

**SA DOLFINES
12 avenue des Prés
78180 Montigny-le-Bretonneux**

**RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS
SUR LA VALEUR DES APPORTS
DANS LE CADRE DE L'APPORT D' ACTIONS
DE LA SOCIETE AEGIDE INTERNATIONAL DETENUES
PAR LA SOCIETE THESIGER INTERNATIONAL SAS
A LA SOCIÉTÉ DOLFINES SA**

DOLFINES SA
12 avenue des Prés
78180 Montigny-le- Bretonneux

Mesdames, Messieurs les actionnaires de la société DOLFINES,

En exécution de la mission qui m'a été confiée par Ordonnance du Président du Tribunal de Commerce de Versailles en date du 2 avril 2023 me désignant en qualité de Commissaire aux apports, concernant l'opération d'apport de titres de la société AEGIDE INTERNATIONAL à la société DOLFINES détenues par la société THESIGNER INTERNATIONAL, j'ai établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu par l'article L. 223-9 du Code de Commerce.

L'apport envisagé est décrit dans le contrat d'apport signé le 18 avril 2023. Il m'appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

A cet effet, j'ai effectué mes diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. Cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports, et d'autre part, à apprécier les avantages particuliers stipulés.

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

Je vous prie de trouver ci-après, mes constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports.
2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur des apports.
3. Synthèse – points clés.
4. Conclusion.



1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION ET DESCRIPTION DE L'APPORT

1.1 Contexte de l'opération

Le présent apport de titres envisagé par la société THESIGER INTERNATIONAL vise à réaliser le contrôle de la cible par voie concomitante de cession et d'apport, dans le cadre d'une complémentarité et synergie d'activité.

1.2 Présentation des sociétés et des parties et intérêts en présence

1.2.1 Société apporteuse

La société THESIGER INTERNATIONAL est une société par actions simplifiée au capital de 140 000 €, dont le siège social est situé 2 rue du Jardin de l'Ars 33800 Bordeaux, représentée par Monsieur Adrien BOURDON-FENIOU Président.

La société a pour objet social principal la prise de participation en tant que holding animatrice de groupe.

1.2.2 Société bénéficiaire

La société DOLFINES est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 3 828 482 €, société cotée sur Euronext Growth marché non réglementé, dont le siège social est situé 12 avenue des Prés 78180 Montigny-le-Bretonneux, représentée par Monsieur Jean-Claude BOURDON Président Directeur Général.

La société a pour objet social principal une expertise dans le domaine des énergies renouvelables et conventionnelles ainsi que des services et équipements associés, la recherche, l'ingénierie, les études techniques, l'assistance technique et scientifique, la conception, la réalisation, le développement et la réhabilitation d'installation de production d'énergie ; la direction et la gestion d'ateliers de forage, l'expertise le conseil et la formation.

1.2.3 Société dont les titres sont apportés

La société AEGIDE INTERNATIONAL est une société par actions simplifiée au capital de 76 285 € immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bordeaux sous le numéro 402 780 019.



Son siège social se situe 2 rue du Jardin 33800 Bordeaux, elle est représentée par son Président THESIGER INTERNATIONAL, elle-même représentée par son Président Monsieur Adrien BOURDON-FENIOU.

Son capital social est composé de 5 004 actions de 15,24 € de nominal.

La société a pour objet principal : le conseil, ingénierie, formation et communication en matière de sécurité, qualité et protection de l'environnement, supervision de travaux et d'installations.

1.3 Description de l'opération

Les modalités de réalisation de l'apport sont exposées, de façon détaillée, dans le traité d'apport.

Elles peuvent se résumer comme suit : apport de 1 501 actions de la société AEGIDE INTERNATIONAL par la société THESIGER INTERNATIONAL, correspondant à 30 % du capital, pour un montant évalué par les parties à 570 300 € correspondant à un montant de 1 901 000 € pour 100 % du capital.

Concomitamment à cette présente opération d'apport, la réalisation d'une convention d'acquisition portera sur 3 503 actions pour porter le contrôle à 100 % du capital, par conséquent ces deux opérations sont liées par condition essentielle.

1.3.1 Date d'effet et conditions suspensives, régime juridique et fiscal adoptés

L'apport prendra effet à la date de réalisation de l'apport, par approbation de l'Assemblée générale extraordinaire de la bénéficiaire.

La réalisation définitive de l'opération d'apport est subordonnée à l'approbation préalable par décision du Conseil d'administration de la bénéficiaire.

L'apport est effectué sous le régime juridique de droit commun des apports en nature purs et simple tel que fixé par les dispositions de l'article L.223-9 du code de commerce.

En matière de droits d'enregistrement, l'apport donnera lieu au paiement d'un droit fixe, conformément aux dispositions de l'article 810 du code général des impôts.

1.3.2 Rémunération de l'apport

En rémunération de l'apport évalué à 570 300 €, la société DOLFINES procédera à la création de 110 309 477 actions d'une valeur nominale de 0,01 € chacune, au regard de la moyenne des cours pondérée par les volumes des 10 séances de bourse précédent la signature de la Convention d'acquisition à savoir 0,00517 €.



1.3.3 Avantages particuliers stipulés

Il n'y a pas d'avantage particulier octroyé dans le cadre de l'apport.

1.4 Présentation de l'apport

1.4.1 Méthode d'évaluation retenue

L'apport n'implique pas des sociétés sous contrôle commun au sens du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées. Dès lors, il sera réalisé à la valeur réelle déterminée par les parties à l'issue d'une analyse multicritère.

1.4.2 Description de l'apport

Les 1 501 actions de la société AEGIDE INTERNATIONAL, dont l'apport est envisagé, ont été évaluées à 570 300 €, soit 379,95 € par action.

2. DILIGENCES ET APPRÉCIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

2.1 Diligences mises en œuvre par le commissaire aux apports

J'ai effectué les diligences que j'ai estimé nécessaires, par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes relative à cette mission

Ma mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société DOLFINES sur la valeur des apports devant être effectués par la société THESIGER INTERNATIONAL.

J'ai notamment :

- Echangé avec les personnes en charge de l'opération pour prendre connaissance de son contexte, des modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées, en marge de l'examen du contenu du traité d'apport ;
- Vérifié la pleine propriété des titres apportés en me faisant confirmer l'absence de toute garantie ou nantissement s'y rapportant ;
- Consulté les documents juridiques et financiers mis à ma disposition concernant la vie sociale ;
- Examiné les états financiers de la société AEGIDE INTERNATIONAL arrêtés au 31 décembre 2022,



- Pris connaissance de l'activité de AEGIDE INTERNATIONAL au regard de la situation comptable,
- Obtenu et revu la cohérence des données prévisionnelles sur trois ans et l'année en cours, à horizon au 31 décembre 2026 de AEGIDE INTERNATIONAL avec les responsables de cette société,
- Examiné les approches d'évaluation mises en œuvre par les parties ;
- Étendu les critères de valorisation à des analyses de valeur intrinsèque et analogique par comparaison avec des sociétés cotées exerçant une activité comparable.

Enfin, j'ai obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants de AEGIDE INTERNATIONAL me confirmant l'absence, à la date du présent rapport, d'événements pouvant, d'une part, grever la consistance des capitaux propres en date du 31 décembre 2022 ou, d'autres part, remettre en cause de façon significative les prévisions à horizon 2026 qui m'ont été communiquées.

2.2 Appréciation de la méthode de valorisation de l'apport et de sa conformité à la réglementation comptable

Aux termes du traité d'apport, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle estimée des actions de la société AEGIDE INTERNATIONAL en tant que valeur d'apport.

Le choix de cette méthode de valorisation est conforme aux dispositions du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées et n'appelle, en conséquence, pas de commentaire de ma part.

2.3 Réalité de l'apport

Dans le cadre de mes travaux, je me suis assuré de la pleine propriété par la société THESIGER INTERNATIONAL des actions de la société AEGIDE INTERNATIONAL objet du présent apport.



2.4 Appréciation de la valeur de l'apport

2.4.1 Nature de l'apport et caractéristiques de l'appréciation

L'apport porte sur 1 501 actions de la société AEGIDE INTERNATIONAL, soit 30 % du capital.

2.4.2 Détermination de la valeur de l'apport par les parties

La valeur d'apport a été déterminée par les parties sur la base d'une approche fondée sur : les DCF (discounted cash flow) et un multiple sectoriel appliqué à l'EBIT.

La valorisation de la société à 100 % a été retenue à hauteur de 1 901 000 €.

2.4.3 Prévisions

Afin de permettre l'analyse de la valeur attribuée à AEGIDE INTERNATIONAL, la direction m'a remis des prévisions s'appuyant sur le plan d'affaires, qui couvrent la période 2023 au 31 décembre 2026.

Ce plan prévoit un développement significatif des activités de la société notamment au travers :

- De l'offre Safety as a service,
- La formation HSE,
- L'audit de certification MASE,
- Le secteur ESG-RSE.

2.4.4 Valorisation de la société AEGIDE INTERNATIONAL

Pour apprécier la valeur de l'apport, j'ai mis en œuvre une évaluation multicritère sur la base des comptes annuels arrêtés au 31 décembre 2022 et les prévisions.

2.4.4.1 Méthodes d'évaluation écartées

Mes travaux m'ont conduit à écarter les méthodes suivantes :

- Actif net réévalué

La société évaluée n'est détentrice, en dehors de son fonds commercial, d'aucun actif susceptible d'être évalué. Dès lors, la méthode d'évaluation fondée sur l'approche de l'actif net réévalué ne peut trouver à s'appliquer de façon pertinente.



- Dividendes

Ne pouvant préjuger de la politique de distribution susceptible d'être adoptée au cours des exercices futurs, cette méthode d'évaluation a été écartée.

- Evaluation par comparaison avec des transactions comparables

Après consultation et exploitation de bases financières, je n'ai pu relever de transaction portant sur des sociétés de taille semblable exerçant des activités comparables, permettant de retenir un panel représentatif.

2.4.4.2 Méthodes d'évaluation retenues

- Evaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou DCF

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus d'un plan prévisionnel à un taux, qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise en tenant compte d'une valeur de sortie dite valeur terminale à l'horizon de ce plan. Dans ce cadre, j'ai tenu compte :

- D'une décote de 38 % (traduite par une augmentation du taux d'actualisation de 6,4 %) conséquence de l'analyse qualitative et de la taille de l'entreprise, et d'une croissance à l'infini de l'activité de 1 % ;
- D'une trésorerie nette de dette financière, tenant compte des délais normatifs d'encaissement et de décaissement des créances clients et des dettes fournisseurs ;
- D'une révision des prévisions remises. En effet, si la croissance de l'activité de la société a enregistré un rythme soutenu au cours de ces dernières années, il convient d'atténuer à titre de prudence pour les trois prochaines années, un développement d'un niveau significativement ambitieux, par l'impact d'un taux d'actualisation adapté. La valeur terminale constitue l'essentiel de la valeur de l'entreprise.

- Evaluation par les multiples de sociétés comparables

A titre de recoupement, j'ai cherché à déterminer la valeur d'entreprise de AEGIDE INTERNATIONAL par application à différents agrégats dégagés, des multiples observés sur ces mêmes agrégats, sur un échantillon de sociétés cotées exerçant des activités de nature proche et comparable à partir de l'exploitation de bases financières et, en appliquant une décote de 38 % du fait de la taille de l'entreprise.

2.4.4.3 Synthèse des valorisations



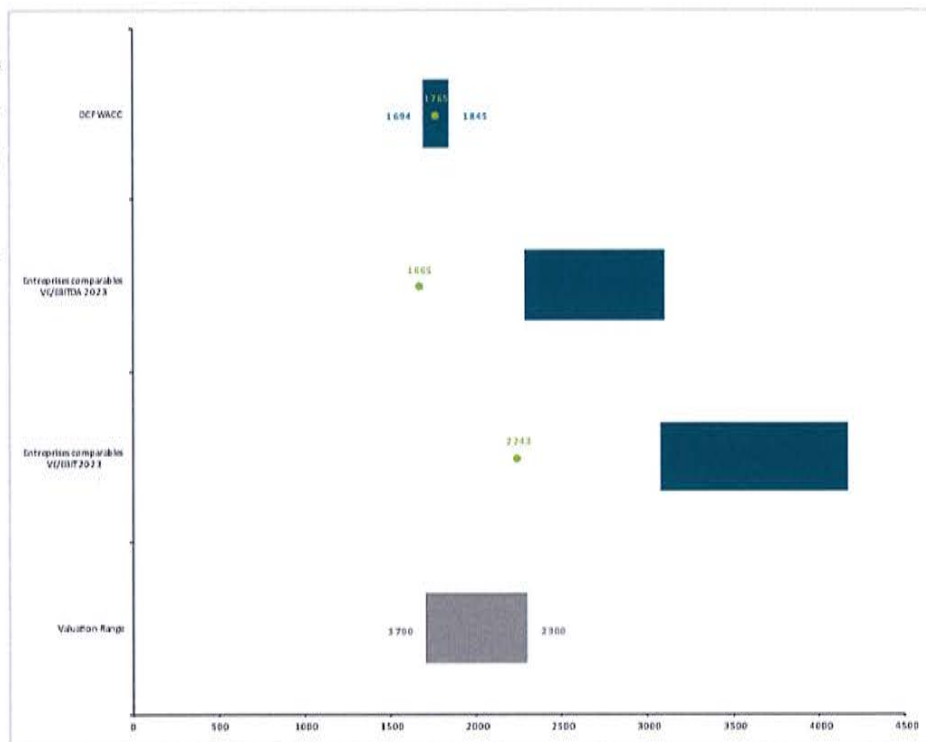
Synthèse de l'évaluation

Cette synthèse présente les fourchettes et moyennes des valeurs obtenues par application des différentes méthodes d'évaluation

La zone grise représente une fourchette moyenne pondérée de toutes les méthodologies et constitue donc la meilleure estimation de la juste valeur de l'entreprise

Dans un échec de marché différent, la valeur de l'entreprise peut être déduite des analyses des prix de transactions et des valeurs boursières d'entreprises comparables par extrapolation des multiples financiers observés sur ces sociétés

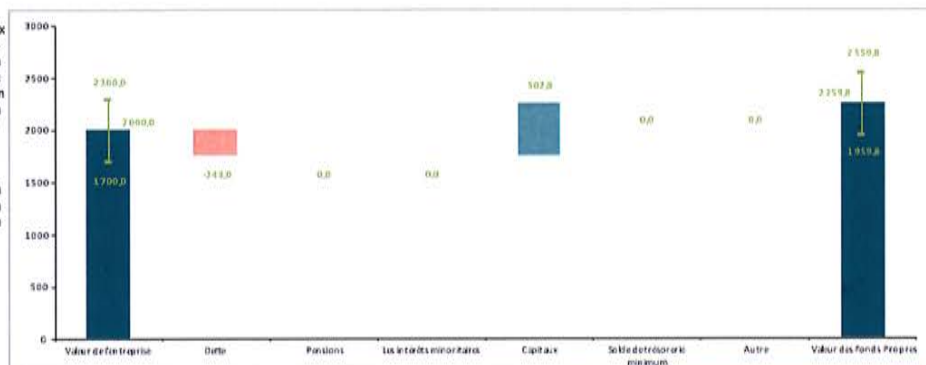
Ces dernières méthodes sont utilisées principalement pour vérifier la validité des résultats de l'évaluation



LA DETTE NETTE FINANCIERE

Cette illustration identifie les principaux éléments qui constituent la dette financière nette, soit l'écart entre la valeur de l'entreprise et la valeur des capitaux propres : les dettes, la provision pour retraite, les intérêts minoritaires, la trésorerie disponible et la trésorerie minimale d'exploitation

Le point de départ du graphique est la moyenne des minima et maxima de la fourchette de valeurs présentée dans la synthèse des évaluations



Composantes de la dette nette

	Min	Mid	Max
Enterprise Value	1700,0	2000,0	2300,0
Dettes	-243,0	-243,0	-243,0
Pensions	0,0	0,0	0,0
Les intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0
Capitaux	502,8	502,8	502,8
Solde de trésorerie minimum	0,0	0,0	0,0
Dettes Nettes	-259,8	-259,8	-259,8
Equity Value	1959,8	2259,8	2559,8

EVALUATION QUALITATIVE

Cette valorisation qualitative influence deux facteurs clés qui entrent dans les analyses d'évaluation :

La prime sur le coût des fonds propres est une estimation du risque accru de la société par rapport à ses pairs cotés en bourse.

La décote (ou surcote) reflète l'observation empirique selon laquelle les évaluations des petites et moyennes entreprises sont inférieures à celles des grandes sociétés cotées en bourse (en raison, par exemple, d'une accessibilité limitée mise en marché ou de liquidité moindre). Ces décotes sont généralement comprises entre 30 et 50%.

Qualité individuelle / facteurs de risque

Prime sur le coût des fonds propres ¹⁾	6,4%
(Décote)/prime sur les multiples ²⁾	-38,1%

Score pondéré	Moins de risque	Score					Plus de risque	Poids	Scores pondérés
		1	2	3	4	5			
General									
Company size	Big						Small	35,0%	1,75
Partnership	Premium						Commodity	7,0%	0,06
Market									
Market Size	Big						Small	3,0%	0,06
Market Growth	High						Low	3,0%	0,06
Market Share	High						Small	2,0%	0,08
Competition	Low						High	5,0%	0,15
Exposure to Business Cycle	Low						High	2,0%	0,06
Exposure to Political/Legal Factors	Low						High	1,0%	0,04
Management									
Management Quality	High						Low	5,0%	0,10
Reliance on Key Persons	Low						High	5,0%	0,15
Sales									
Reliance on Key Customers	Low						High	5,0%	0,15
Reliance on Distribution Partners	Low						High	2,0%	0,06
Customer Lock-in	High						Low	2,0%	0,06
Purchasing									
Input cost risk	Low						High	2,0%	0,06
Reliance on Key Suppliers	Low						High	2,0%	0,06
Product									
Product Quality	High						Low	3,0%	0,06
Innovativeness	Very Innovative						Not Innovative	3,0%	0,06
Intellectual Property Protection	High						Low	3,0%	0,09
Risk of Technological Disruption	Low						High	2,0%	0,06
Financial									
Capital Intensity	Low						High	2,0%	0,04
Leverage	Low						High	10,0%	0,10
FX Risk	Low						High	1,0%	0,03
Somme								100,0%	3,54

¹⁾ Prime sur le coût des fonds propres calculée comme $\frac{10,05}{10,05 + 0,025}$ (not pondérée: 3)
²⁾ (Décote)/prime calculée comme suit: $\frac{-10,10}{10,10 + 0,15}$ (not pondérée: 3)

PEERS: MULTIPLES

Le panel des sociétés comparables est essentiel pour valider les hypothèses du business plan de l'entreprise et fixer les principaux paramètres d'évaluation.

Il s'agit d'un groupe d'entreprises qui partagent des caractéristiques, telles que le secteur d'activité, la typologie de clients ou une zone géographique.

La décote (ou surcote) sur la moyenne des entreprises comparables résulte de l'évaluation qualitative de l'entreprise.

Hypothèses clés

Secteur industriel	Services professionnels
Pays	France

Nom	Pays	VE/Chutes 2022	VE/Chutes 2023	VE/Chutes 2024	VE/EBITA 2022	VE/EBITA 2023	VE/EBITA 2024	VE/EBIT 2022	VE/EBIT 2023	VE/EBIT 2024	P/E 2022	P/E 2023	P/E 2024	P/B 2023
Burgman & Boring AB (publ)	Suède	1,22x	1,17x	1,16x	15,10x	9,80x	9,30x	19,80x	16,50x	15,00x	19,40x	17,20x	15,60x	-
Bureau Veritas SA	France	2,41x	2,31x	2,19x	13,90x	11,50x	11,00x	17,00x	14,80x	13,50x	25,80x	21,30x	20,10x	-
CI Communication & Systems SA	France	1,20x	1,08x	1,01x	24,70x	11,00x	9,70x	32,60x	19,00x	14,70x	-	21,60x	14,80x	-
Captrax plc	United Kingdom	0,35x	0,37x	0,38x	7,70x	4,60x	4,20x	10,50x	10,60x	9,10x	7,70x	9,40x	7,20x	-
DWP Group plc	United Kingdom	0,86x	0,91x	0,86x	9,00x	4,80x	4,40x	11,10x	6,70x	5,70x	10,30x	5,80x	4,90x	14,60x
Maple Oil	Pologne	1,43x	1,35x	1,37x	13,70x	9,60x	9,00x	17,30x	16,30x	14,80x	23,30x	19,30x	17,80x	-
OP SpA	Italie	1,41x	1,21x	1,15x	10,00x	7,40x	6,70x	19,80x	14,20x	11,30x	35,60x	21,60x	14,60x	9,80x
Interisk Group plc	United Kingdom	2,42x	2,28x	2,18x	11,40x	10,10x	9,70x	15,90x	13,80x	13,10x	23,00x	18,50x	17,20x	-
Melrose plc	United Kingdom	1,00x	1,31x	1,35x	16,20x	9,70x	9,00x	26,80x	9,70x	8,70x	-	11,30x	10,80x	-
SOS SA	Suisse	2,78x	2,65x	2,58x	15,40x	11,70x	11,10x	20,40x	17,60x	16,10x	26,40x	21,90x	20,50x	-
Remquest Security AS (publ)	Norvège	0,44x	0,36x	0,31x	17,10x	4,20x	3,00x	24,50x	6,70x	4,20x	16,50x	7,70x	4,90x	-
Midwest	France	1,43x	1,23x	1,16x	13,70x	9,60x	9,00x	19,80x	14,20x	11,30x	33,00x	19,30x	14,60x	12,20x
Professional Services		1,8x	1,4x	1,3x	10,2x	6,3x	6,1x	13,4x	11,3x	10,2x	19,3x	16,2x	14,8x	9,2x
Donnée / prime sur la médiane		-38%	-38%	-38%	-38%	-38%	-38%	-38%	-38%	-38%	-38%	-38%	-38%	0%
Métriques appliquées		0,69x	0,76x	0,72x	8,48x	5,94x	5,57x	12,26x	8,79x	8,11x	14,74x	11,33x	9,64x	12,20x

TAUX D'ACTUALISATION

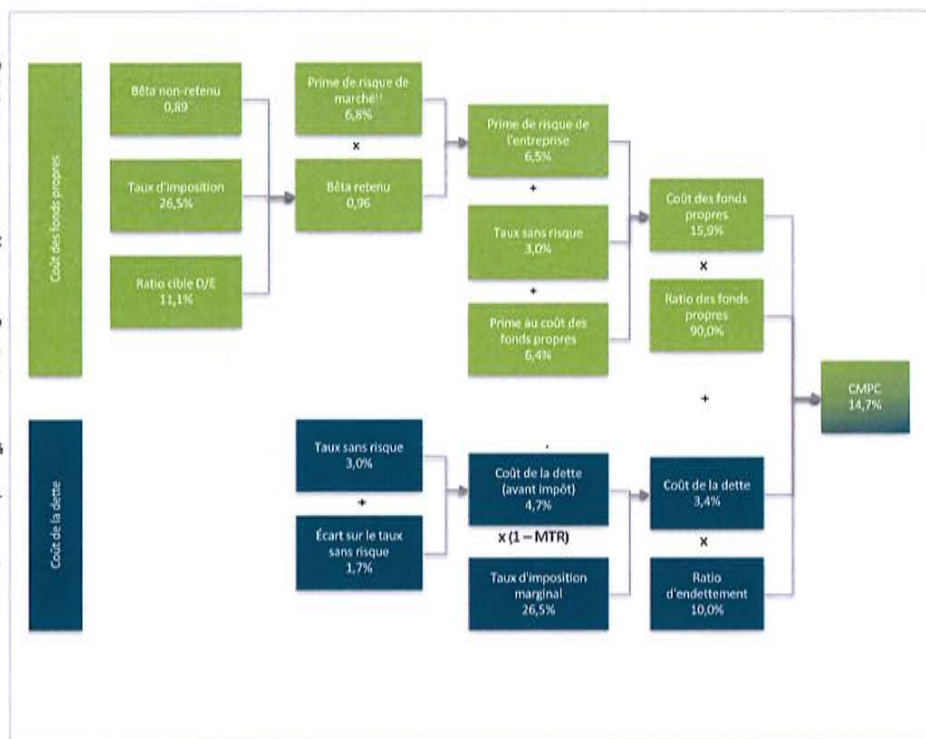
Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est le calcul du coût du capital d'une entreprise dans lequel chaque catégorie de financement est pondérée proportionnellement. Toutes les sources de capitaux - fonds propres et dettes - sont prises en compte dans le calcul du CMPC.

Toutes choses égales par ailleurs, le CMPC d'une entreprise augmente à mesure que le bêta et le taux de rendement des capitaux propres augmentent. Une augmentation du CMPC entraîne une diminution de la valorisation et un risque plus élevé.

Le CMPC d'une entreprise est le rendement global attendu de l'entreprise et, à ce titre, il est souvent utilisé en interne par la direction pour déterminer la rentabilité des opportunités de croissance.

Dans l'analyse des flux de trésorerie actualisés (DCF), le CMPC est utilisé comme taux d'actualisation appliqués aux flux de trésorerie futurs pour obtenir la valeur actuelle nette de l'entreprise (voir la diapositive "Flux de trésorerie actualisés").

Sur la base de l'hypothèse d'une structure du capital constante et donc d'un ratio d'endettement constant, le calcul du facteur bêta spécifique à la période est supprimé.



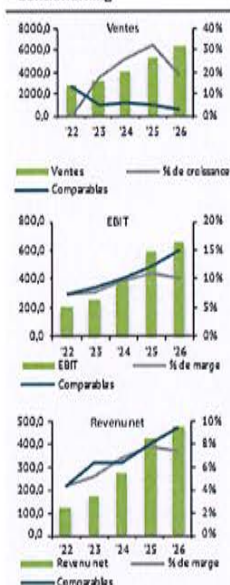
1) Méthode : Écart de Crédit (basé sur le rating) * Ajustement de la volatilité des marchés émergents + Marché Maturité ERP

Signature

BUSINESS PLAN

Le business plan reflète la meilleure estimation actuelle de l'évolution future des principaux résultats financiers de l'entreprise et constitue la base de toutes les analyses d'évaluation suivantes

Benchmarking



	2022	2023	2024	2025	2026
Ventes	2746,1	3240,4	4083,0	5389,5	6413,5
% croissance	0,0%	18,0%	26,0%	32,0%	19,0%
EBITDA	284,9	280,2	429,4	628,9	705,3
% marge	10,4%	8,6%	10,5%	11,7%	11,0%
Dépréciation et Amortissement	80,6	25,0	35,0	45,0	55,0
% des Ventes	2,9%	0,8%	0,9%	0,8%	0,9%
EBIT	204,3	255,2	394,4	583,9	650,3
% marge	7,4%	7,9%	9,7%	10,8%	10,1%
Revenu net	119,9	167,7	275,4	423,0	471,7
% marge	4,4%	5,2%	6,7%	7,8%	7,4%
Capex	54,3	81,8	102,8	159,3	260,9
% des Ventes	2,0%	2,5%	2,5%	3,0%	4,1%
Comptes débiteurs	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Délai moyen de recouvrement des créances	12	10	8	6	5
Inventaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Délai moyen de vente des stocks	0	0	0	0	0
Comptes créditeurs	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
Délai moyen de paiement	13	11	9	7	6
Trésorerie et équivalents de trésorerie	502,8	593,3	747,5	986,7	1174,2
Dettes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

SV

BUSINESS PLAN - VALIDATION

Comme le business plan constitue la base de toute analyse d'évaluation, il est crucial de vérifier par recoupement la plausibilité des hypothèses sous-jacentes.

Selon l'analyse de DuPont, le rendement des capitaux propres dépend de trois facteurs : l'efficacité de l'utilisation des actifs, qui est mesurée par la rotation totale des actifs ; l'efficacité opérationnelle, qui est mesurée par la marge bénéficiaire ; et le levier financier, qui est mesuré par le ratio de l'endettement sur les fonds propres.

Le rendement du capital engagé ("ROCE") est un ratio de rentabilité qui mesure l'efficacité avec laquelle une entreprise peut générer des bénéfices en comparant le résultat net d'exploitation au capital engagé.

Croissance	2022	2023	2024	2025	2026	TY
Croissance des ventes	-	18,0%	26,0%	32,0%	19,0%	1,0%
Croissance de l'EBITDA	-	-1,6%	53,2%	46,5%	12,1%	1,0%
Croissance de l'EBIT	-	24,9%	54,5%	48,0%	11,4%	0,6%
Croissance du revenu net	-	39,8%	64,2%	53,6%	11,5%	1,0%
Marges						
Marge de l'EBITDA	10,4%	8,6%	10,5%	11,7%	11,0%	11,0%
Marge de l'EBIT	7,4%	7,9%	9,7%	10,8%	10,1%	10,1%
Marge du revenu net	4,4%	5,2%	6,7%	7,8%	7,4%	7,4%
Rentabilité - Analyse Du Pont						
Rotation de l'actif (ventes/actifs)	28,31x	33,41x	42,09x	55,56x	66,12x	66,78x
x Rentabilité (Revenu net/Ventes)	4,4%	5,2%	6,7%	7,8%	7,4%	7,4%
= Rendement de l'actif	123,7%	172,9%	283,9%	436,1%	486,3%	491,2%
x Effet de levier (Actifs/Fonds propres)	16,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Rendement des fonds propres	20,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rentabilité - "ROCE"						
Immobilisations	97,0	97,0	97,0	97,0	97,0	97,0
Fonds de roulement	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux	502,8	593,3	747,5	986,7	1 174,2	1 186,0
Capital investi	599,8	690,3	844,5	1 083,7	1 271,2	1 283,0
EBIT	204,3	255,2	394,4	583,9	650,3	654,2
- Impôt	-54,1	-67,6	-104,5	-154,7	-172,3	-173,4
Le résultat net d'exploitation (RNE)	150,2	187,6	289,9	429,2	478,0	480,9
ROCE (NOPAT / Avg. Capital Employed)	29,1%	37,8%	44,5%	40,6%	37,7%	

m

ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE: CMPC DYNAMIQUE (1/3)

La méthode DCF utilise les flux prévisionnels de trésorerie disponibles et les actualise en utilisant le CMPC pour obtenir une estimation de la valeur actuelle.

Plusieurs variantes existent pour la détermination du taux d'actualisation et le calcul des valeurs associées aux flux de trésorerie. Les calculs nécessaires peuvent être complexes. L'objectif de l'analyse DCF est d'estimer les revenus attendus d'un investisseur, corrigés de la valeur temps de l'argent.

Hypothèses

Taux de croissance à l'infini ("g")	1,0%
Perpétuel Capex/D&A	105,0%

Dans notre valorisation, nous utilisons une analyse de sensibilité en faisant varier à la fois le CMPC et le taux de croissance à l'infini ("g") pour obtenir une plage de valeurs de l'entreprise.

	2022	2023	2024	2025	2026	TY
Ventes	2746,1	3240,4	4083,0	5389,5	6413,5	6477,6
EBIT		255,2	394,4	583,9	650,3	654,2
- Impôt		-67,6	-104,5	-154,7	-172,3	-173,4
Le résultat net d'exploitation (RNE)		187,6	289,9	429,2	478,0	480,9
+ Dépréciation et amortissement		25,0	35,0	45,0	55,0	58,1
- CAPEX		-81,8	-102,8	-159,3	-260,9	-283,2
+/- Variation du fonds de roulement net		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de Trésorerie		130,8	222,1	314,9	272,1	255,8
Dettes		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes (14,7% CMPC)		1850,52	1900,49	1864,95	1866,98	1885,65
Ratio d'endettement (Dettes / Fonds propres)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Effet de levier (D / E)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE: CMPC DYNAMIQUE (2/3)

La méthode DCF utilise les flux prévisionnels de trésorerie disponibles et les actualise en utilisant le CMPC pour obtenir une estimation de la valeur actuelle.

Plusieurs variantes existent pour la détermination du taux d'actualisation et le calcul des valeurs associées aux flux de trésorerie. Les calculs nécessaires peuvent être complexes. L'objectif de l'analyse DCF est d'estimer les revenus attendus d'un investisseur, corrigés de la valeur temps de l'argent.

Hypothèses

Taux de croissance à l'infini ("g")	1,0%
Perpétuel Capex/D&A	105,0%

Dans notre valorisation, nous utilisons une analyse de sensibilité en faisant varier à la fois le CMPC et le taux de croissance à l'infini ("g") pour obtenir une plage de valeurs de l'entreprise.

Coût des fonds propres	2022	2023	2024	2025	2026	TY
Taux sans risque		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Bêta non retenu		0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Taux d'imposition		26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Ratio cible D/E		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bêta retenu		0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Prime de risque de marché		6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Prime sur la capitalisation boursière		6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Coût des fonds propres		15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Coût de la dette						
Taux sans risque		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Écart		1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Coût de la dette avant impôt		4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Taux d'imposition		26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Coût de la dette		3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%

1) Méthode : Écart de Crédit (basé sur le rating) * Ajustement de la volatilité des marchés émergents + Matché-Mature ERP

nv

ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE: CMPC DYNAMIQUE (3/3)

La méthode DCF utilise les flux prévisionnels de trésorerie disponibles et les actualise en utilisant le CMPC pour obtenir une estimation de la valeur actuelle.

Plusieurs variantes existent pour la détermination du taux d'actualisation et le calcul des valeurs associées aux flux de trésorerie. Les calculs nécessaires peuvent être complexes. L'objectif de l'analyse DCF est d'estimer les revenus attendus d'un investisseur, corrigés de la valeur temps de l'argent.

Hypothèses

Taux de croissance à l'infini ('g')	1,0%
Perpétuel Capex/D&A	105,0%

Dans notre valorisation, nous utilisons une analyse de sensibilité en faisant varier à la fois le CMPC et le taux de croissance à l'infini ('g') pour obtenir une plage de valeurs de l'entreprise.

CMPC	2022	2023	2024	2025	2026	TY
Coût des fonds propres		15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Coût de la dette (après impôt)		3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Ratio d'endettement (Dettes / Fonds propres)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CMPC (après impôt)		15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
CMPC (avant impôt)		15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Temps		0,5	1,5	2,5	3,5	
Taux d'actualisation		0,93	0,81	0,70	0,61	
Flux de Trésorerie Actualisés		121,8	179,2	220,2	164,9	1078,4

Valeur Actuelle des flux de trésorerie disponibles	686,1
Valeur actuelle de la Valeur Terminale (100% inclus)	1078,4
Valeur de l'entreprise	1764,6
Dettes Nettes	259,8
Valeur des Fonds Propres	2024,4

Taux de croissance à l'infini				
-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
1.632,9	1.694,4	1.764,6	1.845,2	1.938,8

12

TRADING MULTIPLES: EV/EBITDA

L'approche par les multiples ("Méthode des comparables") est une théorie d'évaluation basée sur l'idée que des actifs similaires ont des prix similaires.

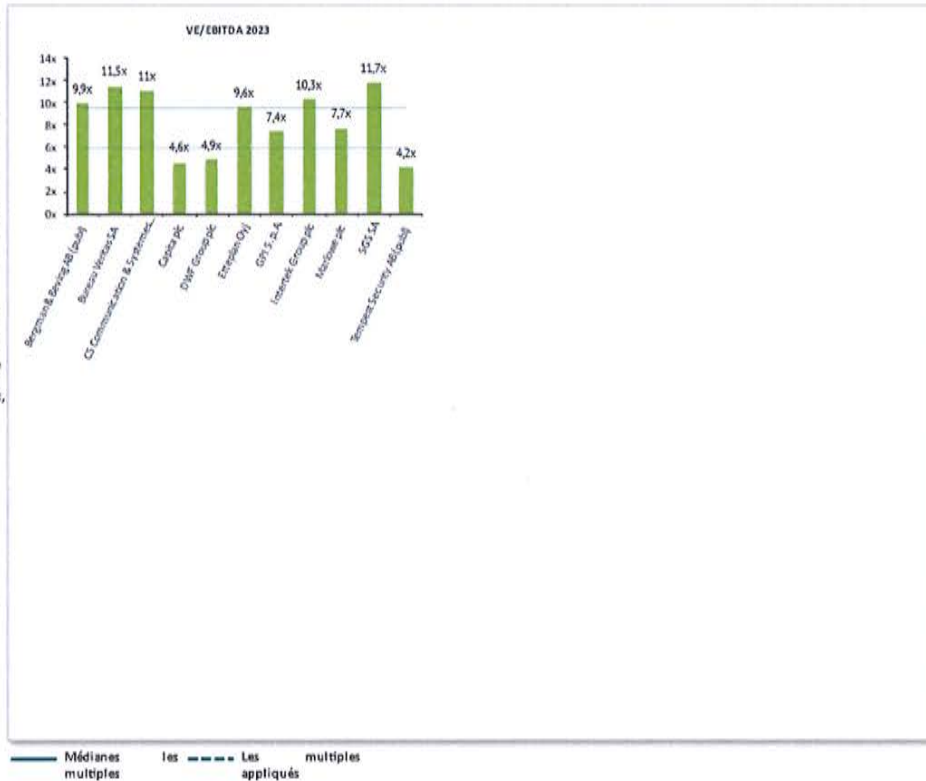
Il s'agit d'un modèle d'évaluation dite relative, qui compare une entreprise à des sociétés comparables afin de déterminer sa valeur financière.

Il suppose que le multiple qui rapporte la valeur d'une entreprise à un agrégat financier donné (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, résultat net, etc.) est identique pour toutes les entreprises d'un même secteur d'activité et d'une même zone géographique.

Les modèles de valorisation relative constituent une alternative aux modèles de valeur absolue, qui tentent de déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise sur la base de l'estimation de ses flux futurs de trésorerie disponibles, actualisés à leurs valeurs actuelles.

Les multiples

VE/EBITDA 2023 5,9x



TRADING MULTIPLES: EV/EBIT

L'approche par les multiples ("Méthode des comparables") est une théorie d'évaluation basée sur l'idée que des actifs similaires ont des prix similaires.

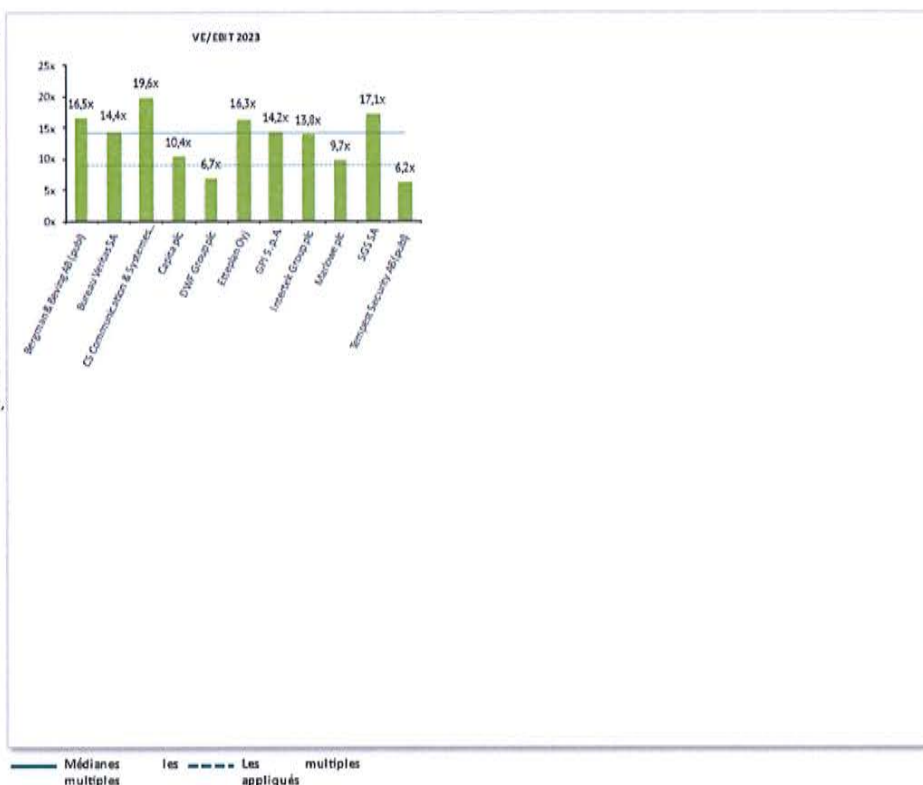
Il s'agit d'un modèle d'évaluation dite relative, qui compare une entreprise à des sociétés comparables afin de déterminer sa valeur financière.

Il suppose que le multiple qui rapporte la valeur d'une entreprise à un agrégat financier donné (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, résultat net, etc.) est identique pour toutes les entreprises d'un même secteur d'activité et d'une même zone géographique.

Les modèles de valorisation relative constituent une alternative aux modèles de valeur absolue, qui tentent de déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise sur la base de l'estimation de ses flux futurs de trésorerie disponibles, actualisés à leurs valeurs actuelles.

Les multiples

VE/EBIT 2023 8,8x



2.5 Appréciation des avantages particuliers le cas échéant

Il n'y a pas d'avantage particulier stipulé.

3. SYNTHÈSE-POINTS CLES

De ce qui précède, la fourchette de valorisation de la société AEGIDE INTERNATIONAL, pour 100 % des titres peut être retenue entre 1 800 k€ et 2 200 k€.

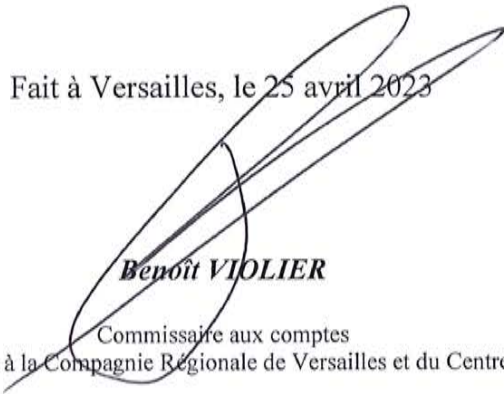
Par ailleurs, deux éléments pouvant avoir une incidence sur la valeur des capitaux propres, sont relatés dans la convention d'acquisition, relatifs à un risque sur un litige fiscal sur la filiale Tunisienne, ainsi qu'un litige fiscal Gabonais, tous les deux non encore dénoués.

(Signature)

4. CONCLUSION

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que la valeur de l'apport, retenue s'élevant à 570 300 € n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport.

Fait à Versailles, le 25 avril 2023



Benoît VIOLIER

Commissaire aux comptes
Inscrit à la Compagnie Régionale de Versailles et du Centre