réalisé en 2019 et conversion des OC détenus par Groupe Gorgé

### Seres :

Seres	Valeur d'entreprise	Dette fin. (-) / Trésorerie (+) nette	Valeur des capitaux propres	% détenu par Groupe Gorgé	Valeur de la participation de Groupe Gorgé
Flux de trésorerie actualisés	17,6	-1,0	16,6	70,0%	11,6
Comparables boursiers	14,6	-1,0	13,6	70,0%	9,5
Transactions comparables	16,6	-1,0	15,6	70,0%	10,9
<b>Moyenne</b>	<b>16,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>15,3</b>	<b>70,0%</b>	<b>10,7</b>
<b>Fourchette basse (-5%)</b>	<b>15,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>14,5</b>	<b>70,0%</b>	<b>10,1</b>
<b>Fourchette haute (+5%)</b>	<b>17,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>16,1</b>	<b>70,0%</b>	<b>11,3</b>

### Stedy :

Stedy	Valeur d'entreprise	Dette fin. (-) / Trésorerie (+) nette	Valeur des capitaux propres	% détenu par Groupe Gorgé*	Valeur de la participation de Groupe Gorgé
Valeur vénale d'une coquille juridique agréementée CIR	0,2	0,1	0,3	97,0%	0,3
<b>Fourchette basse (-5%)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>97,0%</b>	<b>0,3</b>
<b>Fourchette haute (+5%)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>97,0%</b>	<b>0,3</b>

\*post recapitalisation de Stedy par Groupe Gorgé (3,6m€ de comptes courants au 30 juin 2022)

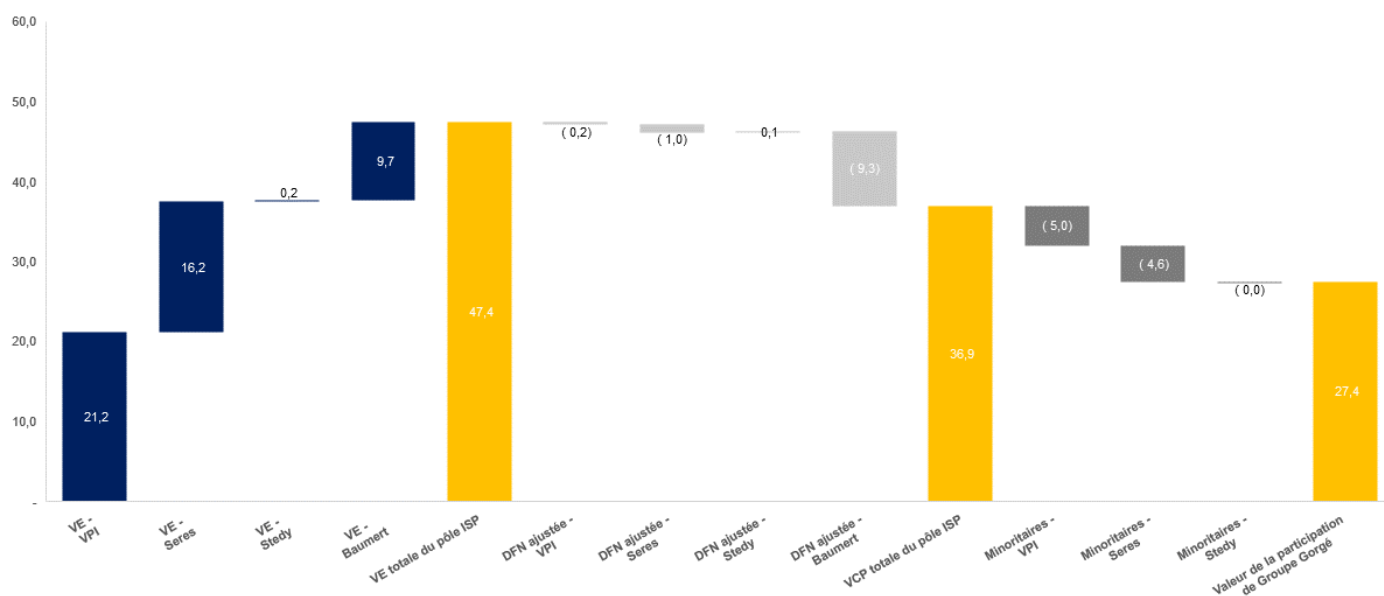
### Baumert :

Baumert	Valeur d'entreprise	Dette fin. (-) / Trésorerie (+) nette	Valeur des capitaux propres	% détenu par Groupe Gorgé	Valeur de la participation de Groupe Gorgé
Flux de trésorerie actualisés	9,7	-9,3	0,4	100,0%	0,4
<b>Fourchette basse (-5%)</b>	<b>9,2</b>	<b>-9,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>-0,1</b>
<b>Fourchette haute (+5%)</b>	<b>10,2</b>	<b>-9,3</b>	<b>0,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,9</b>

## 5 - Conclusion sur la valeur du pôle ISP et sur l'équité du prix de cession

### 5.1 - Conclusion sur la valeur du pôle ISP

Le graphe et le tableau ci-dessous présentent la valorisation détaillée du pôle ISP par l'approche de la somme des parties :



#### Valorisation du pôle ISP - Somme des parties en m€

Société du pôle ISP	Valeur d'entreprise		Dette fin. (-) / Trésorerie(+) nette		Valeur des capitaux propres			% détenu par Groupe Gorgé	Valeur de la participation de Groupe Gorgé		
	Fourchette basse	Fourchette haute	Fourchette basse	Fourchette haute	Centrale	Fourchette basse	Centrale		Fourchette haute		
VPI	20,1	21,2	22,2	-0,2	19,9	20,9	22,0	76,3%	15,2	16,0	16,8
Seres	15,4	16,2	17,1	-1,0	14,5	15,3	16,1	70,0%	10,1	10,7	11,3
Stedy	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	97,0%	0,3	0,3	0,3
Baumert	9,2	9,7	10,2	-9,3	-0,1	0,4	0,9	100,0%	-0,1	0,4	0,9
<b>Total</b>	<b>45,0</b>	<b>47,4</b>	<b>49,8</b>	<b>-10,5</b>	<b>34,6</b>	<b>36,9</b>	<b>39,3</b>		<b>25,5</b>	<b>27,4</b>	<b>29,2</b>

La valeur de la participation de Groupe Gorgé dans le pôle ISP ressort dans une fourchette comprise entre 25,5m€ et 29,2m€ et une valeur centrale de 27,4m€.

## 5.2 - Conclusion sur l'équité du prix de cession

Pélican Venture a transmis le 15 septembre 2022 à Groupe Gorgé et ses administrateurs une lettre d'offre initiale de reprise globale du pôle ISP de Groupe Gorgé.

A la suite d'échanges avec Groupe Gorgé, Pélican Venture a transmis le 24 octobre 2022 une lettre d'offre révisée.

L'offre de Pélican Venture porte sur l'intégralité des titres et des droits de vote détenus par Groupe Gorgé directement ou indirectement dans les sociétés suivantes :

- VPI et ses filiales ;
- Seres ;
- Stedy et ses filiales ;
- Nucléaction et ses filiales (dont Baumert).

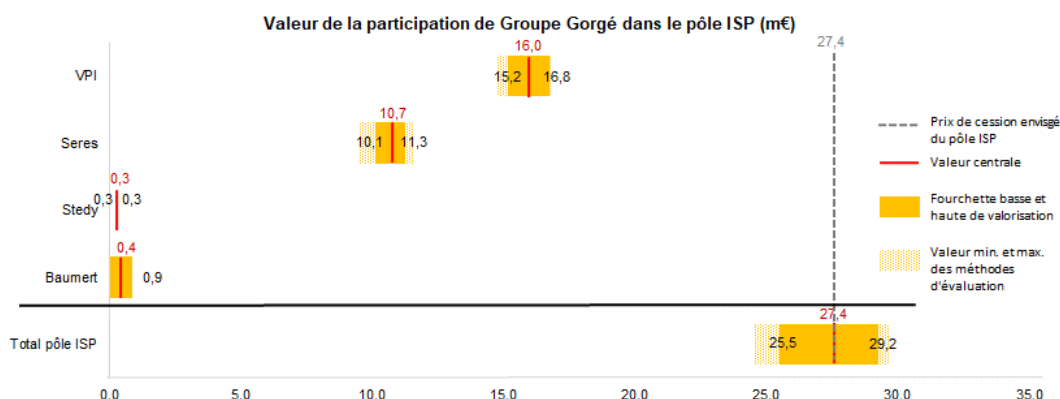
Cette offre porte sur l'ensemble du périmètre ci-dessus et forme un tout indivisible quand bien même la valorisation du pôle ISP est la somme des valorisations de chacune de ces sociétés.

Il est rappelé que concernant Baumert :

- l'offre était conditionnée à la prise de commande attendue fin 2022 concernant NNB<sup>14</sup> pour la fourniture de portes standards à des conditions acceptables, Pélican Venture estimant que le redressement de l'activité de Baumert est impossible sans cette commande. Nous comprenons que cette commande a été conclue le 18 octobre 2022 ;
- Pélican Venture ne reprendrait pas les deux garanties de maison-mère émises (ou à émettre avant la fin 2022) par Groupe Gorgé sollicitées par le client NNB ;
- Pélican Venture accepterait le risque de reprendre les garanties données aux établissements bancaires, de devoir le cas échéant recapitaliser Baumert ou consentir des avances à Baumert et de redresser les activités de la société ;
- un droit de suite serait accordé à Groupe Gorgé concernant Baumert. En effet, en cas de cession de la majorité du capital de Nucléaction ou Baumert par Pélican Venture à un prix supérieur à 400.000€ en valeur des titres dans les deux ans suivant l'opération, Pélican Venture s'engagerait à verser un complément de prix à Groupe Gorgé, de 75% du prix de cession net de frais en cas de cession la première année et de 50% du prix de cession net en cas de cession la deuxième année.

Le prix d'acquisition de 100% des titres des sociétés du pôle ISP détenus par Groupe Gorgé s'établirait à 27,4m€.

Notre analyse fait donc ressortir une valeur de la participation de Groupe Gorgé dans les sociétés du pôle ISP comprise entre 25,5m€ et 29,2m€, soit une valeur centrale de 27,4m€.



<sup>14</sup> Nuclear New Build (Hinkley Point et Sizewell)

Le prix offert par Pélican Venture pour la participation de Groupe Gorgé dans les sociétés du pôle ISP se situe à l'intérieur de la fourchette de valeurs que nous extériorisons (de 25,5m€ à 29,2m€) et à un niveau équivalent à notre valeur centrale (27,4m€).

Notre analyse de la lettre d'offre de Pélican Venture ne fait pas par ailleurs apparaître de clauses qui remettraient en cause l'équité du prix proposé.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 27,4m€ proposé par Pélican Venture dans le cadre de l'acquisition de l'intégralité des titres et des droits de vote détenus par Groupe Gorgé directement ou indirectement dans les sociétés du pôle ISP visées, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Groupe Gorgé.

Fait à Levallois-Perret, le 24 octobre 2022

L'expert indépendant  
Crowe HAF  
Membre de Crowe Global

A handwritten signature in black ink, reading "Olivier Grivillers". The signature is written in a cursive style and is positioned above a horizontal line.

**Olivier Grivillers**