



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

lisi

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par la
société LISI SA visant ses propres actions

7 mars 2023





Sommaire

1. Présentation de l'opération	4
1.1 Contexte de l'opération	4
1.2 Présentation de la Société objet de l'Offre	4
1.3 Présentation de l'Offre	5
1.3.1 Motifs de l'Offre	5
1.3.2 Contexte	6
1.3.3 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'offre ou son issue – Engagement des principaux actionnaires de la Société	7
2. Déclaration d'indépendance	7
3. Diligences effectuées	8
4. Présentation des activités et de l'environnement économique du Groupe	LISI
	10
4.1 Rappel de l'historique de LISI	10
4.2 Organigramme de LISI	12
4.3 Présentation générale des activités de LISI	13
4.3.1 Division Lisi Aerospace	13
4.3.2 Division Lisi Automotive	16
4.3.3 Division Lisi Medical	17
4.4 Environnement économique de LISI	18
4.4.1 Industrie Aéronautique et spatiale	19
4.4.2 Industrie automobile	24
4.4.3 Industrie médicale	28
4.5 Analyse financière de LISI	33
4.5.1 Compte de résultat consolidé 2017-2022	34
4.5.2 Bilan consolidé 2017-2022	38
4.6 Matrice SWOT	41
5. Evaluation des actions de la Société LISI GROUP	42
5.1 Méthodes d'évaluation écartées	42
5.1.1 Actif net comptable consolidé	42
5.1.2 Actif net comptable réévalué	42
5.1.3 Actualisation des dividendes futurs	42
5.1.4 Valeur liquidative	43
5.2 Méthodes d'évaluation retenues	43
5.3 Données de référence de la Société LISI	43
5.3.1 Nombre de titres retenu	43
5.3.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	44



5.4	Mise en œuvre de la valorisation de la Société LISI	46
5.4.1	La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)	46
5.4.2	Somme des parties – approche par l’actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal).....	49
5.4.3	Sommes des parties - comparables boursiers (à titre secondaire)	55
5.4.4	Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)	59
5.4.5	Transactions comparables (à titre indicatif)	60
6.	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d’Offre.....	62
6.1	Le protocole d’accord.....	62
6.2	Pacte d’actionnaires CID entre VMC et CIKO	64
6.3	Pacte d’actionnaires entre CID, VMC, PEUGEOT INVEST et PEUGEOT INVEST ASSETS	65
6.4	L’engagement CID (y compris la résiliation du pacte existant)	66
7.	Analyse financière de l’Opération.....	67
7.1	Approche retenue.....	67
7.2	Analyse de la structure financière postérieurement à l’Offre.....	67
7.3	Analyse de la structure actionnariale post-Opération.....	68
7.4	Analyse de la dilution / relation du résultat net par action de LISI post-Opération	70
7.5	Analyse de l’endettement complémentaire sur le cash-flow et les covenants bancaires de LISI.....	71
8.	Analyse des éléments d’appréciation du prix établi par l’Etablissement Présentateur72	
8.1	Choix des critères d’évaluation	72
8.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation.....	73
8.2.1	Données de référence	73
8.2.2	L’actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.....	73
8.2.3	Analyse du cours de bourse	74
8.2.4	Objectif de cours des analystes	74
8.2.5	Méthode des comparables boursiers	75
8.2.6	Méthode des transactions comparables	75
8.2.7	Référence à l’actif net comptable consolidé	76
9.	Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d’Offre.....	76
9.1	Synthèse de nos travaux d’évaluation	76
9.2	Attestation sur le caractère équitable de l’Offre.....	77
9.2.1	En ce qui concerne l’actionnaire de LISI.....	77
9.2.2	En ce qui concerne les accords connexes.....	77
9.2.3	En ce qui concerne la structure financière post-Opération.....	77
10.	Annexes	79



1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération

Dans le cadre du projet d'Offre Publique de Rachat d'Actions (ci-après « l'OPRA » ou « l'Offre ») en vue de leur annulation portant sur un nombre maximum de 7 576 004 actions LISI (ci-après « LISI » ou « la Société » ou « le Groupe ») représentant 14% du capital de la Société, au prix de 27,0 € par action (dividende détaché¹), nous avons été chargés, en qualité d'Expert Indépendant désigné par le Conseil d'administration de LISI le 18 janvier 2023, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ainsi que les conséquences de celle-ci sur la structure financière de la Société et sa capacité à rembourser les emprunts contractés, tout en poursuivant sa stratégie actuelle.

Notre nomination a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF (i) dans la mesure où la COMPAGNIE INDUSTRIELLE DE DELLE (« CID »), l'actionnaire majoritaire de la Société n'apporte pas ses titres à l'Offre (article 261-1 I 3°) et (ii) en raison de l'existence d'opérations connexes au projet d'OPRA (le protocole d'accord conclu entre les principaux actionnaires de CID, le pacte d'actionnaires CID entre VMC et CIKO, le pacte d'actionnaires entre CID, VMC et PEUGEOT INVEST ainsi que la lettre d'engagement de CID y compris la résiliation du pacte actuel au niveau de CID) susceptibles d'être considérés comme ayant un impact significatif sur le prix de l'OPRA (article 261-1 I 4°).

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiés ou nous ont été transmises par LISI et DEGROOF PETERCAM en qualité d'établissement présentateur de l'Offre conjointement avec BNP PORTZAMPARC (ci-après « les Etablissements Présentateurs »). Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

1.2 Présentation de la Société objet de l'Offre

LISI GROUP est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 21.645.726€, divisé en 54.114.317 actions d'une valeur nominale de 0,40€ dont le siège social est situé 6 rue Juvénal Viellard à Grandvillars (90600).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Belfort sous le numéro 536 820 269.

La Société a été introduite en bourse sur le second marché d'Euronext Paris en 1989 (code ISIN : FR0000050353).

¹ C'est-à-dire après le versement du dividende de 0,15€ par action LISI proposé à l'assemblée générale ordinaire de LISI. En conséquence, le prix par action LISI dans le cadre de l'Offre demeurerait de 27,0 € après la distribution de ce dividende.



L'exercice social de la Société est de 12 mois du 1^{er} janvier au 31 décembre.

Au 28 février 2023, la structure du capital et des droits de vote théoriques de LISI se présentait, préalablement à l'Offre, comme suit :

Tableau 1 – Actionnariat de LISI au 28 février 2023

Actionnariat	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
Compagnie Industrielle de Delle (CID)	29 643 620	54,78 %	59 287 240	65,79 %
Viellard Migeon & Co (VMC)	3 112 818	5,75 %	5 883 968	6,53 %
Peugeot Invest*	2 750 000	5,08 %	5 500 000	6,10 %
Autres mandataires sociaux	204 495	0,38 %	394 140	0,44 %
Sous-total Mandataires	35 710 933	65,99 %	71 065 348	78,86 %
Actions auto-détenues	1 055 805	1,95 %	1 055 805	1,17 %
Public	17 347 579	32,06 %	17 987 957	19,96 %
Total	54 114 317	100 %	90 109 110	100 %

* Par l'intermédiaire de sa filiale à 100% PEUGEOT INVEST ASSETS

Source : Projet de note d'information du 7 mars 2023

Il est précisé que les statuts de LISI prévoient qu'un droit de vote double est attribué aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis 4 ans au moins au nom du même actionnaire.

1.3 Présentation de l'Offre

1.3.1 Motifs de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information du 7 mars 2023 établi par la Société :

« LISI propose à l'ensemble de ses actionnaires de racheter 7.576.004 actions au prix de 27,00 euros par action (dividende d'un montant de 0,15 euro au titre de l'exercice 2022 détaché). [...]

Le projet d'Offre permet ainsi d'offrir aux actionnaires de LISI qui le souhaitent une fenêtre de liquidité partielle mais immédiate, que le marché ne leur offre pas aujourd'hui sur des montants significatifs, et qui extériorise une valeur plus cohérente avec la performance financière de la Société que celle constatée sur le marché boursier, préalablement à l'annonce des caractéristiques du projet d'Offre.

À l'issue de l'Offre, la Société conserverait une structure financière solide, lui permettant de financer sa croissance, dans la continuité de sa stratégie actuellement mise en œuvre.

En conséquence, si les actionnaires composant le flottant de LISI, représentant (hors auto-détention) 32,4% du capital, apportaient l'intégralité de leurs actions LISI à l'Offre, ils bénéficieraient d'une liquidité sur au minimum environ 38% de leur participation.



Le projet d'Offre ferait bénéficier aux actionnaires qui ne souhaiteraient pas y participer, ou dont les ordres d'apport seraient réduits dans le cadre de la centralisation, d'un impact relatif sur le bénéfice net par action 2024 estimé d'environ 9%².

Peugeot Invest (à travers sa filiale Peugeot Invest Assets), qui détient 5,08% du capital et 6,10% des droits de vote de LISI³, s'est engagé à apporter la totalité de sa participation dans LISI au projet d'Offre⁴. Compagnie Industrielle de Delle (« CID ») et Viellard Migeon et Compagnie (« VMC »), qui détiennent respectivement 54,78% et 5,75% du capital et 65,79% et 6,53% des droits de vote de LISI⁵, n'apporteront pas leurs titres au projet d'Offre ».

1.3.2 Contexte

« Le projet d'Offre s'inscrit dans le cadre de la reconstitution envisagée de l'actionariat CID qui fait l'objet d'un protocole d'accord (le « Protocole ») conclu en date du 23 février 2023 entre notamment CIKO, VMC, Peugeot Invest et sa filiale à 100% Peugeot Invest Assets (les principaux actionnaires de CID). Ce Protocole, dont les principaux termes et conditions sont décrits [à la Section 2.12.1 du projet de note d'information], envisage (i) la mise en œuvre du projet d'Offre sous les conditions suspensives décrites dans [le projet de note d'information], ainsi que (ii) la mise en œuvre par CID (l'actionnaire majoritaire de LISI, qui détient 54,78% du capital et 65,79% des droits de vote de LISI⁶) d'une réduction de capital, sous certaines conditions suspensives dont le règlement-livraison de l'Offre, offrant ainsi une fenêtre de liquidité aux actionnaires de CID.

Ainsi, à l'issue du règlement-livraison de l'Offre, CID proposerait à ses propres actionnaires une réduction de capital par voie de rachat de ses propres actions en vue de leur annulation portant sur un pourcentage maximum de 41,77 % de son capital⁷, en contrepartie essentiellement d'actions LISI que CID détient, et d'un montant en numéraire limité. Cette opération de rachat d'actions par CID permettrait aux actionnaires de CID (autres que ses actionnaires de contrôle, CIKO et VMC) de céder jusqu'à la totalité de leur participation dans CID. Peugeot Invest s'est engagée à apporter l'intégralité de sa participation de 25,39 % dans CID à cette opération de rachat⁸ (la « Réduction de Capital de CID »).

Enfin, la diminution du flottant liée au projet d'Offre pourrait être compensée par la remise d'actions LISI aux actionnaires de CID ».

² Dans l'hypothèse où la totalité des actions LISI visées seraient effectivement acquises dans le cadre de l'Offre.

³ Au regard d'un capital composé de 54.114.317 actions représentant 90.109.110 droits de vote théoriques de la Société au 28 février 2023.

⁴ Sous réserve du mécanisme légale de réduction des ordres.

⁵ Au regard d'un capital composé de 54.114.317 actions représentant 90.109.110 droits de vote théoriques de la Société au 28 février 2023.

⁶ Au regard d'un capital composé de 54.114.317 actions représentant 90.109.110 droits de vote théoriques de la Société au 28 février 2023.

⁷ Dans l'hypothèse où le nombre d'actions LISI apportées au projet d'Offre serait inférieur au nombre d'actions LISI visées, le nombre d'actions CID visées par le rachat par CID serait dans certains cas réduit afin que la participation directe cumulée de VMC et CID dans LISI représente au moins 50,1% du capital de LISI, à l'issue de l'ensemble des opérations. Dans ce cas, les actionnaires de CID ne pourraient pas céder l'intégralité de leur participation dans CID dans le cadre du rachat de ses propres actions proposé par CID.

⁸ Sous réserve du mécanisme légale de réduction des ordres.



1.3.3 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'offre ou son issue – Engagement des principaux actionnaires de la Société

« A la connaissance de la Société, et à l'exception des éléments ci-dessous, aucun accord n'est susceptible d'avoir une incidence significative sur l'Offre. »

- Le Protocole ;
- Le Pacte CID ;
- Le Pacte PEUGEOT INVEST ;
- L'engagement CID (y compris la résiliation du pacte existant).

Ces accords sont décrits à la section 2.12 du projet de note d'information.

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, sont en mesure, à ce titre, d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.



3. Diligences effectuées

Les diligences qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission (dont le détail figure en Annexe) comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 également modifiée le 10 février 2020 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de LISI ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de LISI comprenant notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour LISI, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre (GILBERT DUPONT, KEPLER CHEUVREUX, ODDO BHF, PORTZAMPARC, IDMIDCAPS et STIFEL) ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse détaillée des comptes et plans d'affaires de chaque division du Groupe avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'identification des comparables boursiers et transactionnels ainsi que l'exploitation de l'information disponible les concernant.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du Prix de l'Offre, par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation ;
- L'examen des conséquences de l'Opération⁹ pour la Société (structure financière *post* Offre, évolution de l'actionnariat, dilution / relution du résultat net par action, flux de trésorerie disponibles après amortissement de l'emprunt contracté pour le financement de l'Offre) ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les Etablissements Présentateurs de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement Général AMF ;

⁹ Le projet d'Offre et la réduction de capital de CID formant ensemble l'Opération (cf. § 6.1).



- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité, à destination du Conseil d'administration de LISI.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos ainsi que des comptes consolidés clos au 31 décembre 2022 audités par les commissaires aux comptes et dont les rapports d'audit sont en cours d'émission.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Il n'entre pas dans la mission de FINEXSI de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui ont pu être communiqués.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant les plans d'affaires de chaque division de LISI afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux futurs de trésorerie.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Nous avons pris connaissance des travaux des Etablissements Présentateurs, les banques DEGROOF PETERCAM et BNP PORTZAMPARC, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants des Etablissements Présentateurs.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet et spécialiste en évaluation financière, qui n'est pas intervenu sur le dossier.



4. Présentation des activités et de l'environnement économique du Groupe LSI

4.1 Rappel de l'historique de LSI

Figure 1 - Historique du groupe LSI



1777 : Frédéric JAPY crée une fabrique d'horlogerie à Beaucourt

1796 : Fondation de la manufacture MIGEON & DOMINÉ (spécialisée dans la fabrication de fils de métal)

1806 : Première fabrication industrielle de vis à bois forgées par JAPY-FRÈRES et MIGEON & DOMINÉ

1959 : Reprise de l'activité visserie boulonnerie de JAPY par la SID, BOHLY FRÈRES et VMC

1962 – 1968 : Les entreprises familiales BOHLY, DUBAIL- KOHLER et VIELLARD fusionnent pour former la GÉNÉRALE DE FORGEAGE DÉCOLLETAGE (GFD), premier fabricant français de visserie-boulonnerie standard et automobile



1835 : Arrivée de JUVÉNAL VIELLARD chez MIGEON & DOMINÉ, qui deviendra VIELLARD - MIGEON & COMPAGNIE (VMC)

1866 : JAPY-FRÈRES et VMC s'associent avec 4 autres sociétés de la région pour créer le Comptoir des quincailleries réunies de l'Est, une structure de vente commune avec des succursales à Paris, Barcelone, Milan, Zurich, Stuttgart et Buenos Aires

1899 : Création de la SOCIÉTÉ INDUSTRIELLE DE DELLE (SID) par les frères DUBAIL, Joseph KOHLER et Joseph FROSSARD (qui deviendra COMPAGNIE INDUSTRIELLE DE DELLE par la suite)

1970 - 1977 : Dans les années 1970, GFD acquiert 2 sous-traitants de l'aéronautique grâce à l'appui de BLANC AERO INDUSTRIES (BAI), société spécialisée dans les fixations aéronautiques. GFI est créée par le rapprochement de GFD et BAI, opération réalisée grâce à l'entrée de la famille PEUGEOT au capital au niveau CID

1989 – 2001 : Introduction en bourse en 1989 de GFI qui devient GFI INDUSTRIES - acquisition de plus d'une quinzaine de sociétés en Europe et aux Etats-Unis.

2002 : GFI INDUSTRIES prend le nom de LISI et s'organise autour de 3 divisions : LISI AEROSPACE, LISI AUTOMOTIVE et LISI COSMETICS (cédée en 2011-2014)

2019 – 2020 : Recentrage des activités sur des solutions à forte valeur ajoutée

- LISI AEROSPACE cède deux filiales non stratégiques.
- LISI AUTOMOTIVE cède son activité vis de châssis, goudons de châssis et rotules et sa filiale allemande LISI AUTOMOTIVE MOHR + FRIEDRICH GMBH

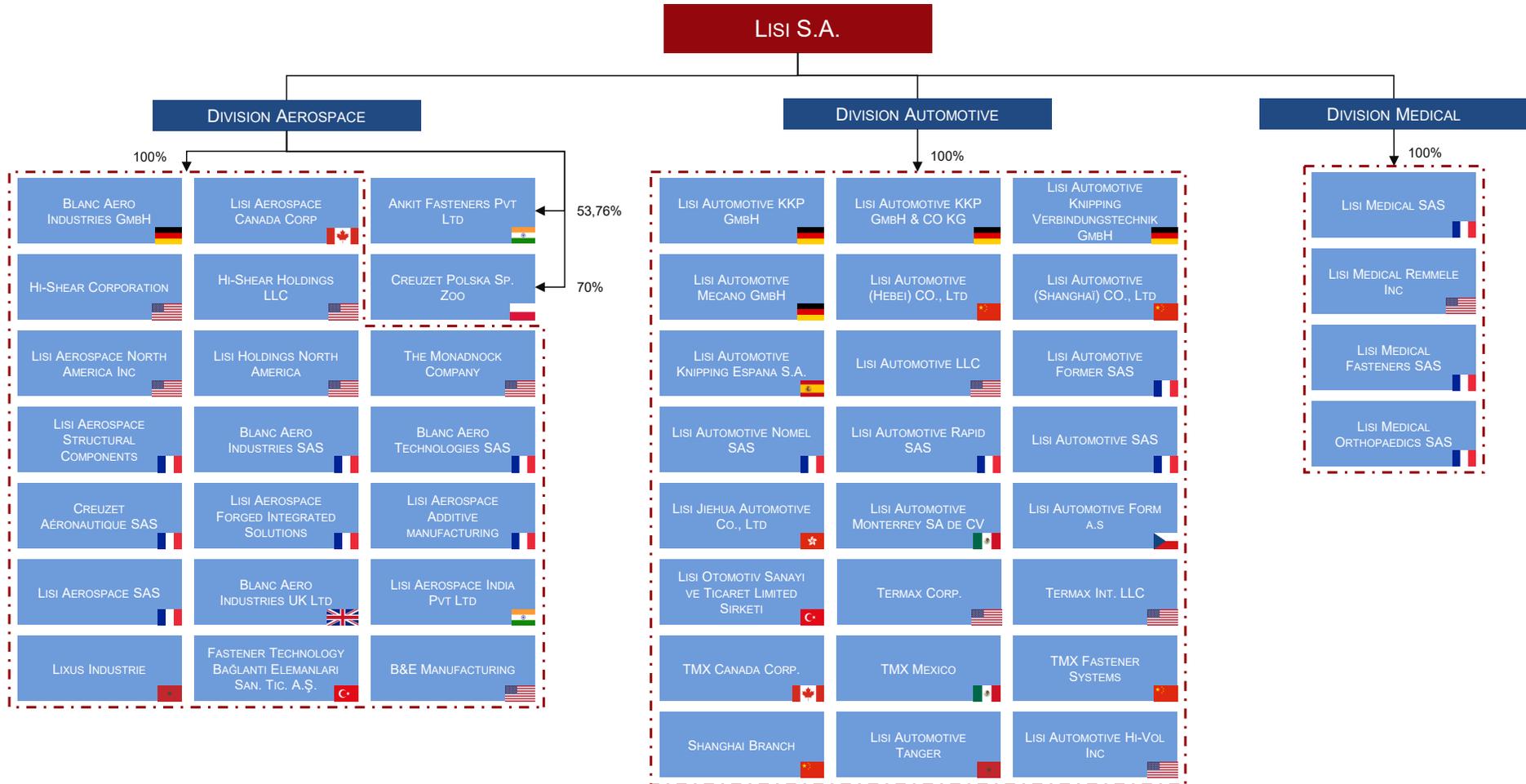
2020 – 2021 : Renforcement des activités stratégiques du Groupe en cédant des filiales comme LISI MEDICAL JEROPA, LACE et en acquérant la société américaine B&E MANUFACTURING

Source : Société

4.2 Organigramme de Lisi

L'organigramme juridique simplifié du Groupe est le suivant :

Figure 2 - Organigramme simplifié du groupe Lisi au 31 décembre 2022



Source : Société



4.3 Présentation générale des activités de LISI

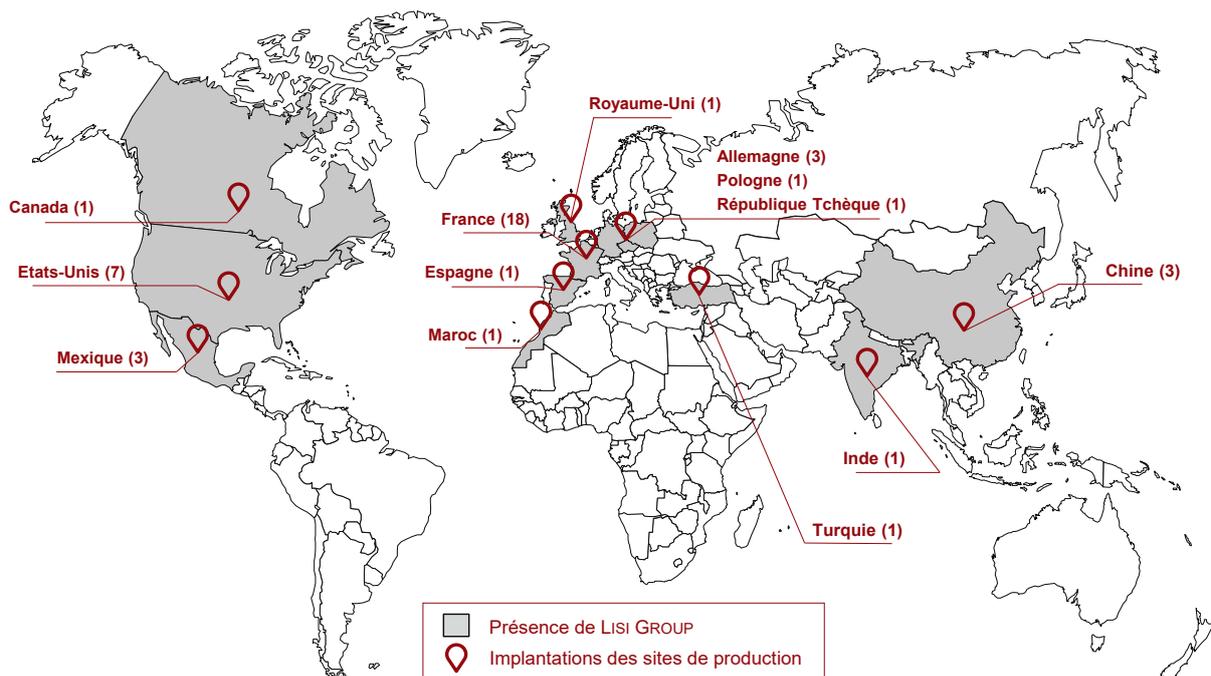
Le Groupe LISI est un groupe industriel mondial spécialisé dans la fabrication de solutions d'assemblage et de composants à forte valeur ajoutée pour les secteurs aéronautique, automobile et médical.

Le modèle d'affaires du Groupe se décline selon quatre axes : l'innovation, la conception/co-conception, la production, la logistique et les ventes. L'innovation est au cœur du développement de LISI et de sa croissance. LISI intervient dès le stade de conception de ses produits, et accompagne également ses clients grands comptes en co-conception afin de répondre aux besoins du marché.

La Société est implantée historiquement dans la région Franche-Comté puis a développé ses activités dans le monde-entier. Au 31 décembre 2022, le Groupe est constitué de 49 filiales et emploie 9 676 collaborateurs répartis à travers 13 pays. Avec 42 sites de production situés sur quatre continents, l'implantation géographique de LISI lui permet d'être au plus proche de ses clients.

L'implantation géographique de LISI se présente comme suit :

Figure 3 - Présence géographique de LISI GROUP



Source : Société

4.3.1 Division Lisi Aerospace

LISI AEROSPACE conçoit et fabrique des solutions d'assemblages et des pièces à forte technicité des moteurs et structures du monde aéronautique. La division aéronautique génère au 31 décembre 2022 près de 50% du chiffre d'affaires total du Groupe.



Le Groupe intervient sur les phases de conception, de fabrication et de commercialisation de nombreux produits (fixations, raccords, composants de structure, etc.) à destination d'avions commerciaux ou militaires et d'hélicoptères.

LISI AEROSPACE se positionne comme sous-traitant de 1^{er} et 2nd rang selon les clients. Les produits sont fabriqués à des fins de 1^{ère} monte et de rechange¹⁰.

Les produits proposés par la division sont les suivants :

- Fixations : il s'agit des solutions de fixations standards et spécifiques pour l'aéronautique, des solutions de verrouillage comme les verrous ou des axes expansibles. La gamme de produits s'étend des vis standards aux pièces élaborées, tels que des écrous clipés ou des vérins de turbine.

Figure 4 - Exemple de produits de fixations



Source : Société

- Composants de structure : cette activité comprend la fabrication et la finition de pièces métalliques critiques à forte valeur ajoutée et se décline en trois sous-catégories : les composants primaires formés ou forgés à chaud ou à froid, ou les composants issus de procédés additifs d'impression. La division est un acteur mondial de la fabrication d'aubages moteur et de composants structurels de moyenne taille.

¹⁰ De manière générale, les sous-traitants de rang 1 livrent directement leurs produits aux donneurs d'ordres qui sont souvent des constructeurs, des avionneurs ou des équipementiers, tandis que les sous-traitants de rang 2 livrent leurs produits à des intermédiaires ou sous-ensembliers qui sont souvent des sous-traitants de rang 1 (Cf. Focus sur les équipementiers et sous-traitants aéronautiques).



Figure 5 - Exemples de produits de composants de structure

Composants de structure		
Composants primaires formés	Composants primaire forgés	Fabrication additive
 <p>Aube de compresseur</p>  <p>Bord d'attaque de l'aube fan composite du moteur LEAP</p>  <p>Lèvre d'entrée d'air de l'Airbus A320NEO</p>	 <p>Bras structurel du moteur LEAP</p>  <p>Pignon semi-usiné de la boîte de transmission de puissance</p>	 <p>Support d'antenne en service sur le satellite KOREASAT 7</p>

Source : Société

Les différents produits de la division servent plusieurs marchés : le fuselage, les moteurs d'avions et les hélicoptères. La division aéronautique collabore avec de nombreux acteurs du secteur, que nous présentons ci-après.

Figure 6 - Présentation des différents marchés et clients de la division LISI AEROSPACE

LISI AEROSPACE		
Fuselage	Moteurs	Hélicoptères
<p>Présent dans le secteur de l'aviation commerciale, LISI AEROSPACE travaille avec les départements ingénierie et logistiques d'acteurs majeurs de l'aéronautique :</p> <p>AIRBUS BOMBARDIER</p> <p> </p> <p>La division est également le partenaire de :</p> <p> Gulfstream</p> <p> </p> <p><u>LISI AEROSPACE intervient sur :</u> les jonctions de fuselage et des ailes, jointures de stabilisateurs horizontaux et verticaux, pylons moteurs, hublots, renforts structureaux de caisson central...</p>	<p>La division LISI AEROSPACE intervient également sur des moteurs à destination d'avions commerciaux et militaires, d'hélicoptères ainsi que de lanceurs de satellites.</p> <p>Ses produits sont utilisés <i>in fine</i> par les sociétés suivantes :</p> <p> </p> <p> </p> <p><u>LISI AEROSPACE intervient sur :</u> les aubes moteur, carters, pièces structurelles, lèvres d'entrée d'air... On retrouve les pièces du Groupe dans chaque partie des moteurs des engins aérospatiaux.</p>	<p>Présent sur les fixations d'assemblage et d'éléments structureaux critiques pour la sécurité des appareils, LISI AEROSPACE est également un fournisseur pour les constructeurs d'hélicoptères.</p> <p>Nous pouvons citer notamment les clients suivants :</p> <p> </p> <p> </p> <p><u>LISI AEROSPACE intervient sur :</u> les plateaux cycliques, manchons de pales, arbres de transmission, axes critiques, fenestrons, bords d'attaque...</p>

Source : Société



Les pièces ainsi fabriquées sont à destination de moyens de transport qui sont des facteurs d'impacts sur l'environnement. Afin de limiter ces derniers, la division aéronautique du Groupe travaille en collaboration avec ses clients dans le but d'alléger ces pièces et par extension les véhicules à bord desquels elles sont fixées, pour limiter la consommation de carburant. On peut citer notamment les pièces pour les moteurs nouvelle génération moins consommateurs de carburant (moteurs LEAP, PW1000G, futur GE9x, etc.).

Les produits réalisés par la division sont constitués notamment d'aciers hautes températures, d'alliages (base cobalt ou nickel), de superalliages à très haute résistance, de titane ou d'inconel.

Les investissements industriels sont au cœur du développement du Groupe. Ils représentent au 31 décembre 2022, 53,3 M€ pour la division aéronautique soit 49% des investissements du Groupe, et comprennent notamment :

- L'augmentation de capacité et l'optimisation des moyens de production de B&E Manufacturing (récemment acquise) pour la fabrication des raccords hydrauliques à haute pression ;
- Le démarrage du site de Chaumont (France) avec notamment l'installation d'une nouvelle presse automatisée dédiée à la forge d'aubes de compresseur ainsi que le transfert des machines et de la production depuis le site de Bologne ;
- La mise en service d'une extension du site d'Izmir (Turquie) pour soutenir la montée en cadence des principaux clients donneurs d'ordres.

4.3.2 Division Lisi Automotive

De manière similaire à la division LISI AEROSPACE, LISI AUTOMOTIVE intervient sur les phases de conception, de fabrication et de commercialisation de ses produits et se positionne en tant que fournisseur de 1^{er} et de 2nd rang, selon les clients. La division automobile génère au 31 décembre 2022 près de 39% du chiffre d'affaires total du Groupe.

En tant que multi-spécialiste et partenaire de développement des équipementiers et constructeurs automobiles, les principaux produits proposés par la division sont les suivants :

- Fixations vissées : il s'agit de vis automobile et fixations filetées. Les produits comprennent les vis, écrous, rondelles et des pièces spéciales utilisées pour les systèmes complexes de l'industrie. LISI AUTOMOTIVE accompagne ses clients dans la conception, le développement et le choix des solutions pour répondre aux besoins ;
- Solutions clippées : il s'agit de systèmes de fixations en plastique ou en métal pour les besoins d'assemblage. Les solutions clippées comprennent des clips, des vis, des écrous en cage, des fixations et des connecteurs pour les câbles, etc. ;
- Composants mécaniques de sécurité : LISI AUTOMOTIVE agit en tant que co-concepteur de composants mécaniques de sécurité. Il s'agit de divers composants utilisés pour assurer les fonctions essentielles de sécurité tels que le guidage, la transmission d'efforts¹¹ et l'absorption d'énergie des systèmes intégrés.

¹¹ La transmission d'efforts est un terme mécanique décrivant le phénomène de transmission ou de conversion d'un mouvement, d'une pièce à une autre.



Ces produits sont destinés aux marchés de 1^{ère} monte ainsi que les marchés de remplacement pour les constructeurs automobiles, les équipementiers et les acteurs de l'industrie automobile.

Figure 7 - Illustration des catégories de clients de la division AUTOMOTIVE de LISI

Constructeurs	Équipementiers	Industriels
		

Source : Société

Afin de limiter l'impact environnemental des moyens de transport sur lesquels sont montés les produits, LISI AUTOMOTIVE travaille avec ses clients (STELLANTIS, RENAULT, VOLKSWAGEN...) afin d'alléger les pièces fabriquées dans le but de limiter la consommation de carburant. Des solutions clippées et des pièces de sécurité ont également été développées par la division automobile pour équiper les véhicules hybrides et électriques.

Les matières premières utilisées pour la fabrication des différents produits de la division sont le plastique et différents aciers.

Les investissements industriels de la division au 31 décembre 2022 s'élèvent à 30,6 M€, soit 28% des investissements du Groupe et concernent notamment :

- L'installation de deux presses de frappe à froid avec centrifugeuse pour la production de composants mécaniques de sécurité en France et aux États-Unis ;
- Le développement de solutions de digitalisation et de supervision de la production en République Tchèque ;
- La mise en œuvre d'une troisième tranche capacitaire sur le site de Shanghai pour la production de composants de freins de parkings électriques pour le marché chinois.

4.3.3 Division Lisi Medical

LISI MEDICAL intervient en tant que sous-traitant international spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de dispositifs médicaux (implants et instruments) en lien avec la chirurgie osseuse et les technologies chirurgicales avancées dans le domaine de la chirurgie mini-invasive. La division médicale génère au 31 décembre 2022 près de 11% du chiffre d'affaires total du Groupe.



Les matières premières utilisées pour la fabrication des différents produits de la division sont notamment le titane, le cobalt, le chrome ou encore l'inox.

Figure 8 - Présentation de la division LISI MEDICAL

LISI MEDICAL		
Implants et instruments d'orthopédie	Chirurgie mini-invasive et robotique	Service de co-développement
<ul style="list-style-type: none">Implants et instruments de reconstruction : fabrication d'implants pour la reconstruction du genou, de la hanche et de l'épaule. <div style="display: flex; justify-content: space-around;"><div style="text-align: center;">Hanche </div><div style="text-align: center;">Genou </div><div style="text-align: center;">Epaule </div></div> <ul style="list-style-type: none">Implants de chirurgie rachidienne et d'ostéosynthèse : fabrication et assemblage d'implants pour la chirurgie du rachis et d'ostéosynthèse. Il s'agit de tous types de connecteurs, vis polyaxiales, plaques, etc.	<ul style="list-style-type: none">Chirurgie mini-invasive : fabrication de composants et d'instruments pour la chirurgie mini-invasive manuelle ou robotisée.LISI MEDICAL dispose d'un outil industriel automatisé lui permettant de fabriquer des composants complexes de qualité. Il s'agit notamment de ciseaux, de scalpels, de lames, de pinces, etc. Ces composants sont à destination des domaines de la laparoscopie, de l'endoscopie et pour la chirurgie cardiovasculaire, neuro-cérébrale, etc.La division propose une offre "one-stop-shop" allant de la fourniture d'ébauches jusqu'au produit fini, conditionné et stérilisé.	<p>LISI MEDICAL propose l'accompagnement des clients allant de :</p> <ul style="list-style-type: none">L'introduction de nouveaux produits par les équipes ;La collaboration afin de proposer les méthodes et technologies les plus en pointe ;Le développement des produits des clients, du prototype jusqu'à la production en série ou en simple industrialisation ;L'optimisation et la sécurisation de la <i>supply chain</i> des clients.

Source : Société

La division dispose d'un réseau de 100 experts en Europe et aux Etats-Unis qui traitent des domaines du comportement des matériaux, la simulation numérique et le contrôle sans contact. La Société s'appuie sur ces derniers afin de proposer des solutions alternatives à ses clients.

LISI MEDICAL réalise son chiffre d'affaires principalement sur le continent Nord-Américain et compte parmi ses clients des grands groupes américains de l'industrie médicale tels que BOSTON SCIENTIFIC, JOHNSON & JOHNSON, STRYKER ou encore ZIMMER BIOMET.

Les investissements industriels de la division s'élèvent à 25,7 M€ au titre de l'exercice 2022, soit 23% des investissements du Groupe, et portent sur le développement de systèmes d'agrafes chirurgicaux robotisés, des scalpels harmoniques ainsi que de nouvelles tiges de hanche pour un important donneur d'ordre du secteur orthopédique.

4.4 Environnement économique de LISI

En raison des secteurs d'activité et des zones géographiques sur lesquels opère la Société, cette présentation portera principalement sur le marché de l'industrie aéronautique (50% du chiffre d'affaires en 2022) et de l'automobile (39% du chiffre d'affaires en 2022) et, plus précisément sur les régions Amérique du nord, Europe et France. Dans une moindre mesure, nous présenterons le marché de la production d'implants orthopédiques qui représente environ 11% des ventes de LISI en 2022.

4.4.1 Industrie Aéronautique et spatiale

4.4.1.1 Structure de l'industrie aéronautique et spatiale

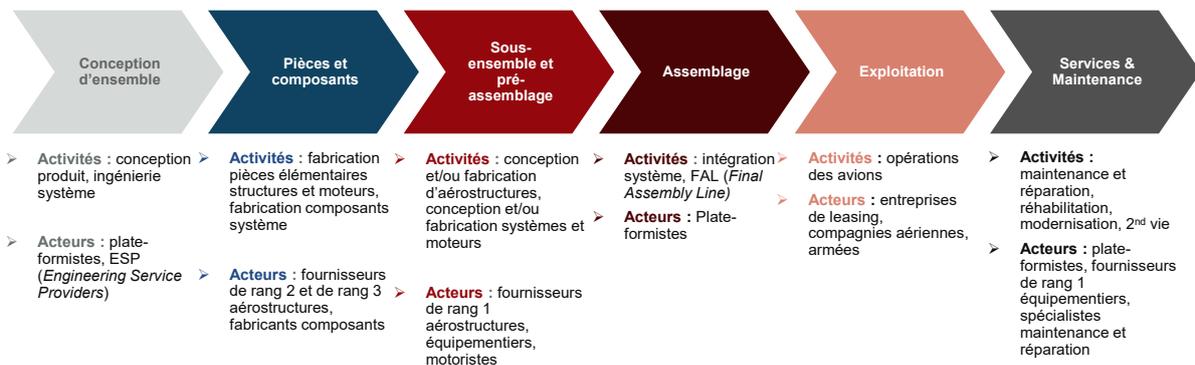
L'industrie aérospatiale regroupe l'ensemble des sociétés permettant la production des différents types d'aéronefs, d'appareils spatiaux ainsi que les pièces détachées pour ces appareils. Elle peut être divisée selon trois secteurs d'activité distincts :

- L'aviation à usage civil (avions commerciaux, avions privés, etc.) ;
- L'aviation à usage militaire (avions de combat, ravitailleurs et drones, etc.) ;
- L'espace (engins spatiaux, sous-systèmes satellitaires, etc.).

Le marché intègre un large panel d'opérateurs et s'organise de la façon suivante :

- Les constructeurs / avionneurs : principalement de grands groupes qui se situent à la fin de la chaîne de valeur à l'instar d'Airbus, Boeing, Dassault aviation ou encore Bombardier. Ils réalisent la conception, la construction, l'assemblage puis la commercialisation des appareils. Ils sous-traitent certaines activités comme la production de moteurs, de pièces d'aérostructure et divers équipements et composants ;
- Les équipementiers / ensembliers / motoristes / sous-traitants : ce sont des opérateurs offrant des produits / pièces spécifiques aux constructeurs comme les moteurs, les intérieurs d'avions, les pièces d'aérostructure ou encore des services d'assemblage en atelier ou sur site.

Figure 9 - Chaîne de valeur de la filière aérospatiale



Source : L'aéronautique - SOLUTIONS & CO - l'agence de développement économique des Pays de la Loire

Au travers de ses activités, LISI AEROSPACE s'inscrit essentiellement dans la catégorie des équipementiers et motoristes puisqu'il développe pour le compte de ses clients des solutions d'assemblages et de composants telles que des fixations (cellules, *racings* et moteurs), des raccords hydrauliques, des verrous, des systèmes d'assemblage d'intérieur, des supports à l'assemblage ainsi que divers composants de structure.



4.4.1.2 Focus sur les équipementiers et sous-traitants aéronautiques

Les équipementiers et fournisseurs sont généralement des sous-traitants pour le compte de donneurs d'ordres, qui peuvent se décliner en quatre types :

Sous-traitants de rang 1 : ils livrent directement leurs produits aux donneurs d'ordres qui sont souvent des constructeurs, des avionneurs ou des équipementiers. Il s'agit de motoristes, de constructeurs ou de fabricants d'aérostructure comme SAFRAN et FIGEAC AERO ou encore LISI ;

Sous-traitants de rang 2 : il s'agit principalement d'équipementiers producteurs de modules techniques. Contrairement aux sous-traitants de rang 1, ces sociétés ne livrent pas directement leurs produits aux donneurs d'ordres, mais à des intermédiaires (sous-ensembliers) qui sont souvent des entreprises de rang 1 ;

Sous-traitants de rang 3 : également appelés « sous-traitants de spécialité », ce sont des entreprises possédant des actifs et des compétences spécifiques relatives à la mécanique ou proposant des prestations de services informatiques ;

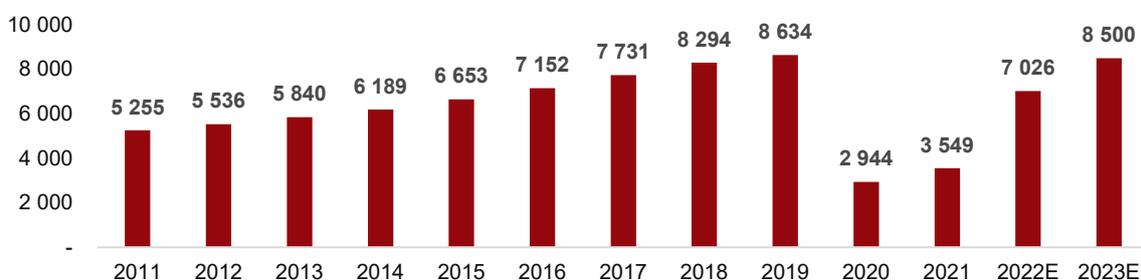
Sous-traitants de rang 4 : aussi appelés « sous-traitants de capacité ou de production », ce sont de petites entreprises principalement sélectionnées selon leur positionnement tarifaire, car elles offrent des produits et des services standardisés et sont par conséquent présentes sur un sous-segment très concurrentiel.

LISI AEROSPACE se positionne en tant que sous-traitant de 1er et 2nd rang selon les clients. Le secteur des équipementiers est très atomisé, en particulier pour les sous-traitants de rang 4.

4.4.1.3 Tendances du marché

Le marché des équipementiers et sous-traitants est fortement dépendant de celui des avionneurs et plus particulièrement de leurs capacités à produire des aéronefs. La cadence de renouvellement est un paramètre lui-même dépendant de la demande des compagnies aériennes (donc de leur capacité d'investissement et de leur bonne santé financière) ainsi que la capacité de production de l'industrie.

Figure 10 - Trafic aérien mondial de passagers (en million de passagers-kilomètres)



Source : Xerfi - L'industrie aéronautique et spatiale en France - 2022-2023



Depuis la démocratisation de l'aviation civile et commerciale à la fin des années 70, le trafic aérien mondial de passagers a connu une croissance soutenue, principalement portée par l'Amérique du Nord et l'Europe et plus récemment tirée par les grandes puissances émergentes (Asie et Amérique latine). En 2011, il s'élevait à 5 255 millions de passagers-kilomètres et à 8 634 millions de passagers-kilomètres en 2019, soit une hausse de 6,4% par an en moyenne. Le marché mondial de l'aviation commerciale et du fret devrait s'établir à 841,4 milliards de dollars en 2023 et est estimé à 886 milliards de dollars en 2026, soit un taux de croissance annuel de 1,7%¹². En 2019, on dénombrait environ 23 880 avions dans le monde¹³ (hors secteurs militaire et aérospatial). La flotte mondiale est essentiellement concentrée en Amérique du Nord et en Asie avec respectivement 31% et 30% (dont la Chine 16%) de la flotte totale. Par ailleurs, la typologie des avions produits se compose majoritairement d'avions monocouloirs (64% de la flotte), d'avions à fuselage larges (18%), de jets régionaux (10%) et d'avions de fret (8%)¹⁴.

Figure 11 - Répartition de la flotte mondiale par région en 2019

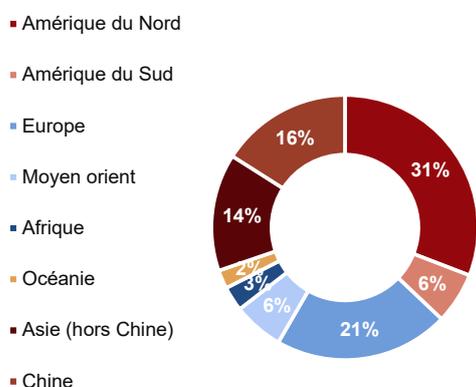
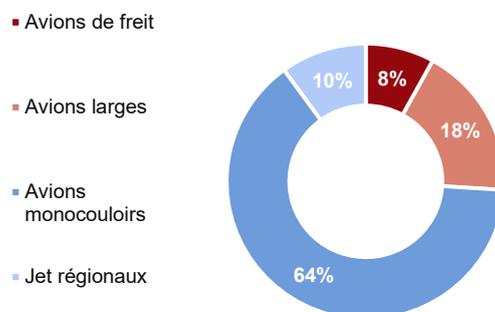


Figure 12 - Répartition de la flotte mondiale par type en 2019



Source : BOEING - COMMERCIAL MARKET OUTLOOK - 2022-2041

N.B. Les chiffres ci-dessus ne concernent que l'aviation commerciale, c'est-à-dire les avions exploités par des compagnies pour le transport de passagers et/ou de fret. Ces chiffres n'incluent pas l'aéronautique militaire ni l'aérospatial.

Depuis la crise sanitaire apparue en début d'année 2020 et les restrictions mises en place par les États, le marché mondial de l'industrie aéronautique a fortement été impacté. Le trafic aérien s'est effondré à 2 944 millions de passagers-kilomètres en 2020 contre 8 634 millions l'année précédente et le marché des équipementiers aérospatiaux (avions, pièces détachées et services liés) a considérablement chuté passant de 315 milliards d'euros en 2019 à 216 milliards d'euros en 2020, soit une baisse de 31,4% sur l'année¹⁵. Toutefois, les tendances qui se dessinent au niveau mondial pour la décennie 2020 à 2030 apparaissent favorables avec la fin de la pandémie, et indiquent un retour à une croissance soutenue, principalement portée par la demande des pays asiatiques. Les grands clients donneurs d'ordres de la filière, tels que AIRBUS et BOEING, confirment ces perspectives de croissance et souhaitent accélérer la montée en cadence de la production. À titre d'exemple, 820 avions ont été commandés à AIRBUS en 2022, contre 507 en 2021¹⁶, et selon l'OACI (Organisation de l'Aviation Civile Internationale), la flotte mondiale se renouvelle tous les 25 ans¹⁷.

¹² IBIS WORLD - GLOBAL AIRLINES 2022

¹³ BOEING - COMMERCIAL MARKET OUTLOOK - 2022-2041

¹⁴ BOEING - COMMERCIAL MARKET OUTLOOK - 2022-2041

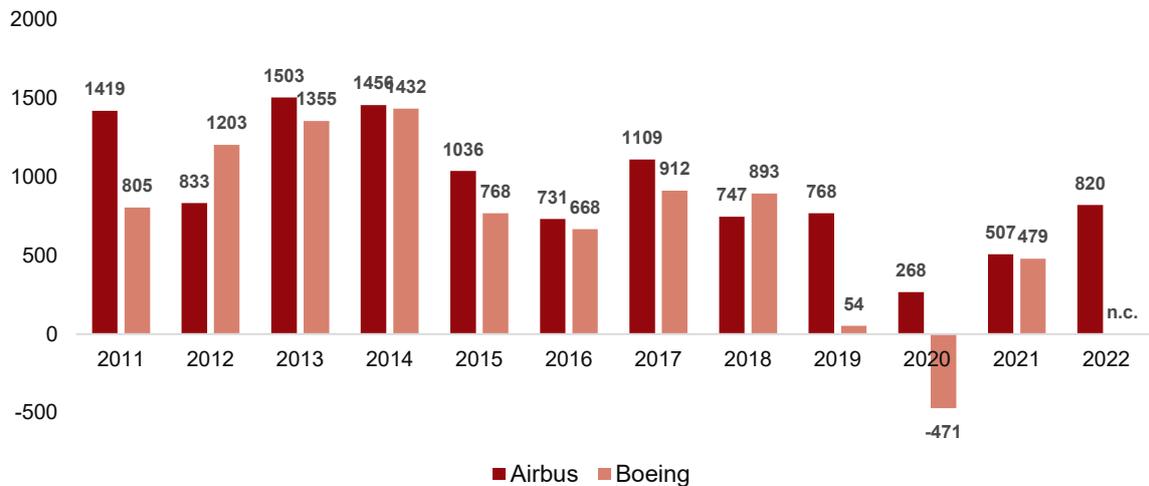
¹⁵ TRBC (THE BUSINESS RESEARCH COMPANY) - AEROSPACE MARKET GLOBAL - UKRAINE - RUSSIA WAR IMPACT

¹⁶ XERFI - L'INDUSTRIE AERONAUTIQUE ET SPATIALE EN FRANCE - 2022-2023 et AIRBUS

¹⁷ SHIFT PROJECT - POUVOIR VOLER EN 2050.



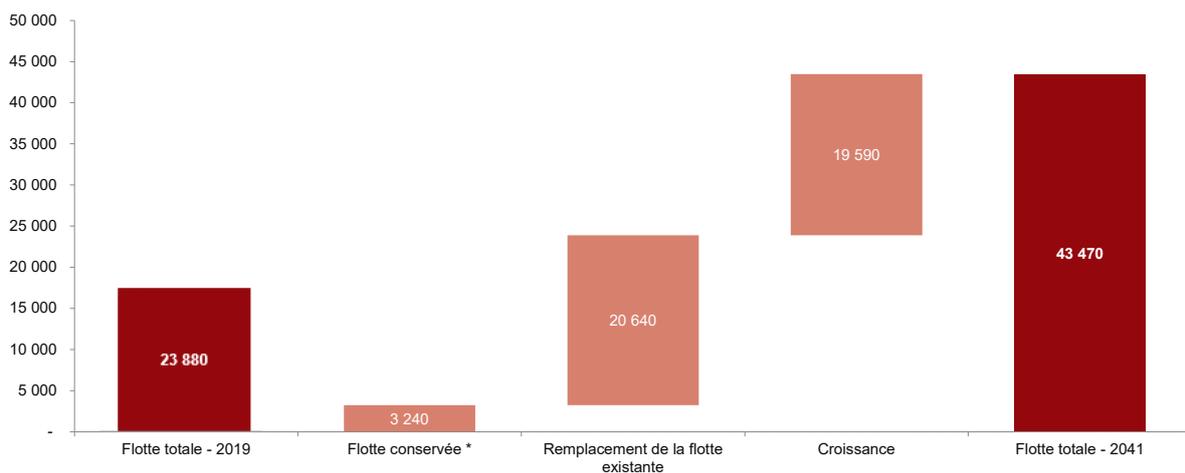
Figure 13 - Prises de commandes annuelles d'avions AIRBUS et BOEING (en nombre de commandes)



N.B. Le graphique présente des prises de commandes nettes, BOEING a ainsi connu dans des proportions importantes davantage d'annulations que de nouvelles commandes en 2020.

AIRBUS et BOEING estiment que la demande de nouveaux avions augmentera progressivement et que la flotte totale devrait atteindre environ 43 470 unités au niveau mondial en 2041 contre 23 880 en 2019¹⁸. D'ici 2041, les grands constructeurs mondiaux devront produire environ 40 230 nouvelles unités, soit une cadence annuelle de 1 829 unités afin de renouveler le stock existant (près de 80 % de renouvellement) et répondre à la nouvelle demande essentiellement issue des pays émergents, notamment la Chine et l'Inde.

Figure 14 - Evolution de la flotte mondiale d'avions entre 2019 et 2041



*La flotte conservée comprend les livraisons de 2020-2021

Source : BOEING – COMMERCIAL MARKET OUTLOOK 2022-2041

¹⁸ BOEING - COMMERCIAL MARKET OUTLOOK - 2022-2041



Focus sur le segment militaire et sur le segment du fret

Le segment de l'aviation militaire, peu touché par la crise sanitaire, a connu une dynamique très favorable qui a été renforcée par la guerre en Ukraine¹⁹. Le retour de la guerre sur le continent européen a conduit un certain nombre de pays européens à augmenter leurs budgets militaires et de défense. Par ailleurs, le contexte international tendu et les nombreuses incertitudes poussent les états à se prémunir face à ces risques. À titre d'exemple, DASSAULT AVIATION a pris commande de 80 rafales aux Émirats arabes unis et 6 en Indonésie au premier trimestre 2022²⁰.

Le commerce mondial des marchandises et des biens de consommation stimule la demande de fret mondiale. Certaines marchandises transportées par voie aérienne plutôt que maritime ont permis au secteur de résister et de maintenir un niveau d'activité stable.

Les perspectives d'évolution de la filière

Les prévisions de croissance sont à nuancer car la filière doit répondre à de nombreux défis dont notamment :

- Des perspectives macroéconomiques incertaines : bien que la demande pour le transport de passagers poursuive sa trajectoire ascendante, les perspectives macroéconomiques mondiales pourraient se dégrader au regard du contexte inflationniste impactant la situation des usagers et leur pouvoir d'achat.
- Des difficultés autour de la chaîne de production : depuis la crise sanitaire, la chaîne de production mondiale est perturbée. Cela occasionne des pénuries sur l'ensemble de la chaîne de valeur et de ce fait limite la cadence de production. Outre ces dysfonctionnements, la flambée des prix des matières premières (en particulier l'acier, l'aluminium ou le titane) occasionnée par la guerre en Ukraine (février 2022) est devenue une préoccupation majeure pour l'ensemble de la filière. Ces hausses de coûts ne seront que partiellement répercutées dans les prix des équipements vendus aux donneurs d'ordre, avec pour conséquence une dégradation du taux de marge brute des équipementiers et sous-traitants.
- L'amélioration de la compétitivité de l'outil de production : pour faire face à la concurrence provenant des pays émergents (notamment Chine, Maghreb ou encore Europe de l'Est) où les chaînes de production sont à bas coûts, les industries des pays développés sont contraintes de réduire leurs coûts de production. Le nombre de donneurs d'ordres étant assez limité, les constructeurs profitent de cette situation pour mettre en concurrence les fournisseurs nationaux et étrangers. La pression est donc forte pour les équipementiers et sous-traitants qui doivent supporter les risques techniques, commerciaux et de change. Cela se traduit par l'installation de (i) lignes monoflux, (ii) l'automatisation de process, (iii) la mise en place de nouvelles techniques et (iv) technologies comme l'impression 3D et le pilotage numérique de la production, ainsi que par (v) la réorganisation du système de production en regroupant les sites dans le but de réaliser des économies d'échelles.

¹⁹ XERFI - L'INDUSTRIE AERONAUTIQUE ET SPATIALE EN FRANCE - 2022-2023

²⁰ XERFI - L'INDUSTRIE AERONAUTIQUE ET SPATIALE EN FRANCE - 2022-2023



- La mise en place de solutions permettant de contribuer positivement à la lutte contre le réchauffement climatique : l'aviation commerciale représente environ 2,6 % des émissions de gaz à effet de serre et l'avion occupe une place centrale dans le débat écologique²¹. Afin de répondre à ce défi, l'IATA²² et l'OACI ont donné pour objectif au secteur de réduire de 50% ses émissions de gaz à effet de serre d'ici 2050²³. Pour atteindre ces objectifs, deux types de solutions sont étudiés. Les solutions technologiques, qui poussent les industriels à mettre en place des systèmes de réduction de l'empreinte carbone, soit par l'introduction de nouvelles sources d'énergie (hydrogène), soit en travaillant sur l'amélioration des équipements déjà existants, et les leviers réglementaires tels que le marché des quotas en Europe qui encadre les émissions de gaz à effet de serre et dont la réglementation pourrait être étendue à l'ensemble de l'aviation commerciale.
- Des difficultés de recrutement : que cela soit en Europe ou aux États-Unis, un manque de personnel subsiste en raison de nombreux départs à la retraite ou de changements de secteur d'activité pendant la crise sanitaire.

4.4.2 Industrie automobile

4.4.2.1 Structure de l'industrie automobile

L'industrie automobile intègre l'ensemble des opérateurs permettant la conception, le développement et la fabrication des différentes typologies de véhicules ainsi que leurs pièces détachées.

- Les constructeurs automobiles sont principalement de grands groupes qui se situent à la fin de la chaîne de valeur à l'instar de STELLANTIS, VOLKSWAGEN ou encore TOYOTA. Ils réalisent la conception, la construction, l'assemblage puis la commercialisation des véhicules particuliers (VP), véhicules utilitaires légers (VUL), véhicules tout-terrain, véhicules poids lourds (VPL), etc.
- Les équipementiers et sous-traitants qui fournissent une multitude de produits aux constructeurs automobiles. Il peut s'agir d'éléments mécaniques de carrosserie, des pièces d'habitacle, des équipements électriques et électroniques ou encore des outils de mesures, de contrôle et de diagnostics. Au total, les équipementiers contribuaient à hauteur de 85% de la valeur d'un véhicule thermique en 2020²⁴.

LISI AUTOMOTIVE se positionne dans la catégorie des équipementiers et sous-traitants puisque la division intervient dans les phases de conception, fabrication et commercialisation d'une partie des composants mentionnés ci-dessus.

²¹ CARBONE 4 – SOCIETE DE CONSEIL DANS LA TRANSITION DURABLE

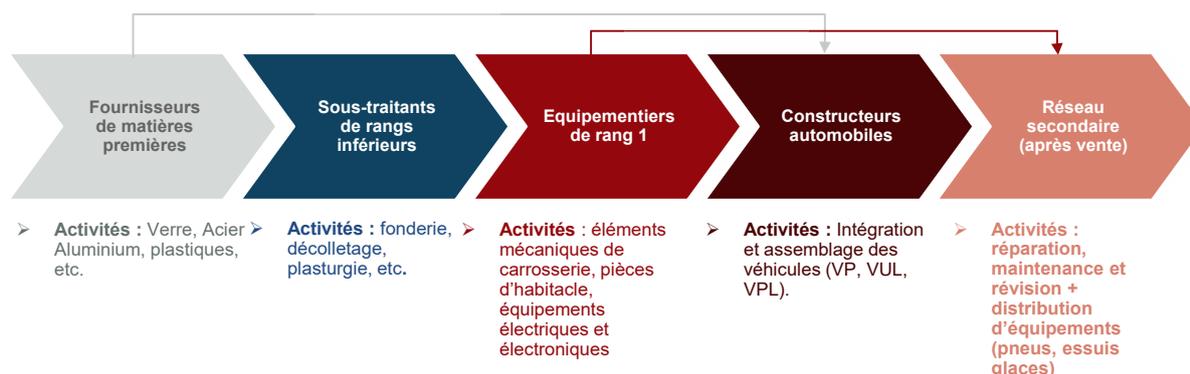
²² IATA : ASSOCIATION DU TRANSPORT AERIEN INTERNATIONAL

²³ XERFI - L'INDUSTRIE AERONAUTIQUE ET SPATIALE EN FRANCE - 2022-2023

²⁴ XERFI - LES EQUIPEMENTIERS AUTOMOBILES 2022



Figure 15 - Chaîne de valeur de la filière automobile



Source : XERFI - LES EQUIPEMENTIERS AUTOMOBILES 2022

Depuis les années 1990, le marché des équipementiers automobiles s'est beaucoup structuré, les constructeurs automobiles ont de plus en plus externalisé une partie de leur production et ont également transféré une partie de l'effort de R&D, ce qui a renforcé le rôle des équipementiers dans l'industrie. Les équipementiers proposent des solutions complètes et modulaires aux constructeurs ce qui renforce leur position de partenaire. En cascade, les équipementiers ont transféré certaines fabrications vers d'autres sous-traitants de rangs inférieurs. Cette structuration du marché leur donne une responsabilité accrue face aux attentes des consommateurs qui exigent aujourd'hui des voitures plus sobres et plus respectueuses de l'environnement.

Les équipementiers automobiles proposent ainsi cinq grandes familles de produits :

- Les équipements pour le groupe motopulseur (équipements thermiques, organes de transmission et de commande, etc.) ;
- Les équipements pour l'habitacle (modules intérieurs, organes de sécurité et de communication, etc.) ;
- Les systèmes de liaison au sol (systèmes de freinage, de suspension, roues, etc.), hors pneumatiques ;
- Les équipements de carrosserie (optique, câblage, composants de carrosserie, etc.) ;
- Les équipements de mesure, contrôle, diagnostic et réparation (élévateurs, crics, vérins, etc.).



Figure 16 - Principales familles de produits des fabricants d'équipements automobiles

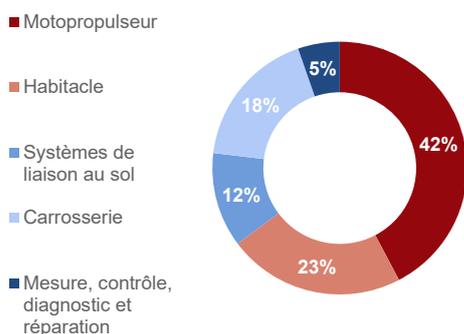
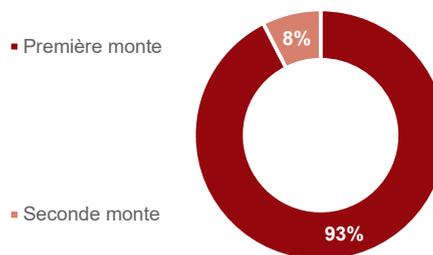


Figure 17 - Part des segments dans le chiffre d'affaires des équipementiers automobiles pour le marché français



Source : XERFI - LES EQUIPEMENTIERS AUTOMOBILES

4.4.2.2 Tendances du marché

L'évolution de la production de véhicules est un déterminant majeur de l'activité des opérateurs. L'activité des usines d'assemblage est fortement dépendante de l'orientation du marché des voitures neuves et du marché des pièces de rechange, qui sont affectés par l'évolution de la situation économique des ménages, ainsi que par la situation économique et financière des entreprises.

La production mondiale de véhicules se compose majoritairement de véhicules particuliers (71,2% en 2021), et dans une plus faible proportion de véhicules légers (23,2% en 2021) et de véhicules poids lourds (5,6% en 2021). L'industrie est également très orientée géographiquement, la zone Asie-Océanie représentant 58,3% de la production mondiale, dont la Chine 32,5%. Les productions européennes et américaines représentent respectivement 20,4% et 20,2%²⁵.

Figure 18 - Production mondiale de véhicules à moteur, par région en 2021

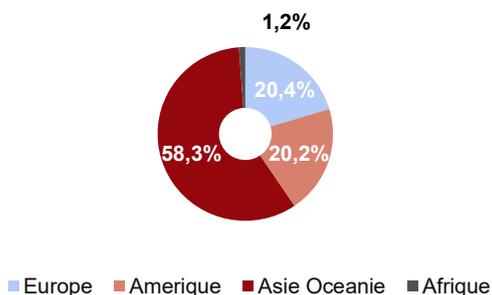
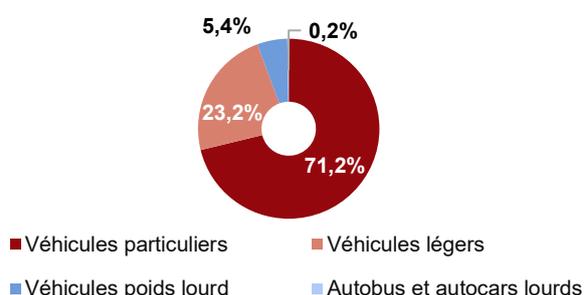


Figure 19 - Production mondiale de véhicules à moteur, par type en 2021



Sources : STATISTA - Estimated worldwide motor vehicle production between 2019 and 2021 & OICA (Organisation internationale des constructeurs automobiles)

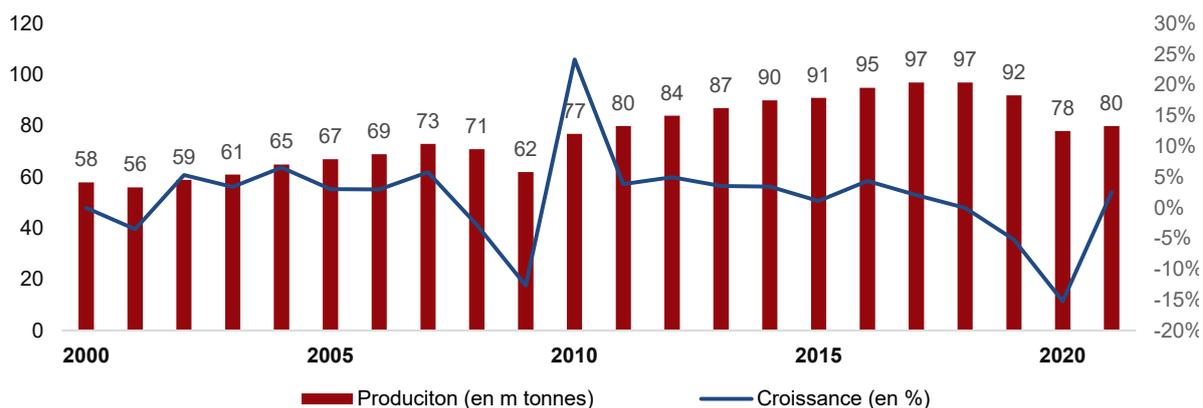
²⁵ STATISTA – RAPPORT MOTOR VEHICLE PRODUCTION WORDWIDE & BASE DE DONNEE OICA (ORGANISATION INTERNATIONALE DES CONSTRUCTEURS AUTOMOBILES)



Le secteur a connu une croissance annuelle moyenne de 2,5% entre 2000 et 2019, perturbée occasionnellement par des ralentissements ou baisses de production.

Depuis 2020, et l'apparition de la crise sanitaire et des restrictions qui ont suivi, les ventes mondiales de véhicules ont considérablement chuté (-15,2% en 2020)²⁶. Le rebond attendu a été partiel en raison des difficultés d'approvisionnement et du déclenchement de la guerre en Ukraine (février 2022).

Figure 20 - Production mondiale de véhicules à moteur de 2000 à 2021 (en million d'unités)



Sources : STATISTA - Estimated worldwide motor vehicle production between 2019 and 2021, by type & OICA (Organisation internationale des constructeurs automobiles)

En 2021, la production mondiale de véhicules à moteur (thermique et électrique) s'est élevée à environ 80 millions d'unités, soit 12 millions de moins qu'en 2019. Le marché automobile mondial a connu des perturbations importantes, les chaînes d'approvisionnement étant au ralenti en raison de dysfonctionnements fréquents et de tensions sur les matières premières (notamment celles qui entrent dans la composition des batteries) occasionnées par la guerre en Ukraine. Ces dysfonctionnements ont touché l'ensemble des constructeurs mondiaux. Selon LISI, les pertes de production liées à la pénurie mondiale de semi-conducteurs sont estimées à plus de 10 millions de véhicules pour l'année 2021²⁷.

En 2023, le niveau attendu de la croissance du secteur sera essentiellement portée par l'Asie et plus spécifiquement par la Chine et l'Inde. Le gouvernement chinois a mis en place un plan d'aide (réduction de moitié des taxes à l'achat pour les voitures particulières neuves) afin de stimuler les ventes après les perturbations occasionnées par la politique zéro Covid. En Inde, la préférence croissante pour une mobilité personnelle incite la population à acheter de nouveaux véhicules. En Amérique du Nord et en Europe, les perspectives de croissance de la production sont à la hausse (retour à des niveaux pré-COVID attendus en 2023-2024). Ainsi, le chiffre d'affaires mondial du secteur devrait s'élever à 3 019 milliards de dollars en 2023 et est estimé à 3 260 milliards de dollars en 2026, soit un taux de croissance annuel de 2,6%²⁸.

²⁶ STATISTA – RAPPORT MOTOR VEHICLE PRODUCTION WORDWIDE & BASE DE DONNEE OICA (ORGANISATION INTERNATIONALE DES CONSTRUCTEURS AUTOMOBILES)

²⁷ LISI - URD 2021, page 36

²⁸ IBIS WORLD - GLOBAL CAR & AUTOMOBILE MANUFACTURING 2022, page 13,15



Les principaux leviers de croissance du secteur automobile sont les suivants :

- La transition des véhicules thermiques vers les véhicules électriques : En 2021, la production de véhicules électriques s'établissait à 6,6 millions d'unités (soit 8,2% de la production de véhicules dans le monde) contre 2 millions d'unités en 2020 (soit 2,6% de la production mondiale)²⁹. La Chine a vendu plus de voitures électriques en 2021 que l'Europe et les États-Unis réunis, à savoir 3,3 millions d'unités vendues en Chine contre 2,3 millions en Europe et 0,6 million aux États-Unis³⁰. Les constructeurs chinois représentent environ la moitié des ventes de véhicules électriques au niveau mondial et sont ainsi confrontés au double défi d'être en mesure de satisfaire leur marché intérieur tout en exportant afin de conquérir de nouveaux consommateurs ;
- Les évolutions réglementaires et technologiques : La réduction des émissions de gaz à effet de serre combinée à la diminution du taux d'accidentalité sont des préoccupations majeures pour les pays. En ce sens, de nombreuses institutions étatiques ont pour objectif de garantir la sécurité du véhicule, du conducteur et de ses passagers ainsi que d'élaborer des standards pour des équipements fiables et moins polluants. Par ailleurs, les considérations écologiques et la nécessité de réduire les émissions de gaz à effet de serre pèsent sur l'industrie. De plus en plus de lois nationales et supranationales ont été mises en place et seront davantage déployées pour limiter l'utilisation des véhicules thermiques. On peut citer les ZFE (zone faible émission en France), la pastille Crit'Air, la fiscalité, l'instauration du malus au poids ou récemment la norme Euro VII qui acte la transition vers une interdiction, à partir de 2035, des ventes de véhicules neufs à moteur essence ou diesel au sein de l'Union Européenne ;
- Ces réglementations doivent permettre au secteur automobile le transfert vers le moteur électrique, ce qui impacte d'ores et déjà la nature des équipements (produits et composants) ainsi que les chaînes de production et de logistique des équipementiers. Ces évolutions réglementaires sont bénéfiques aux équipementiers dont les départements R&D sont les mieux structurés et les plus performants.

4.4.3 Industrie médicale

4.4.3.1 Structure du secteur médical

Nous présentons ci-après le marché de la production de dispositifs médicaux et plus particulièrement les sous-segments implants orthopédiques et chirurgies mini-invasives sur lesquels intervient LISI.

²⁹ IEA (AGENCE INTERNATIONALE DE L'ENERGIE) - <https://www.iea.org/reports/electric-vehicles>

³⁰ IEA (AGENCE INTERNATIONALE DE L'ENERGIE) - <https://www.iea.org/reports/electric-vehicles>



Selon la définition de l'ANSM (Agence nationale de sécurité du médicament et des produits de santé), un dispositif médical correspond à tout instrument, appareil, équipement, y compris les accessoires et logiciels, utilisé seul ou en association, à des fins médicales et dont l'action principale voulue n'est pas obtenue par des moyens pharmacologiques, immunologiques ou métaboliques³¹. Ainsi, le marché des dispositifs médicaux est vaste et comporte plus de 500 000 types de produits, allant des consommables à usage unique ou réutilisables (pansements, compresses...), aux implants (prothèses mammaires, stimulateurs cardiaques...) en passant par les équipements (lits médicaux...) et les réactifs et automates de biologie médicale.

La fabrication de dispositifs médicaux regroupe deux grands profils d'acteurs :

- Les acteurs spécialisés, comme BECTON DICKINSON, HARTMANN ou encore BAXTER qui sont de véritables partenaires pour les distributeurs et les hôpitaux, puisqu'ils couvrent la production de l'ensemble des applications et des produits du marché ;
- Les grands groupes diversifiés, tels que GENERAL ELECTRIC, FRESENIUS, ou encore B. BRAUN qui possèdent une ou plusieurs filiales intervenant dans la fabrication de dispositifs médicaux.

Parmi ces deux grands profils d'acteurs, certains se sont positionnés dans les instruments et les fournitures à usage médical (consommables basiques et usuels tels que les seringues, aiguilles ou thermomètres, matériel orthopédique, prothèses, mobilier médical ou encore matériel dentaire). Les autres produisent des appareils lourds et de haute technologie, au coût unitaire bien plus élevé, tels que les équipements d'irradiation, électro médical et électro thérapeutique (IRM, scanners, appareils respiratoires, etc.).

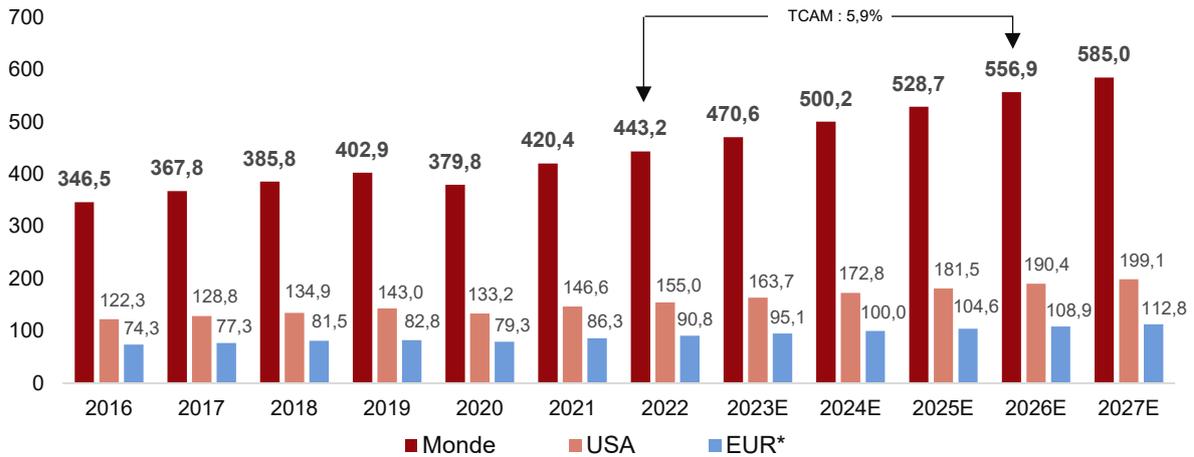
Le principal moteur de la croissance du marché des dispositifs médicaux est le vieillissement de la population. La dynamique démographique au niveau mondial indique que l'espérance de vie est en hausse et devrait atteindre environ 77 ans d'ici 2050 (contre en moyenne 71 ans en 2015)³². Selon les prévisions des Nations Unies, le nombre de personnes âgées de 65 ans ou plus, qui représentent la majeure partie des utilisateurs de dispositifs médicaux, devrait augmenter considérablement, passant d'un peu plus de 950 millions en 2017 à plus de 2 milliards en 2050. En Europe, environ 25% de la population est déjà âgée de plus de 60 ans et cette proportion devrait atteindre 35% en 2050³³. Bien que la démographie soit le principal moteur, d'autres grandes dynamiques déterminent les perspectives d'évolutions du marché, comme l'incidence croissante des maladies liées au mode de vie actuel, telles que l'obésité et les maladies cardiaques, dont les effets secondaires nécessitent souvent un traitement utilisant les dispositifs médicaux. L'amélioration de l'offre de santé dans les pays émergents (infrastructures et personnel médical) devrait également soutenir la croissance des dépenses de santé dans son ensemble.

³¹ Définition de l'ANSM (Agence National de Sécurité du Médicament et des Produits de Santé)

³² UBS - NOTE D'ANALYSTE – MEDICAL DEVICES

³³ Nations-Unis – Département des affaires économiques et sociales

Figure 21 - Marché des dispositifs médicaux dans le monde aux États-Unis et en Europe (en milliards de dollars)



*EUR : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Pays-Bas, Espagne, Suisse et Royaume-Uni

Sources : STATISTA – Health Market Insight Report et analyses FINEXSI

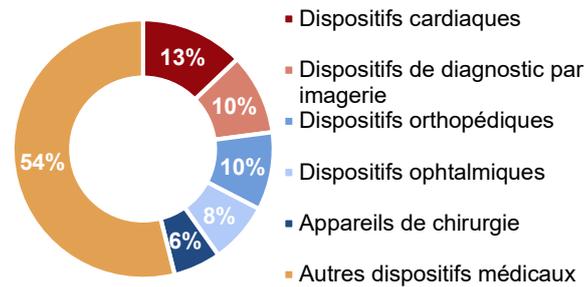
Le marché des dispositifs médicaux s'est élevé à 443,2 milliards de dollars dans le monde en 2022 et devrait atteindre 556,9 milliards de dollars en 2026, soit un taux de croissance annuel moyen de 5,9%. Les États-Unis représentaient environ 34,9% du marché (soit 146,6 milliards de dollars) et l'Europe 20,5% (soit 86,3 milliards de dollars) en 2021.

Le marché des dispositifs médicaux est subdivisé en 6 sous-segments selon les spécialités médicales ou les types d'application :

- Les dispositifs médicaux qui traitent le cœur (cardiologie), tels que les stimulateurs cardiaques ou encore les stents ;
- Les appareils pour l'imagerie et le diagnostic couvrent les machines et les instruments tels que les IRM ou les scanners ;
- Les dispositifs destinés aux applications orthopédiques comme les implants articulaires et les vis ;
- Les dispositifs ophtalmiques sont utilisés pour des conditions liées à l'œil ;
- Les dispositifs de chirurgie générale et plastique qui regroupent de nombreux produits nécessaires aux opérations chirurgicales (outillage médical).
- Les autres dispositifs médicaux qui rassemblent les autres applications non explicitées ci-avant telles que l'endoscopie, les appareils d'administration de médicaments, la médecine dentaire, le traitement des plaies, les soins du diabète, la néphrologie, la neurologie ou encore l'ORL.



Figure 22 - Marché mondial des dispositifs médicaux en 2021, ventilé par application (en milliard de dollars)



Sources : STATISTA – Health Market Insight Report et analyses FINEXSI

En 2021, le segment des autres dispositifs médicaux représentait plus de la moitié du marché (soit 227 milliards de dollars), suivi par les dispositifs cardiaques (13%).

4.4.3.2 Tendances de marché sur les segments des dispositifs orthopédiques et mini invasifs

LISI se positionne dans la catégorie des groupes diversifiés qui produisent en tant que sous-traitant et plus particulièrement en tant qu'OEM³⁴, des composants à usage unique. Le Groupe intervient dans les phases de conception, fabrication et commercialisation de dispositifs d'orthopédie et d'ostéosynthèse (hanche, genou, épaule, rachis, trauma ou encore extrémité) ainsi que de technologies chirurgicales avancées (cardio, vasculaire, urologie ou encore laparoscopie³⁵) telles que des agrafeuses médicales, des ciseaux et pinces spéciales ou encore des cathéters³⁶.

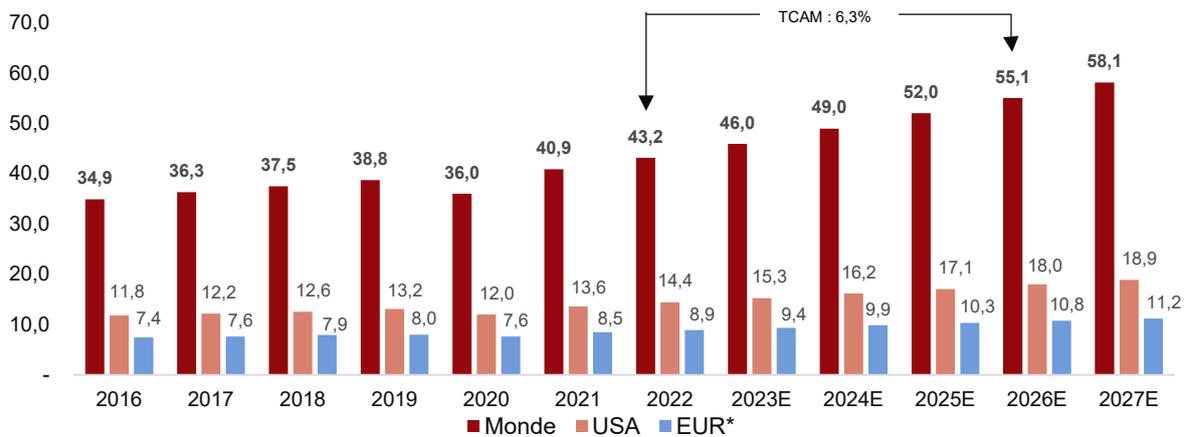
³⁴ OEM : *Original Equipment Manufacturer*

³⁵ La coelioscopie (appelée également laparoscopie) est une technique chirurgicale qui permet, par une petite ouverture de la paroi de l'abdomen, d'observer l'intérieur de la cavité abdominale ou pelvienne et d'intervenir sur les organes – ASSURANCE MALADIE

³⁶ URD 2021



Figure 23 - Marché des dispositifs orthopédiques dans le monde, aux Etats-Unis et en Europe entre 2016 et 2027
(en milliards de dollars)



*EUR : Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Pays-Bas, Espagne, Suisse et Royaume-Uni

Sources : STATISTA – Health Market Insight Report et Statista - Minimally invasive surgical system market size worldwide 2021-2030

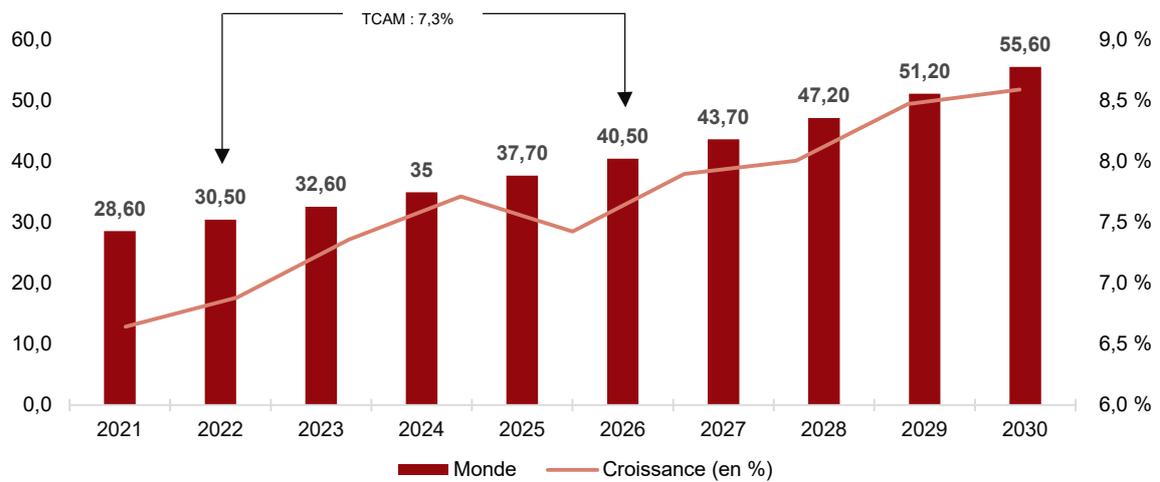
Le marché des dispositifs orthopédiques s'est élevé à 43,2 milliards de dollars dans le monde en 2022, les États-Unis représentant environ 33,5% du marché (14,4 milliards de dollars) et l'Europe 20,6%, soit (8,9 milliards de dollars). Les estimations à long terme prévoient un taux de croissance annuel moyen soutenu d'environ 6,3% sur la période 2022 à 2026.

A court terme, des incertitudes restent présentes et pourraient freiner la croissance. En premier lieu, la guerre en Ukraine occasionne de nombreuses tensions sur le prix et l'acheminement des matières premières, principalement le titane qui a vu son cours augmenter passant de 4 dollars le kilo en mars 2020 à 8 dollars le kilo en janvier 2023.

Par ailleurs, les évolutions réglementaires sont susceptibles d'impacter les équipementiers en renforçant notamment les procédures d'évaluation et de conformité avant la mise sur le marché des dispositifs.



Figure 24 - Marché mondial des systèmes chirurgicaux mini-invasifs 2021-2030 (en milliards de dollars)



Sources : STATISTA – Health Market Insight Report et Statista - Minimally invasive surgical system market size worldwide 2021-2030

Le marché des systèmes chirurgicaux mini-invasifs, qui s'inscrit dans la catégorie des autres dispositifs médicaux, s'établit à 30,5 milliards de dollars en 2022 et devrait atteindre 40,5 milliards de dollars en 2026, soit un taux de croissance annuel moyen de 7,3 % sur les années 2022 à 2026³⁷.

L'approche mini-invasive permet d'améliorer des opérations déjà existantes telles que les chirurgies de remplacement, les chirurgies de réparation, les chirurgies pulmonaires ou encore les chirurgies de réduction du poids. Les systèmes chirurgicaux mini-invasifs permettent également de réduire la douleur postopératoire, d'accélérer le temps de récupération, de diminuer le stress sur le système immunitaire et de réduire la durée de l'opération. Outre les grands facteurs qui portent la croissance dans son ensemble, la hausse de la demande en systèmes chirurgicaux mini-invasifs s'explique par le fait que ces applications sont désormais davantage privilégiées par rapport aux techniques de chirurgie ouverte, car elles entraînent moins de complications postopératoires et raccourcissent le séjour du patient à l'hôpital.

4.5 Analyse financière de LISI

Les comptes consolidés de la Société pour les exercices 2017 à 2022, résumés ci-dessous, ont été établis conformément au référentiel IFRS. A la date du présent rapport, les comptes consolidés au 31 décembre 2022 ont été audités mais pas encore certifiés par les commissaires aux comptes (les rapports d'audit sont en cours d'émission). Il nous a toutefois été communiqué un projet de comptes consolidés. Les résultats de l'exercice 2022 ont été annoncés au marché le 23 février 2023.

Les comptes consolidés 2017 à 2021 ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de LISI, les cabinets ERNST & YOUNG et EXCO ET ASSOCIES.

³⁷ Statista - Minimally invasive surgical system market size worldwide 2021-2030

4.5.1 Compte de résultat consolidé 2017-2022

L'évolution du compte de résultat de LISI est résumée ci-après :

Tableau 2 - Compte de résultat consolidé 2017-2022

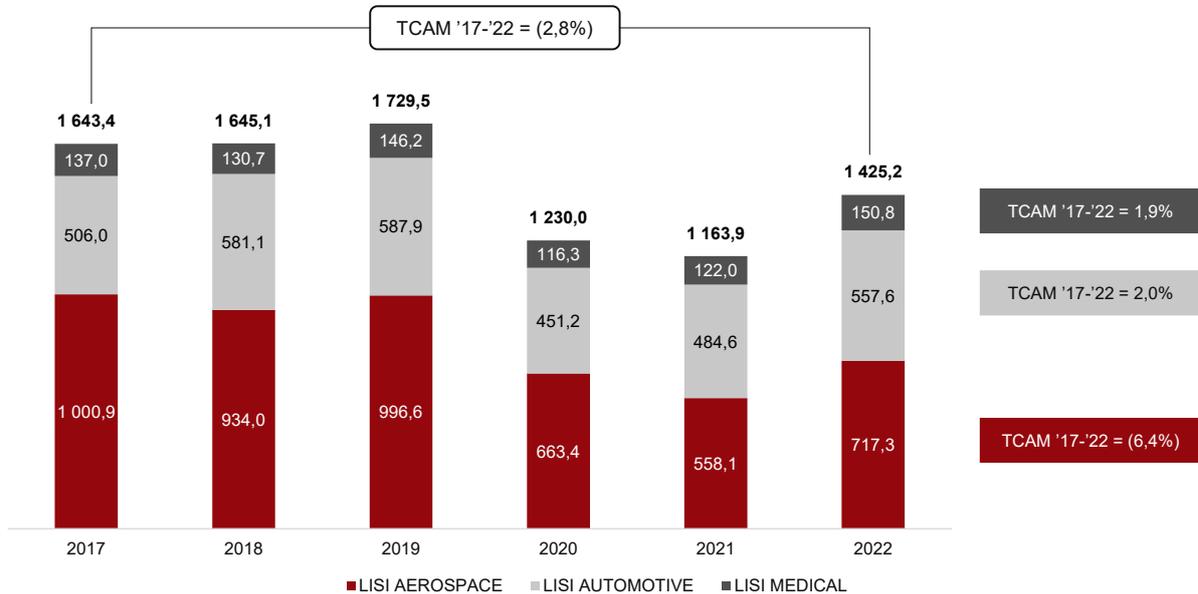
en k€	Avant IFRS 16			Après IFRS 16		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	1 643 356	1 645 095	1 729 527	1 229 958	1 163 897	1 425 212
<i>Croissance (en %)</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,1 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>(28,9)%</i>	<i>(5,4)%</i>	<i>22,5 %</i>
Variation stocks produits finis et en-cours	(884)	9 251	(3 513)	(22 442)	22 478	39 363
Autres produits	26 661	39 641	28 508	39 507	35 549	38 566
Total Produits Opérationnels	1 669 133	1 693 987	1 754 522	1 247 022	1 221 923	1 503 141
Consommations	(443 119)	(464 424)	(476 490)	(321 007)	(334 126)	(450 558)
Autres achats et charges externes	(338 332)	(352 485)	(349 499)	(265 251)	(251 354)	(319 554)
Impôts et taxes	(12 171)	(11 615)	(11 995)	(12 317)	(9 209)	(9 562)
Charges de personnel	(619 333)	(640 048)	(643 338)	(481 762)	(473 756)	(537 010)
EBITDA	256 178	225 416	273 200	166 685	153 478	186 458
<i>Marge (en % du CA)</i>	<i>15,6 %</i>	<i>13,7 %</i>	<i>15,8 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>13,2 %</i>	<i>13,1 %</i>
Amortissements	(90 132)	(99 025)	(119 181)	(117 095)	(94 641)	(98 963)
Dotations nettes aux provisions	5 352	9 166	1 094	(8 082)	7 774	1 605
EBIT	171 398	135 558	155 113	41 509	66 611	89 100
<i>Marge (en % du CA)</i>	<i>10,4 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>9,0 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>6,3 %</i>
Charges et produits opérationnels non courants	(3 680)	(10 266)	(44 835)	(69 618)	(10 749)	(9 678)
Résultat Opérationnel	167 718	125 290	110 278	(28 109)	55 862	79 423
<i>Marge (en % du CA)</i>	<i>10,2 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>(2,3)%</i>	<i>4,8 %</i>	<i>5,6 %</i>
Produits de trésorerie et charges de financement	(2 421)	(2 503)	(4 326)	(5 164)	(5 304)	(4 989)
Autres produits et charges financiers	(19 166)	7 847	(4 221)	(11 595)	10 076	2 845
Résultat Financier	(21 587)	5 344	(8 547)	(16 759)	4 772	(2 144)
<i>Marge (en % du CA)</i>	<i>(1,3)%</i>	<i>0,3 %</i>	<i>(0,5)%</i>	<i>(1,4)%</i>	<i>0,4 %</i>	<i>(0,2)%</i>
Impôts (dont CVAE)	(39 182)	(33 839)	(27 918)	7 323	(16 272)	(20 550)
Résultat Net	106 951	96 794	73 812	(37 544)	44 362	56 729
<i>Marge (en % du CA)</i>	<i>6,5 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>(3,1)%</i>	<i>3,8 %</i>	<i>4,0 %</i>
Intérêts ne donnant pas le contrôle	(1 014)	4 725	4 039	(223)	314	(231)
Résultat net - Part du Groupe	107 965	92 069	69 773	(37 321)	44 048	56 960
<i>Marge (en % du CA)</i>	<i>6,6 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>(3,0)%</i>	<i>3,8 %</i>	<i>4,0 %</i>

Sources : Document d'Enregistrement Universel et Document de Référence de 2017 à 2021 et projet de comptes consolidés 2022

Chiffre d'affaires

La répartition par division opérationnelle du chiffre d'affaires consolidé de la Société sur la période s'établit de la manière suivante :

Figure 25 - Ventilation du chiffre d'affaires par division opérationnelle du Groupe LISI depuis 2017 (m€)



Note : Le chiffre d'affaires total présenté inclut les éliminations intra-Groupe.

Sources : DEU et DDR de 2017 à 2021 et projet de comptes consolidés 2022 et analyses FINEXSI

Le chiffre d'affaires est en baisse de -2,8% en rythme annuel moyen sur la période 2017-2022 du fait de l'incidence de la crise sanitaire survenue début 2020.

Historiquement en croissance, l'activité du Groupe a été fortement affectée par la crise sanitaire de la Covid-19, avec une baisse du chiffre d'affaires de -28,9% en 2020 notamment due à la fermeture de nombreux sites des clients du Groupe dès le mois de mars 2020, et à l'effondrement de la demande pour l'aviation commerciale, en lien avec les restrictions gouvernementales sur les déplacements.

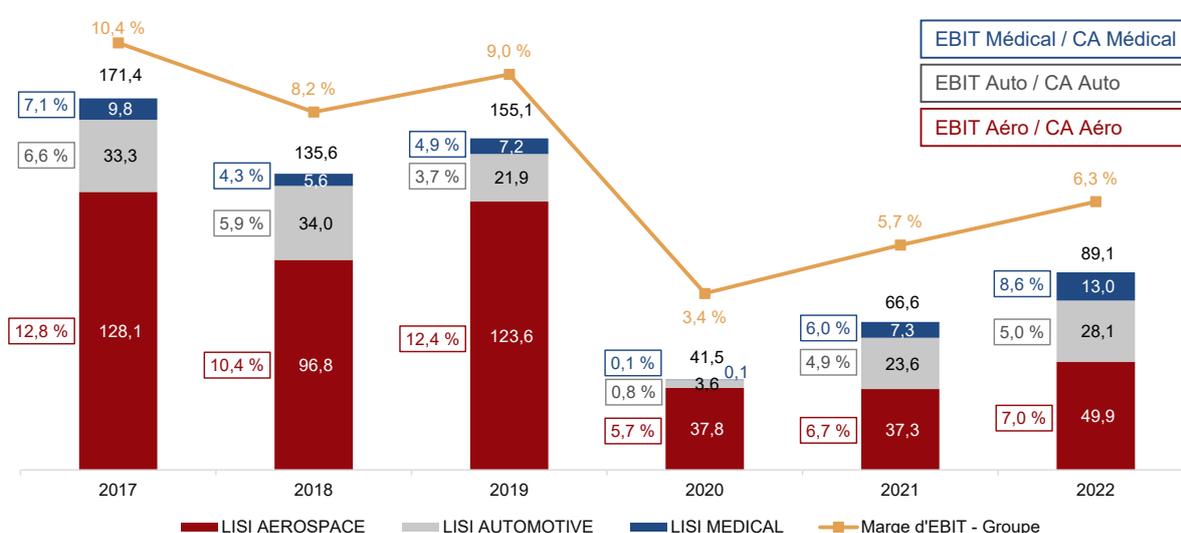
La baisse s'est poursuivie en 2021 du fait du prolongement de la crise sanitaire et des restrictions qu'elle a entraînées ayant eu des conséquences en termes d'activité. L'exercice 2021 a également été marqué par la hausse des coûts des matières premières, de production et de transport. Pour y faire face, le Groupe a poursuivi le déploiement de son plan *New Deal* mis en place lors de l'exercice précédent, et dont l'une des mesures porte sur la répercussion des coûts sur les prix de vente.



Dans un environnement toujours perturbé par les tensions sur les chaînes d'approvisionnement et le contexte inflationniste, le chiffre d'affaires de l'exercice 2022 est en croissance de 22,5% après deux années de baisse liées à la crise sanitaire, et s'établit à 1 425 M€³⁸. Cette hausse est soutenue par (i) la bonne performance des activités « *Fixations* » et « *Composants de Structure* », avec l'anticipation des besoins en pièces élémentaires destinées aux équipements à cycle long (moteurs) pour la division aéronautique, par (ii) la montée en cadence des nouveaux produits pour le marché de l'électromobilité pour la division automobile et par (iii) l'obtention d'un nouveau contrat de 170 M\$ sur quatre ans remporté au cours de l'exercice auprès d'un acteur majeur du domaine de la chirurgie mini-invasive pour la division médicale.

Résultat opérationnel courant (EBIT)

Figure 26 - Evolution de l'EBIT de LISI depuis 2017 (en m€)



Note : L'EBIT total présenté inclut les éliminations intra-Groupe.

Sources : DEU et DDR de 2017 à 2021 et projet de comptes consolidés 2022 et analyses FINEXSI

Le taux de marge opérationnel courant de LISI a diminué de 2,2 points, à 8,2% du chiffre d'affaires, entre 2017 et 2018. Cette diminution concerne l'ensemble des divisions. La profitabilité de la division AUTOMOTIVE est en retrait de 0,7 point en raison de la hausse du coût des matières premières et de l'augmentation de la masse salariale. La baisse de la profitabilité opérationnelle de la division MEDICAL s'explique principalement par le report de commandes du principal client. Le résultat opérationnel de la division aéronautique, en retrait de -2,8 points, s'explique principalement par la baisse de volume enregistrée sur l'ensemble de l'exercice pour l'activité « *Fixations* ».

³⁸ Il demeure toutefois en retrait de -17,5% par rapport à 2019, le dernier exercice précédant la crise sanitaire.



En 2019, le résultat opérationnel courant s'élève à 155,1 M€, soit un taux de marge de 9,0%, en hausse de 0,8 pt. Cette hausse s'explique notamment par la hausse des volumes en Europe pour la division aéronautique ainsi que par la montée en cadence des programmes moteur LEAP-1A. La performance de la division automobile s'explique par les effets des mesures d'ajustements des coûts initiées lors de l'exercice 2018. La division médicale a bénéficié des nouveaux produits de l'activité de chirurgie mini-invasive.

Le résultat opérationnel courant s'établit à 41,5 M€ sur l'exercice 2020, représentant 3,4% du chiffre d'affaires. Le Groupe a subi les conséquences de la crise sanitaire (notamment avec la baisse d'activité de la division AEROSPACE), a été contraint de mettre en œuvre un plan d'ajustement de ses effectifs. Les charges de personnel ont baissé de 161,6 M€ sur l'exercice, avec la réduction de 3 354 équivalents temps plein sur période, soit 28,3% de l'effectif total du Groupe.

En 2021, le résultat opérationnel courant renoue avec la croissance et s'établit à 66,6 M€ (soit 5,7% du chiffre d'affaires). Cette hausse est notamment à mettre en regard des mesures de réduction des coûts mises en place lors de l'exercice précédent³⁹ et l'allongement des durées d'amortissements annoncée par le Groupe en juillet 2021⁴⁰, dont l'impact s'élève à +21,1 M€. Hors allongement des durées d'amortissement, le résultat opérationnel courant du Groupe se serait élevé à 45,5 M€, soit environ 4,0 M€ de plus qu'en 2020.

En 2022, le résultat opérationnel courant s'établit à 89,1 M€, représentant un taux de marge de 6,3%. Cette hausse représente une croissance de 33,8% par rapport à l'exercice 2021. La marge d'EBIT s'améliore pour chacune des divisions opérationnelles du Groupe et s'établit à 7,0% pour la division aéronautique, 5,0% pour la division automobile et à 8,6% pour la division médicale. Cette hausse a toutefois été pénalisée par l'impact de l'inflation sur l'ensemble des coûts de fabrication et par une pénurie de main d'œuvre aux Etats-Unis (pour la division aéronautique).

Résultat Net (part du Groupe)

Le résultat net atteint son point bas en 2020⁴¹ avec une perte de -37,3 M€. Malgré les mesures de réduction des coûts liées à la crise sanitaire mises en place par la Société telles que mentionnées ci-avant, l'effet combiné de la Covid-19 et de charges non courantes liées à la cession d'actifs non stratégiques (LISI AUTOMOTIVE MOHR UND FRIEDRICH et LISI MEDICAL JEROPA) dans les divisions automobile et médicale, explique principalement cette diminution du résultat net.

En 2021, le résultat net est positif à 44,0 M€, et représente 3,8% du chiffre d'affaires 2021. La hausse du résultat net est à mettre en regard avec la hausse du résultat opérationnel (55,9 M€ en 2021 contre -28,1 M€ en 2020).

En 2022, le résultat net a poursuivi sa progression et s'élève à 56,9 M€. Cette hausse est notamment due à (i) la hausse du taux de marge d'EBIT (6,3% en 2022 contre 5,7% en 2021), malgré une légère baisse du résultat financier (-6,9 M€ en 2022).

³⁹ Le Groupe a procédé à des ajustements d'effectifs et des réductions des coûts fixes dans le cadre du plan *New Deal*.

⁴⁰ Des analyses sur l'évolution des processus de production ont mis en évidence la nécessité pour le Groupe d'allonger les durées d'amortissements de certains matériels (notamment les équipements lourds), en accord de la norme IAS 8. Les modifications portent essentiellement sur le « Matériel et Outillage » qui est désormais amorti sur 15 à 20 ans (contre 10 ans précédemment) et dans une moindre mesure les « Matériels informatiques » amortis sur 5 ans (contre 3 ans précédemment).

⁴¹ Seule année affichant un résultat net négatif sur la période historique 2017-2022 observée.

4.5.2 Bilan consolidé 2017-2022

Nous présentons ci-après l'évolution historique du bilan consolidé de LISI depuis 2017.

Tableau 3 - Bilan consolidé 2017 – 2022 de LISI (en k€)

en k€	Avant IFRS 16			Après IFRS 16		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Écart d'acquisition	321 377	347 787	354 552	332 093	401 877	413 938
Autres actifs incorporels	30 177	26 975	29 393	30 150	27 933	31 568
Actifs corporels	619 593	676 657	732 776	680 580	698 231	730 492
Actifs financiers non courants	9 982	8 923	16 977	6 853	11 414	10 971
Impôts différés actifs	8 568	11 894	17 312	48 626	51 054	50 912
Autres actifs non courants	429	480	9	143	91	165
Total des actifs non courants	990 126	1 072 716	1 151 022	1 098 448	1 190 599	1 238 046
Stocks	337 099	351 009	321 639	300 389	332 721	400 298
Impôts - Créances sur l'état	41 269	22 032	16 206	12 977	10 400	12 790
Clients et autres débiteurs	261 249	263 141	275 072	205 367	174 810	203 803
Trésorerie et équivalents trésorerie	197 576	156 879	236 809	242 144	215 870	144 149
Total des actifs courants	837 193	793 061	849 727	760 877	733 802	761 040
Total actif	1 827 319	1 865 775	2 000 748	1 859 324	1 924 401	1 999 087
Capital social	21 610	21 646	21 646	21 646	21 646	21 646
Primes	72 584	75 329	75 329	75 329	75 329	75 329
Actions propres	(14 720)	(15 175)	(14 435)	(19 788)	(19 480)	(20 135)
Réserves consolidées	688 882	757 720	844 386	950 372	908 804	941 394
Réserves de conversion	8 419	12 339	21 819	(4 757)	28 629	44 061
Autres produits et charges enregistrés directement en capitaux propres	5 261	(6 918)	(6 877)	2 495	(8 595)	(3 599)
Résultat de la période	107 965	92 069	69 773	(37 321)	44 048	56 960
Total capitaux propres - part du Groupe	890 001	937 010	1 011 642	987 978	1 050 383	1 115 656
Intérêts minoritaires	7 664	6 625	9 740	2 439	3 110	2 770
Total capitaux propres	897 665	943 634	1 021 382	990 417	1 053 493	1 118 426
Provisions non courantes	64 995	65 475	64 993	70 698	72 005	50 992
Dettes financières non courantes	317 757	337 354	412 310	316 719	320 621	327 804
Autres passifs non courants	11 605	8 452	10 705	8 140	7 163	7 434
Impôts différés passifs	40 747	37 745	40 091	34 697	38 600	46 398
Total des passifs non courants	435 104	449 025	528 099	430 254	438 389	432 628
Provisions courantes	15 156	13 404	23 069	38 606	23 305	25 211
Dettes financières courantes*	179 973	158 831	156 423	146 205	167 529	107 838
Fournisseurs et autres créditeurs	297 109	298 469	270 447	253 842	241 685	313 950
Impôt à payer	2 312	2 411	1 328	-	-	1 034
Total des passifs courants	494 550	473 116	451 267	438 653	432 520	448 035
Total capitaux propres et passif	1 827 319	1 865 775	2 000 748	1 859 324	1 924 403	1 999 087
* Dont concours bancaires courants	16 441	20 480	8 273	5 981	1 133	6 851

Sources : DEU et DDR de 2017 à 2021 et projet de comptes consolidés 2022

Écarts d'acquisition

Au 31 décembre 2022, la valeur nette des écarts d'acquisition s'élève à 413,9 M€ (soit 20,7% du total de l'actif). Dans le cadre de son développement, LISI a été amenée à réaliser des opérations de croissance externes et à reconnaître des écarts d'acquisitions. L'augmentation notable des écarts d'acquisition à la clôture 2021 s'explique principalement par l'acquisition de la société B&E MANUFACTURING (56,8 M€).

Actifs corporels

Les immobilisations corporelles s'élèvent à 730,5 M€ au 31 décembre 2022, représentant 36,5% du total de l'actif de la Société. Elles sont composées majoritairement d'installations techniques, de matériel et d'outillage ainsi que de constructions liés aux sites de production du Groupe.



Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Tableau 4 - Evolution du BFR depuis 2017 (en k€)

en k€	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Stocks	337 099	351 009	321 639	300 389	332 721	400 298
Clients et autres débiteurs	261 249	263 141	275 072	205 367	174 810	203 803
Fournisseurs et autres créditeurs	(297 109)	(298 469)	(270 447)	(253 842)	(241 685)	(313 950)
BFR d'exploitation	301 239	315 681	326 264	251 914	265 846	290 151
<i>en % du CA</i>	<i>18,3 %</i>	<i>19,2 %</i>	<i>18,9 %</i>	<i>20,5 %</i>	<i>22,8 %</i>	<i>20,4 %</i>
<i>en nombre de jours</i>	<i>66,9</i>	<i>70,0</i>	<i>68,9</i>	<i>74,8</i>	<i>83,4</i>	<i>74,3</i>

Sources : analyses FINEXSI sur la base des chiffres communiqués dans le DEU et DDR de 2017 à 2021 et dans le projet de comptes consolidés 2022

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation (« BFR ») est relativement stable en proportion du chiffre d'affaires sur la période observée et s'établit en moyenne à 20,0% du chiffre d'affaires du Groupe.

Au 31 décembre 2022, le BFR atteint 290,1 M€, soit une progression de +24,3 M€ par rapport à l'année précédente. Cette hausse s'explique principalement par la croissance soutenue de l'activité en 2022 et par la constitution de stocks stratégiques de matières premières pour sécuriser la hausse de la production de la division aéronautique.

Il convient également de mentionner que le Groupe a recours à l'affacturage. Les créances cédées au factor au 31 décembre 2022 s'élèvent à 78,9 M€.

Capitaux propres

Les capitaux propres part du Groupe s'élève à 1 115,7 M€ au 31 décembre 2022. La variation des capitaux propres de LISI sur la période est liée à l'affectation du résultat net et au versement du dividende.

LISI a procédé à une distribution d'un dividende qui s'élève par action à 0,29€ au titre de 2021, 0,14€ au titre de 2020, 0,44€ au titre de 2018 et 0,48€ au titre de 2017⁴². Il est par ailleurs prévu de proposer à l'Assemblée générale des actionnaires le versement d'un dividende de 0,15€ par action au titre de l'exercice 2022.

Provisions courantes et non courantes

Les provisions courantes et non courantes s'élèvent à 76,2 M€ au 31 décembre 2022, et sont majoritairement composées de (i) pensions et retraites pour 35,2 M€, (ii) garanties données aux clients pour 6,8 M€ et (iii) et de provisions pour réorganisations industrielles pour 5,7 M€.

⁴² Aucun dividende n'a été distribué au titre de l'exercice 2019.

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de Lisi, sur la période 2017-2022 est présentée ci-après :

Tableau 5 - Evolution de l'endettement financier net consolidé depuis 2017 (en k€)

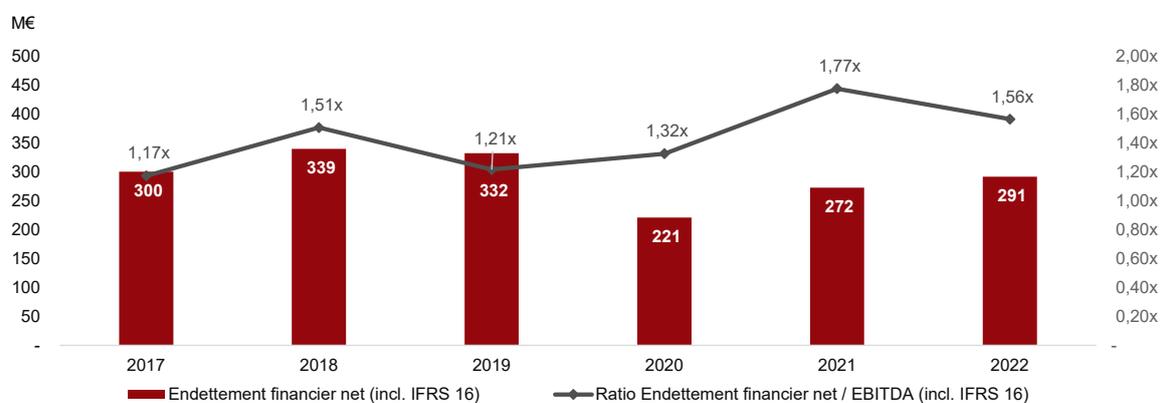
en m€	Avant IFRS 16			Après IFRS 16		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Trésorerie disponible	197,6	156,9	236,8	242,1	215,9	144,1
Concours bancaires courants	(16,4)	(20,5)	(8,3)	(6,0)	(1,1)	(6,9)
Trésorerie nette	181,1	136,4	228,5	236,2	214,7	137,3
Emprunts auprès d'Établissements	(455,4)	(453,8)	(461,2)	(364,8)	(381,5)	(328,8)
Autres dettes financières	(25,9)	(25,9)	(99,3)	(92,2)	(105,5)	(100,0)
dont Dettes relatives aux contrats de locations (IFRS 16)	(10,0)	(6,7)	(86,9)	(81,4)	(97,5)	(95,3)
dont Participation des salariés (bloquée en compte courant)	(15,9)	(15,2)	(12,4)	(10,8)	(8,0)	(4,7)
Dettes financières nettes	(481,3)	(475,7)	(560,5)	(456,9)	(487,0)	(428,8)
Trésorerie / (dette) financière nette (incl. IFRS 16 et part. des salariés)	(300,2)	(339,3)	(331,9)	(220,8)	(272,3)	(291,5)
Retraitement des dettes locatives			76,8	79,5	97,5	95,3
Retraitement de la participation des salariés	15,9	15,2	12,4	10,8	8,0	4,7
Trésorerie / (dette) financière nette - hors IFRS 16	(284,2)	(324,2)	(242,7)	(130,5)	(166,8)	(191,5)

Sources : DEU et DDR de 2017 à 2021 et projet de comptes consolidés 2022 et analyses FINEXSI

LISI est historiquement en position de dette nette sur la période. La dette nette apparaît en baisse sur la période puisqu'elle est passée de -284,2 M€ en 2017 à -191,5 M€ (hors IFRS 16) au 31 décembre 2022.

L'évolution de l'endettement financier net et du ratio endettement financier net / EBITDA, tel que présenté par le Groupe, est le suivant :

Figure 27 - Evolution de l'endettement financier net (incl. Les dettes IFRS 16) / EBITDA 2017-2022



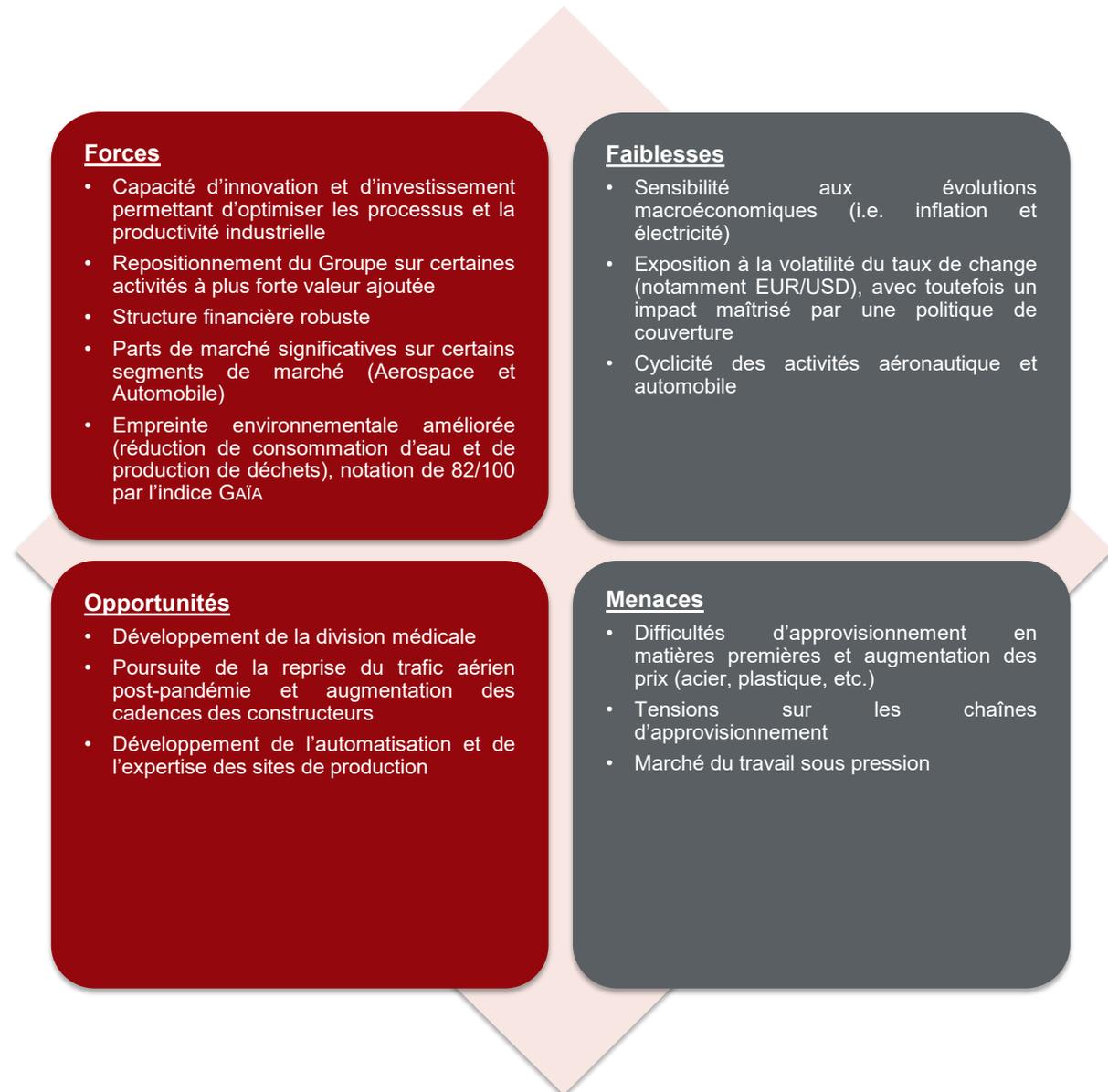
Sources : DEU et DDR de 2017 à 2021 et projet de comptes consolidés 2022 et analyses FINEXSI

Entre 2017 et 2022, le ratio d'endettement financier net (incluant IFRS 16) du Groupe a évolué entre 1,17x et 1,77x l'EBITDA.

4.6 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 28 - Matrice SWOT



Source : analyses FINEXSI, Société



5. Evaluation des actions de la Société LISI GROUP

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société LISI dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque d'une société. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) de LISI au 31 décembre 2022 s'établit à 1 115,7 M€ (avant distribution du dividende de 0,15€ / action), soit une valeur par action de 21,08 €⁴³.

5.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de LISI.

5.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Comme nous le verrons ci-après, nous avons mis en œuvre à titre principal l'approche d'évaluation intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie de la Société, qui intègre par construction le potentiel de distribution de dividendes de LISI en ce compris la part non distribuée du résultat.

⁴³ Sur la base de 52 921 210 actions (hors autocontrôle de 1 193 107 actions) en circulation au 31 décembre 2022.



5.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions de la société LISI sont à retenir.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

À titre principal :

- La référence au cours de bourse du titre LISI avant l'annonce de l'Offre ;
- La méthode de la somme des parties, selon une approche intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) de chacune des divisions du Groupe, dans une optique de continuité stratégique.

À titre secondaire :

- La méthode de la somme des parties, selon une approche analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables pour chaque division du Groupe ;
- Les objectifs de cours des analystes financiers publiés avant l'annonce de l'Offre.

À titre informatif :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les transactions observées sur des sociétés comparables (selon une approche globale).

Nous détaillons, dans leur mise en œuvre, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

5.3 Données de référence de la Société LISI

5.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 décembre 2022 (54 114 317 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues par la Société (1 193 107 actions), soit un nombre d'actions de 52 921 210.



Tableau 6 - Nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux

	31/12/2022
Nombre d'actions composant le capital social	54 114 317
Auto-détention	(1 193 107)
Nombre d'actions ajusté	52 921 210

Sources : Société, analyses FINEXSI

La Société nous a indiqué que la charge liée à l'attribution des instruments dilutifs en circulation au 31 décembre 2022 était intégrée dans le plan d'affaires. En conséquence, nous ne retenons pas de dilution liée à l'attribution de ces instruments dans le nombre d'actions retenu pour nos travaux.

5.3.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le passage de la valeur d'entreprise (« VE ») à la valeur des fonds propres (« VFP ») a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de LISI tels qu'ils figurent dans le projet de comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2022⁴⁴.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2022 a été déterminé comme suit :

Tableau 7 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de LISI au 31 décembre 2022

en m€	31/12/22
Trésorerie et équivalents de trésorerie	144,1
Dettes financières	(430,9)
Trésorerie / (dette) nette (inc. IFRS 16)	(286,8)
Ajustement de dettes IFRS 16	95,3
Trésorerie / (dette) nette (hors IFRS 16)	(191,5)
Participation des salariés (bloquée en compte courant)	(4,7)
Actifs financiers non courants	11,0
Provisions	(59,1)
Intérêts minoritaires	(2,8)
Déficits fiscaux reportables	12,9
Distribution de dividendes de 2022 (0,15€ par action LISI)	(7,9)
Affacturation	(78,9)
Ajustements	(129,5)
Passage de la VE à la VFP	(321,0)

Sources : Projet de comptes consolidés 2022, Société, analyses FINEXSI

⁴⁴ Le projet de comptes consolidés au 31 décembre 2022 a été audité mais pas encore certifié par les commissaires aux comptes.



La dette financière nette, hors prise en compte de la dette IFRS 16, s'établissant à -191,5 M€ au 31 décembre 2022, n'appelle pas de commentaire particulier de notre part. Par ailleurs, nous avons inclus dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, les principaux éléments suivants :

- Les actifs financiers non courants (11,0 M€) qui correspondent principalement à des contrats de capitalisation concernant les placements de retraites américaines ainsi qu'à des prêts et cautionnements ;
- Les provisions (-59,1 M€) qui intègrent notamment les provisions pour réorganisations industrielles, litiges et autres risques, ainsi que les pensions, retraites et médailles du travail (après impôt). La Société nous a confirmé que le décaissement de ces provisions n'était pas intégré dans les flux du plan d'affaires ;
- Les intérêts minoritaires (-2,8 M€) retenus pour leur valeur comptable (Bengalure en Inde et Rzeszów en Pologne). La Société nous a confirmé qu'il n'y avait pas lieu de procéder à leur réévaluation ;
- Les déficits fiscaux reportables (activés et non activés) au 31 décembre 2022 pour un montant de 12,9 M€. Les déficits fiscaux ont été modélisés en fonction de leur horizon de consommation puis intégrés dans notre calcul de dette financière nette. Ils ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôt calculée dans les DCF ;
- L'affacturage correspondant aux créances cédées au factor au 31 décembre 2022 (-78,9 M€) ; et
- Les dividendes à verser en 2023 au titre de l'exercice 2022 soit 7,9 M€ (0,15€ par action LISI) dans la mesure où le prix d'Offre de 27,0 € par action s'entend dividende détaché.

Après retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'établit, à -321,0 M€ au 31 décembre 2022.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, notamment en termes de génération de trésorerie, et où (ii) l'incidence de cette norme comptable a été retraitée sur la base des éléments fournis par le management dans les plans d'affaires sur lesquelles se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net présenté ci-avant n'intègre pas la dette IFRS 16 relative aux loyers d'un montant de 95,3 M€ au 31 décembre 2022.



5.4 Mise en œuvre de la valorisation de la Société LISI

5.4.1 La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

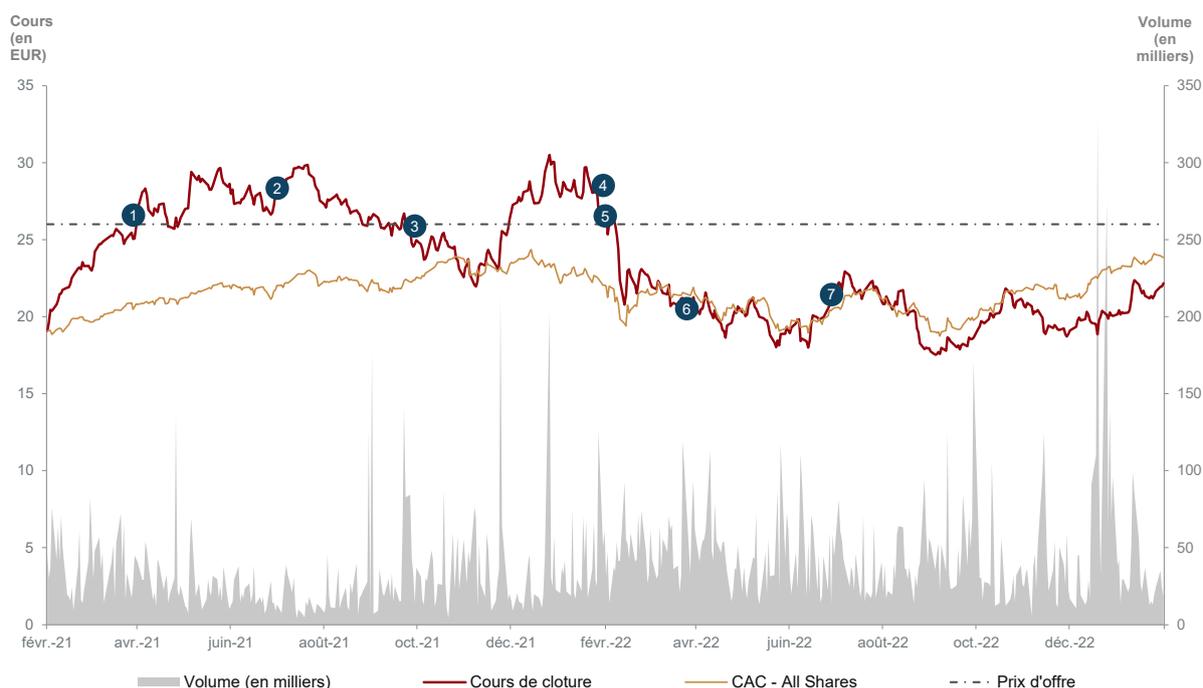
Pour mémoire, les actions LISI ont été introduites en bourse en 1989 sur le second marché de la Bourse de Paris, et sont actuellement cotées sur Euronext Paris (code ISIN : FR0000050353).

A la demande de la Société, dans l'attente de la publication du communiqué de presse annonçant le projet d'Offre⁴⁵, le cours de bourse de LISI a été suspendu le 23 février 2023. Nous avons donc analysé le cours de bourse de LISI avant l'annonce de l'Offre et la suspension de la cotation, soit jusqu'à la clôture du 22 février 2023.

5.4.1.1 Analyse de l'évolution du cours de bourse de LISI

Le cours de bourse de LISI a évolué comme suit sur les 24 derniers mois antérieurs au 23 février 2023.

Figure 29 - Evolution du cours de l'action Lisi sur deux ans au 22 février 2023



Sources : BLOOMBERG, analyses FINEXSI

⁴⁵ Le communiqué de presse a été publié le 23 février après bourse.



Commentaires :

1. **22 avril 2021** : La Société communique son chiffre d'affaires du premier trimestre de l'exercice 2021, en baisse de -22,2% par rapport au premier trimestre de l'exercice précédent en raison notamment d'un trafic aérien encore fortement perturbé par les conséquences de la crise sanitaire de la Covid-19.
2. **22 juillet 2021** : LISI publie ses résultats semestriels 2021, faisant état d'une amélioration des marges en raison notamment du changement d'estimation des durées d'amortissements avec un impact de +10,7 M€ sur le résultat opérationnel courant, et ce malgré une baisse du chiffre d'affaires de -6,8%.
3. **21 octobre 2021** : Publication du chiffre d'affaires des neuf premiers mois de l'exercice 2021. Le chiffre d'affaires au 30 septembre 2021 s'établit à 860,7 M€ contre 923,4 M€ à la même période lors de l'exercice précédent. Cette baisse s'explique notamment par un effet périmètre négatif de -11,0 M€ et par un effet de change de -19,4 M€. Le Groupe poursuit la mise en œuvre des mesures entreprises en 2020 en réponse à la crise sanitaire.
4. **17 février 2022** : LISI publie ses résultats annuels 2021. Le chiffre d'affaires de l'exercice s'établit en baisse de -5,4%, soit 1 163,9 M€ contre 1 230,0 M€ à la clôture de l'exercice 2020. Malgré cette baisse, le résultat opérationnel courant est en augmentation de +60,5% par rapport à l'exercice précédent, en raison principalement de l'impact du changement des durées d'amortissements et dans une moindre mesure de la stratégie de réduction des coûts mise en œuvre par le Groupe depuis 2020.
5. **24 février – 4 mars 2022** : Début de la guerre en Ukraine. Les conséquences de cette entrée en guerre (sanctions contre la Russie, hausse des cours du pétrole, bombardement de la centrale de Zaporijia...) conduisent à un décrochage significatif de l'ensemble des marchés financiers.
6. **20 avril 2022** : La Société communique son chiffre d'affaires du premier trimestre 2022, qui s'établit à 309,4 M€, soit +10,7% de croissance par rapport au premier trimestre précédent. Toutes les divisions opérationnelles du Groupe affichent une progression de leur chiffre d'affaires avec +20,5% de croissance pour LISI AEROSPACE, +0,6% pour LISI AUTOMOTIVE et +12,0% pour LISI MEDICAL.
7. **22 juillet 2022** : Publication des résultats du premier semestre de l'exercice 2022 affichant une croissance de +17,1% du chiffre d'affaires, qui s'établit à 695,2 M€.

Le **23 février 2023**, LISI a publié ses résultats annuels 2022. Le chiffre d'affaires affiche une hausse de +22,5% et s'établit à 1,42 Mds€. Le niveau de croissance s'explique par une activité soutenue dans l'Aéronautique et le Médical ainsi que par les nouveaux produits dans l'Automobile, notamment pour le marché de l'électromobilité.

5.4.1.2 Analyse de la liquidité du titre LISI

Avant l'annonce de l'Offre, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Tableau 8 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre LISI⁴⁶

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 27,0€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (22/2/2023)	21,90	+24,0 %	18	18	405	405	0,03 %	0,03 %	0,11 %	0,11 %
CMPV 1 mois	21,48	+26,4 %	33	730	713	15 684	0,06 %	1,38 %	0,20 %	4,48 %
CMPV 60 jours	20,04	+35,5 %	54	3 105	1 073	62 235	0,10 %	5,87 %	0,33 %	19,06 %
CMPV 3 mois	20,07	+35,3 %	51	3 286	1 030	65 942	0,10 %	6,21 %	0,31 %	20,12 %
CMPV 6 mois	19,73	+37,6 %	47	6 077	922	119 876	0,09 %	11,48 %	0,29 %	37,17 %
CMPV 12 mois	20,28	+33,9 %	46	11 848	935	240 283	0,09 %	22,39 %	0,28 %	72,41 %
CMPV 24 mois	22,69	+19,6 %	39	20 189	888	458 175	0,07 %	38,15 %	0,24 %	123,31 %
Plus haut 12 mois (28/2/2022)	26,40	+2,8 %								
Plus bas 12 mois (23/9/2022)	17,48	+55,3 %								
Plus haut 24 mois (19/1/2022)	30,45	(10,8)%								
Plus bas 24 mois (23/9/2022)	17,48	+55,3 %								

Sources : BLOOMBERG, analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 22 février 2023), le volume des actions LISI échangées est de 11 848 milliers d'actions (soit environ 46 milliers de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 22,39% et la rotation du flottant s'établit quant à elle à 72,41%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées s'élève à 20 189 milliers (soit environ 39 milliers de titre par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 38,15% et la rotation du flottant à 123,31%.

La rotation et le flottant soulignent la liquidité du titre en bourse permettant de considérer ce critère comme pertinent.

Au cours des 12 derniers mois avant la date de l'annonce de l'Offre, le cours de l'action LISI a oscillé entre un plus haut atteint le 28 février 2022 à 26,4€ et un plus bas atteint le 23 septembre 2022 à 17,5€.

Sur la base du dernier cours avant l'annonce et du CMPV 60 jours, le Prix d'Offre de 27,0 € (augmenté du dividende de 0,15 € par action) extériorise respectivement des primes de +24,0% et de +35,5%.

À la suite de l'annonce de l'Offre le 23 février 2023, le cours de bourse de LISI s'est ajusté à la hausse, à 24,7€ le 24 février 2023 (cours de clôture). Le fait que le cours de bourse ne se soit pas ajusté à un niveau proche du prix d'Offre s'explique par le dimensionnement de l'OPRA qui ne permet pas aux actionnaires (hors CID, VMC et auto-détention) de céder la totalité de leurs titres à 27,0€ dans l'éventualité où tous décideraient d'apporter leurs titres (dans ce cas, environ 38,0% des titres détenus par les actionnaires hors CID et VMC pourraient à être apportés à l'Offre).

⁴⁶ Prime calculée sur le prix d'Offre 27,0€, augmenté du dividende de 0,15€ par action qui sera versé aux actionnaires avant l'ouverture de l'Offre. Pour les méthodes intrinsèques (DCF) et analogiques (comparables boursiers et transactions comparables) présentées ci-après, la prime est calculée sur le prix d'Offre de 27,0 € sans tenir compte des dividendes à verser dans la mesure où ceux-ci sont intégrés dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.



5.4.2 Somme des parties – approche par l’actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

La méthode d’évaluation par la somme des parties consiste à valoriser séparément les différentes activités constitutives d’un groupe pour apprécier la valeur de celui-ci. Cette méthode nous apparaît pertinente pour l’évaluation du groupe LISI qui intervient sur différents métiers, dans la mesure où elle permet de valoriser chaque division du Groupe sur la base de critères adaptés à ses perspectives de développement, ainsi qu’à son profil et ses risques spécifiques, appréciés en fonction de la nature de l’activité.

Nous avons mis en œuvre la méthode de la somme des parties en retenant une approche par l’actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) de chaque division.

La méthode de l’actualisation des flux de trésorerie prévisionnels consiste à déterminer la valeur intrinsèque d’une activité par l’actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d’affaires à un taux qui reflète l’exigence de rentabilité du marché, en tenant compte d’une valeur de sortie à l’horizon de cette trajectoire.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement des différentes divisions de la Société et nous paraît adaptée à la situation et aux caractéristiques de LISI. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle suppose d’avoir l’accès et le contrôle des flux générés par celle-ci.

Cette méthode a été mise en œuvre en continuité de la structure et du périmètre actuel du Groupe, et ne reflète aucunement une hypothèse de cession de l’une ou l’autre des divisions. Les valeurs qui ressortent de nos travaux ne correspondent donc pas à des prix de cession incluant des primes de contrôles et d’éventuelles synergies qui pourraient être payées par un acquéreur dans le cadre d’un processus de cession organisé, qui n’est pas une hypothèse retenue par le groupe LISI.

5.4.2.1 Présentation du plan d’affaires du management

Nous avons mené nos travaux sur la base des plans d’affaires « *standalone* » 2023e-2026e de chacune des divisions de LISI (Aérospatial, Automobile et Medical).

La préparation de ces plans d’affaires s’inscrit dans le processus de mise à jour annuelle du plan stratégique. Ceux-ci ont été majoritairement construits selon une approche « *bottom up* », avec toutefois certains ajustements réalisés au niveau central. Ils n’intègrent aucune opération de croissance externe ou hypothèse de cession d’actif.

Ces plans d’affaires⁴⁷ ont fait l’objet d’une approbation par le Conseil d’administration de la Société le 8 décembre 2022.

⁴⁷ Les plans d’affaires du management intègrent les effets de la norme IFRS 16, ce qui signifie que les charges de loyers ne sont pas prises en compte dans la détermination des flux de trésorerie. Nous avons procédé à un retraitement sur les plans d’affaires de chaque division afin de réintégrer les charges de loyers dans la détermination des flux de trésorerie et n’avons, en conséquence, pas retenu la dette relative aux contrats de location telle que reconnue par IFRS 16 dans le calcul de l’endettement financier net ajusté (cf. §5.3.2 Passage de la valeur d’entreprise à la valeur des fonds propres).



i. Division « AEROSPACE »

Les principales hypothèses du plan d'affaires de cette division⁴⁸, établi sur la période 2023B – 2026E, sont les suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires d'environ 6,6% entre 2022 et 2026 (et 1,5% entre 2023 et 2026), inférieure d'environ 20% aux prévisions de production des constructeurs aéronautique à l'horizon 2026, anticipant des difficultés de la chaîne d'approvisionnement pour soutenir les cadences annoncées lors des prochaines années. Le chiffre d'affaires attendu en fin de plan d'affaires demeure inférieur au niveau pré-Covid (997 M€ en 2019) ;
- Un taux de marge d'EBIT de 9,3% en fin de plan (contre 7,0% en 2022), qui demeure inférieur au niveau observé en 2019 avant la crise sanitaire (12,4% en 2019) ;
- Des dépenses d'investissements (« Capex ») représentant en moyenne 5,7% du chiffre d'affaires sur la période ;
- Un besoin en fonds de roulement s'établissant en moyenne à 29,2% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires.

Le plan d'affaires de la division aéronautique apparaît globalement prudent. Il intègre notamment une inflation des coûts d'exploitation en 2023 partiellement répercutée sur les prix de ventes, un marché de l'emploi difficile, ainsi qu'une progression de l'activité inférieure d'environ 20% aux prévisions de production des constructeurs aéronautiques à l'horizon 2026. Le chiffre d'affaires et le taux de marge d'EBIT attendus en fin de plan demeurent inférieurs aux niveaux pré-Covid.

Extrapolation

Afin de tendre vers une performance normative, nous avons procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 5 années supplémentaires, soit sur la période 2027E - 2031E, en considérant :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires correspondant à celui de la dernière année du plan d'affaires et stable sur la période d'extrapolation ;
- Un taux de marge d'EBIT en hausse progressive afin de le faire converger vers le niveau de marge normatif de 11,0%, qui demeure inférieure au niveau de 2019 avant Covid (12,4%) ;
- Un niveau de CAPEX en proportion du chiffre d'affaires en ligne avec la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires et stable sur la période d'extrapolation ;
- Un BFR en baisse linéaire pour converger vers un niveau normatif de 90 jours du chiffre d'affaires.

Impôts sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition effectif du Groupe, soit 26,8%.

⁴⁸ Nous avons intégré les éliminations intra-Groupe dans le plan d'affaires de la division en proportion du chiffre d'affaires de cette dernière



Comme indiqué ci-avant, les déficits fiscaux reportables n'ont pas été retenus en diminution de la charge d'impôt, mais modélisés séparément et intégrés dans notre calcul de dette financière nette pour leur montant actualisé (cf. §5.3.2).

ii. Division « AUTOMOTIVE »

Les principales hypothèses du plan d'affaires de cette division⁴⁹, établi sur la période 2023B – 2026E, sont les suivantes :

- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires d'environ 4,8% entre 2022 et 2026 (et 2,8% sur la période 2023-2026), intégrant notamment la répercussion d'une part significative de l'inflation sur les prix de vente et une hausse des volumes en début de plan, puis un ralentissement de l'activité à partir de 2025. Le chiffre d'affaires attendu en 2026 apparaît supérieur au niveau pré-Covid (588 M€ en 2019) ;
- Un taux de marge d'EBIT en croissance, pour atteindre 7,2% à la fin du plan d'affaires (contre 5,0% en 2022) ;
- Des Capex représentant en moyenne 6,4% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan ;
- Un besoin en fonds de roulement s'établissant en moyenne à 20,3% du chiffre d'affaires sur la période.

Le plan d'affaires de l'activité automobile anticipe une hausse des volumes et la répercussion d'une part significative de l'inflation sur les prix de vente en début de plan, puis un ralentissement de l'activité à partir de 2025. Le chiffre d'affaires attendu en 2026 devrait être supérieur au niveau pré-covid, de même que le taux de marge d'EBIT (7,2% en 2026 alors que celui-ci oscillait entre 3,7% et 6,6% entre 2017 et 2019). Cette tendance haussière s'explique par une évolution du mix produits vers des pièces à plus forte valeur ajoutée à destination notamment des voitures électriques ainsi que par l'optimisation des processus et de la productivité industrielle via la robotisation. Ce plan d'affaires apparaît globalement équilibré.

Extrapolation

Afin de tendre vers une performance normative, nous avons procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 5 années supplémentaires, soit sur la période 2027E - 2031E, en considérant :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en hausse progressive afin de le faire converger vers le taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif (cf. §5.4.2.2) ;
- Un taux de marge d'EBIT en baisse progressive vers le niveau de marge normatif de 6,5% ;
- Un niveau de CAPEX en proportion du chiffre d'affaires en ligne avec la moyenne 2023-2026 et stable sur la période d'extrapolation ;
- Un BFR en hausse linéaire pour converger vers un niveau normatif de 90 jours du chiffre d'affaires.

⁴⁹ Nous avons intégré les éliminations intra-Groupe dans le plan d'affaires de la division en proportion du chiffre d'affaires de cette dernière



Impôts sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition effectif du Groupe, soit 26,8%.

iii. Division « MEDICAL »

Les principales hypothèses du plan d'affaires de cette division⁵⁰, établi sur la période 2023B – 2026E, sont les suivantes :

- Un développement soutenu de l'activité notamment portée par le nouveau contrat long terme conclu en octobre 2022 avec un acteur du domaine de la chirurgie mini-invasive et valorisé à plus de 170 M\$, se traduisant par une croissance annuelle moyenne de 8,9% entre 2022 et 2026 ;
- Un taux de marge d'EBIT de 13,3% à l'horizon du plan d'affaires, également soutenu par le nouveau contrat ;
- Des Capex représentant en moyenne 11,1% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan ;
- Un besoin en fonds de roulement s'établissant en moyenne à 22,9% du chiffre d'affaires sur la période.

La division médicale prévoit un développement soutenu (TCAM de 8,9%) sur un marché en croissance. LISI MEDICAL est un acteur de taille moyenne avec des opportunités de gain de part de marché. Le niveau de marge d'EBIT attendu en 2026 (13,3%), tiré par le nouveau contrat signé en octobre 2022 avec un acteur majeur de la chirurgie mini-invasive sur les instruments chirurgicaux, devrait être sensiblement supérieur à celui de la période pré-covid (entre 4,3% et 7,1% sur la période 2017 – 2019). Ce plan d'affaires apparaît globalement équilibré.

Extrapolation

Afin de tendre vers une performance normative, nous avons procédé à l'extrapolation du plan d'affaires sur 5 années supplémentaires, soit sur la période 2027E - 2031E, en considérant :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en baisse progressive afin de le faire converger vers le taux de croissance à l'infini retenu dans le flux normatif (cf. §5.4.2.2) ;
- Un taux de marge d'EBIT en baisse progressive dans la mesure où le Management considère que le contrat signé en octobre 2022 (ou un contrat similaire) ne sera pas renouvelé à son expiration, conduisant à une baisse du taux de marge à partir de 2027 pour tendre vers le niveau normatif de 11,0% ;
- Un niveau de CAPEX en proportion du chiffre d'affaires en baisse d'environ 3 pts pour rapport à la moyenne 2023-2026 après un cycle d'investissements conséquents et stable sur la période d'extrapolation ;
- Un BFR en hausse linéaire pour converger vers un niveau normatif de 90 jours du chiffre d'affaires.

⁵⁰ Nous avons intégré les éliminations intra-Groupe dans le plan d'affaires de la division en proportion du chiffre d'affaires de cette dernière



Impôts sur les sociétés

Nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant le taux d'imposition effectif du Groupe, soit 26,8%.

5.4.2.2 Flux normatif

Nous avons déterminé le flux normatif de la manière suivante :

- Un taux de croissance à l'infini de +1,9% a été appliqué au flux normatif de chacune des divisions opérationnelles, en ligne avec le taux d'inflation à long terme attendu par le FMI pour la zone Euro, principal marché du Groupe ;
- Un taux de marge d'EBIT correspondant à celui de la dernière année de la période d'extrapolation, soit
 - 11,0% pour la division AEROSPACE ;
 - 6,5% pour la division AUTOMOTIVE ;
 - 11,0% pour la division MEDICAL.
- Un niveau de Capex correspondant à celui de la dernière année de la période d'extrapolation soit :
 - 4,5% du chiffre d'affaires pour la division AEROSPACE ;
 - 6,0% pour la division AUTOMOTIVE ; et
 - 8,0% pour la division MEDICAL.
- Des dotations aux amortissements fixées au niveau des investissements et une variation de BFR considérée comme nulle.
- Un taux d'impôt normatif de 26,8%, en ligne avec celui des plans d'affaires, a été retenu pour chaque division.

5.4.2.3 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital (CMPC) de chacune des divisions opérationnelles de LISI pour actualiser leurs flux de trésorerie futurs respectifs.

Ces taux d'actualisation ont été estimés respectivement à 8,2%, 8,3% et 8,0% pour la division AEROSPACE, AUTOMOTIVE et MEDICAL, sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,59% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 6 mois au 22 février 2023 – Source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque du marché actions de 5,81% (moyenne 6 mois au 31 janvier 2023 des primes de risques *Associés en Finance*) ;



- D'un bêta désendetté par division déterminé sur la base des comparables boursiers identifiés soit (source : CAPITAL IQ) :
 - 1,02 pour la division AEROSPACE ;
 - 1,04 pour la division AUTOMOTIVE ;
 - 0,98 pour la division MEDICAL.
- D'un coût de la dette avant impôts de 3,2% correspondant au coût moyen pondéré des derniers emprunts souscrits par la Société à la fin de l'exercice 2022 afin de refléter l'évolution des conditions de marché ;
- D'un *gearing* de 17,8% calculé sur la base de la capitalisation boursière au 22 février 2023 (moyenne 3 mois) et de l'endettement financier net au 31 décembre 2022 ;
- D'un taux d'imposition de 26,8% correspondant au taux d'imposition effectif de la Société.

Ces taux d'actualisation apparaissent, selon nous, adaptés aux ambitions limitées traduites dans les plans d'affaires. A titre d'information, les analystes suivant le titre LISI et publiant un taux d'actualisation retiennent des taux compris entre 9,5% et 10,0%⁵¹ supérieurs à ceux utilisés dans nos travaux, étant de plus précisé qu'il s'agit de taux d'actualisation appliqués aux flux du Groupe dans son ensemble quand nous retenons des taux différenciés pour chaque division.

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année à compter du 31 décembre 2022, date à laquelle la dette financière nette ajustée est déterminée.

5.4.2.4 Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de LISI ressort à 1 681,2 M€ dont 66% résulte de la valeur terminale au-delà de l'horizon extrapolé. Compte tenu de la dette nette ajustée, la valeur des fonds propres s'établit à 1 360,4 M€, soit 25,7€ par action LISI en valeur centrale.

Les sensibilités de la valeur par action LISI à une variation combinée (i) du coût moyen pondéré du capital (de -0,25 point à + 0,25 point) et du taux de croissance à l'infini de (-0,25 point à +0,25 point) et (ii) du coût moyen pondéré du capital (de -0,25 point à + 0,25 point) et du taux de marge d'EBIT (de -0,50 point à +0,50 point) sont présentés ci-après.

Figure 30 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du coût moyen pondéré du capital

		Var. du WACC (%)				
		(0,50)%	(0,25)%	0,0 %	0,25 %	0,50 %
Var. du taux de croissance à l'infini (%)	0,50 %	31,3	29,5	27,9	26,4	25,0
	0,25 %	30,0	28,3	26,7	25,3	24,0
	0,0 %	28,7	27,1	25,7	24,4	23,2
	(0,25)%	27,5	26,1	24,7	23,5	22,3
	(0,50)%	26,5	25,1	23,9	22,7	21,6

Sources : analyses FINEXSI

⁵¹ Kepler Cheuvreux et IDMidCaps retiennent un taux d'actualisation de 10,0% (16.10.2023) et 9,5% (26.10.2022) respectivement.



Figure 31 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du coût moyen pondéré du capital et du taux marge d'EBIT

		Var. du WACC (%)				
		(0,50)%	(0,25)%	0,0 %	0,25 %	0,50 %
Var. de la marge d'EBIT	1,00 %	31,8	30,1	28,5	27,0	25,7
	0,50 %	30,2	28,6	27,1	25,7	24,4
	0,0 %	28,7	27,1	25,7	24,4	23,2
	(0,50)%	27,2	25,7	24,3	23,1	21,9
	(1,00)%	25,6	24,2	22,9	21,7	20,6

Sources : analyses FINEXSI

A l'issue de cette analyse, nous retiendrons une fourchette de valeurs comprises entre 24,3€ et 27,1€ avec une valeur centrale de 25,7€. Le Prix d'Offre fait ressortir une décote limitée de -0,5% sur la borne haute de notre fourchette et une prime de +11,0% sur la borne basse.

5.4.3 Sommes des parties - comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

De manière analogue à l'actualisation des flux futurs de trésorerie, nous avons mis en œuvre cette méthode selon une approche par la somme des parties (SOTP) permettant de valoriser distinctement les différentes activités du Groupe en fonction de leurs caractéristiques. De ce fait, nous avons constitué 3 échantillons de comparables distincts pour chaque activité du Groupe (aéronautique, automobile et médicale).

Compte tenu des spécificités de LISI, nous n'avons pas identifié de société cotée suivie de manière satisfaisante par des analystes qui soit pleinement comparable à l'une ou l'autre de ses divisions opérationnelles, que ce soit en termes de mix-produit, de taille, d'implantation géographique ou de niveaux de marge notamment.

Pour ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons sélectionné les comparables de chaque échantillon selon un critère de taille (capitalisation boursière minimum de 100 M€), de *mix-produit*, et de répartition géographique des activités (sociétés opérant en Europe et/ou en Amérique du Nord).

Compte tenu de l'intensité capitalistique des différentes activités et afin de limiter l'impact de la norme IFRS 16 (ou de normes équivalentes), nous avons retenu l'EBIT comme agrégat de référence.



Les échantillons de comparables retenus sont les suivants :

Division AEROSPACE

- HOWMET AEROSPACE, entreprise américaine spécialisée dans l'aéronautique qui opère à travers 3 divisions : *Aerospace*, *Defense & Space* et *Commercial Transportation*. La division *Aerospace* est la plus importante et fabrique des composants structurels et rotatifs de moteurs d'avion comme des boulons, des rivets, des vis, des goujons, des inserts, des systèmes de verrouillage, des écrous, etc. ;
- MTU AERO ENGINES AG est un fabricant allemand de moteurs d'avions et de composants aéronautiques. Il réalise la majorité de son chiffre d'affaires en Amérique du Nord et opère à travers le segment *Commercial Maintenance Business* en tant que MRO (*Maintenance, Repair, Overhaul*) et le segment *Commercial and Military Engine Business* en tant que OEM (*Original Equipment Manufacturer*). Ces deux segments représentent respectivement 64% et 36% de son chiffre d'affaires 2021 ;
- BARNES GROUP est une société américaine qui produit et distribue des pièces mécaniques pour les secteurs de l'aéronautique, de la défense, de l'automobile, de la médecine et de l'énergie ;
- FACC AG est une société autrichienne qui développe, produit et entretient des composants et des systèmes avioniques dans le monde entier. Elle agit en tant que partenaire pour le développement et la production de structures primaires et secondaires du marché aéronautique. Elle propose des composants légers, une expertise en matière de moteurs, des intérieurs de cabine complets (environ 45% du chiffre d'affaires 2021) et un service de maintenance.

Division AUTOMOTIVE

- AMERICAN AXLE & MANUFACTURING HOLDINGS est une entreprise américaine spécialisée dans les technologies de transmission et de formage des métaux pour tout type de véhicules. Le segment *Driveline* propose des produits de transmission, des essieux, des dispositifs de transfert de couple, des arbres de transmission, etc. et représente 68% du chiffre d'affaires de la société pour l'exercice 2021. Le segment *Metal Forming* propose des assemblages de différentiel, des couronnes, des pignons de tige, des moyeux et des surmoulages et représente 32% du chiffre d'affaires ;
- BOSSARD HOLDING AG est une société suisse spécialisée dans les techniques de fixations et d'assemblages industriels. Elle propose des vis, boulons, ressorts en acier, fixations en plastiques, des rivets, des écrous et des rondelles. Elle opère principalement en Europe (58% du chiffre d'affaires 2021), en Amérique (23%) et en Asie (19%) ;
- BUFAB AB est une société suédoise spécialisée dans les pièces de classe C, correspondant à des pièces produites en volumes importants à un faible coût unitaire. Elles englobent la visserie métallique et plastique avec des vis, boulons, écrous, rivets, et autres fixations en métal, en caoutchouc ou en plastique ;



- ELRINGKLINGER AG est une société allemande spécialisée dans les solutions pour moteurs et les pièces de rechange. Elle fabrique des bagues à lèvres avec ressorts, des joints de queue de soupape, des pâtes à joint, des jeux complets de vis et des joints de culasse. Elle réalise 78% de son chiffre d'affaires 2021 en tant qu'équipementier de premier rang (OEM), 13% en marché secondaire et 8% en plastiques techniques.

Division MEDICALE

- NUVASIVE est une société américaine spécialisée dans les interventions médicales sur la colonne vertébrale. Elle opère à travers deux lignes de produits : le matériel pour la colonne vertébrale (implants et produits de fixation) qui représente 75% de son chiffre d'affaires (2021) et le support chirurgical qui représente 25% de son chiffre d'affaires et regroupe différents produits jetables et biologiques ;
- ZIMVIE est une société américaine spécialisée dans les implants orthopédiques (53% du chiffre d'affaires 2021) et dentaires (46%). La société opère principalement sur le territoire américain, qui représente 67% de son chiffre d'affaires ;
- PRIM SA est une société espagnole spécialisée dans les technologies de la santé, de la mobilité et du soin. A travers le segment *Technologie Médicale*, elle réalise 58% de son chiffre d'affaires avec des produits pour les professionnels de la santé (produits de chirurgie tels que des implants orthopédiques pour la colonne vertébrale). Le reste de l'activité de la société correspond à des produits visant à améliorer la mobilité des personnes (attèles, soins de santé, etc.).

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBIT attendues en 2023E-2024E par le consensus des analystes suivant les sociétés susmentionnées, en l'état de l'information disponible.

Tableau 9 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et taux de marge d'EBIT attendues par le consensus des analystes

Comparables	Pays	CA (mEUR)	Croissance de CA		Taux d'EBIT	
			2023e	2024e	2023e	2024e
Division AEROSPACE						
Howmet Aerospace Inc.	Etats-Unis	5 299	8,7 %	8,4 %	18,5 %	19,9 %
MTU Aero Engines AG	Allemagne	5 330	17,3 %	12,1 %	12,2 %	12,5 %
Barnes Group Inc.	Etats-Unis	1 181	5,5 %	4,9 %	12,8 %	13,9 %
FACC AG	Autriche	498	12,5 %	15,6 %	3,3 %	5,2 %
Moyenne Aerospace		3 077	11,0 %	10,2 %	11,7 %	12,9 %
Division AUTOMOTIVE						
American Axle & Manufacturing Holdings, Inc.	Etats-Unis	5 429	4,3 %	2,9 %	4,0 %	4,8 %
Bossard Holding AG	Suisse	960	0,6 %	3,9 %	11,6 %	12,3 %
Bufab AB (publ)	Suède	757	1,3 %	3,6 %	10,9 %	11,0 %
ElringKlinger AG	Allemagne	1 624	3,3 %	5,4 %	4,1 %	5,7 %
Moyenne Automotive		2 193	2,4 %	4,0 %	7,7 %	8,4 %
Division MEDICAL						
NuVasive, Inc.	Etats-Unis	1 125	6,1 %	6,4 %	13,8 %	15,1 %
ZimVie Inc.	Etats-Unis	892	0,7 %	1,0 %	7,6 %	8,9 %
Prim, S.A.	Espagne	169	8,0 %	8,0 %	9,9 %	10,7 %
Moyenne Medical		728	4,9 %	5,1 %	10,4 %	11,6 %

Source : CAPITAL IQ, au 22 février 2023



Pour la division AEROSPACE, le taux de croissance du chiffre d'affaires ainsi que le taux de marge d'EBIT attendus sur la période 2023E-2024E pour l'échantillon de comparables apparaît supérieur à celui de LISI.

Concernant la division AUTOMOTIVE, le taux de croissance du chiffre d'affaires attendu sur la période 2023E-2024E pour l'échantillon de comparables apparaît inférieur à celui de LISI. En revanche, le taux de marge d'EBIT de la division ressort quant à lui inférieur en fin de plan à celui des comparables retenus sur cette même période.

Pour la division MEDICAL, le taux de croissance du chiffre d'affaires attendu sur la période 2023E-2024E pour l'échantillon de comparables apparaît sensiblement inférieur à celui de LISI. Le taux de marge d'EBIT de la division ressort quant à lui supérieur en fin de plan à celui des comparables.

Les multiples d'EBIT 2023E-2024E des sociétés comparables se présentent comme suit :

Tableau 10 - Multiples observés sur les sociétés comparables

Comparables	Capitalisation boursière (mEUR)	Valeur d'entreprise (mEUR)	xEBIT	
			2023e	2024e
Division AEROSPACE				
Howmet Aerospace Inc.	16 397	18 594	17,4x	14,9x
MTU Aero Engines AG	11 583	12 229	16,1x	14,0x
Barnes Group Inc.	2 139	2 477	15,4x	13,6x
FACC AG	282	448	21,5x	11,7x
Moyenne Aerospace	7 600	8 437	17,6x	13,5x
Division AUTOMOTIVE				
American Axle & Manufacturing Holdings, Inc.	1 024	3 327	14,6x	11,8x
Bossard Holding AG	1 706	2 028	14,9x	13,6x
Bufab AB (publ)	9 477	1 154	13,7x	13,2x
ErlingKlinger AG	483	905	12,1x	8,2x
Moyenne Automotive	3 173	1 853	13,8x	11,7x
Division MEDICAL				
NuVasive, Inc.	2 243	2 716	16,4x	14,1x
ZimVie Inc.	245	638	9,7x	8,2x
Prim, S.A.	194	189	8,8x	7,5x
Moyenne Medical	894	1 181	11,6x	9,9x

Source : CAPITAL IQ, au 22 février 2023

Note : Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

Nous avons appliqué les multiples moyens 2023E-2024E aux prévisions d'EBIT des mêmes années issues des plans d'affaires de chaque division de LISI.

Nous avons retenu un EBIT de LISI ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16, c'est-à-dire intégrant les charges de loyers.

Dès lors que nous avons retenu l'EBIT comme agrégat de référence, les éventuelles distorsions liées à l'application ou non de la norme IFRS 16 (ou de normes équivalentes) au sein des sociétés de l'échantillon sont relativement limitées.



En cohérence avec le calcul de dette nette ajustée de LISI (cf. §5.3.2), nous avons retraité la dette IFRS 16 ou ASC 852 (US GAAP)⁵² dans le calcul de l'endettement financier net des comparables.

Sur ces bases, l'application des multiples moyens d'EBIT observés sur les échantillons de comparables aux agrégats 2023B-2024E des différentes divisions de LISI fait ressortir une fourchette de valeur comprise entre 20,6 € et 23,7 € par action. Le prix d'Offre extériorise ainsi des primes respectivement de +31,2% et +14,1% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de la fourchette de valeurs.

5.4.4 Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

La société LISI fait l'objet d'un suivi de la part de 6 analystes⁵³.

Nous présentons ci-après les derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Offre.

Tableau 11 - Derniers objectifs de cours des analystes publiés avant l'annonce de l'Offre⁵⁴

Date	Analyste	Prix cible (€)	Prime sur le prix d'Offre de 27,0€	Recommandation
16/01/23	Kepler Cheuvreux	22,5	20,7 %	Conserver
16/01/23	Oddo BHF	25,0	8,6 %	Surperformance
13/12/22	Gilbert Dupont	25,0	8,6 %	Acheter
12/12/22	Portzamparc	29,1	(6,7)%	Acheter
27/10/22	Stiffel	20,0	35,8 %	Conserver
26/10/22	IDMidCaps	24,0	13,1 %	Renforcer
Moyenne		24,3	11,9 %	
Médiane		24,5	10,8 %	
Min		20,0		
Max		29,1		

Source : Notes d'analystes

- KEPLER CHEUVREUX a revu sa recommandation d'acheter à conserver en raison de la baisse attendue de l'EBIT due à l'inflation et à une croissance des volumes inférieure aux prévisions (pour les divisions Aéronautique et Automobile). Il maintient néanmoins son objectif de cours à 22,5€ ;
- ODDO BHF considère le titre en « *surperformance* » malgré la révision de son objectif de cours à 25 € contre 29 € préalablement. L'analyste estime que le principal défi de l'exercice porte sur la capacité de LISI à répercuter les coûts (liés à l'énergie et aux salaires) dus à l'inflation ;

⁵² Dette relative aux contrats de locations.

⁵³ KEPLER CHEUVREUX, ODDO BHF, GILBERT DUPONT, PORTZAMPARC, STIFFEL, IDMIDCAPS

⁵⁴ Prime calculée sur le prix d'Offre 27,0€, augmenté du dividende de 0,15€ par action qui sera versé aux actionnaires avant l'ouverture de l'Offre.



- GILBERT DUPONT abaisse son objectif de cours à 25,0 € contre 27,7 € précédemment au 21 octobre 2022, sans modifier sa recommandation « acheter » ;
- PORTZAMPARC maintient sa recommandation à l'achat avec un objectif de cours à 29,1 €. L'analyste prévoit une croissance organique à deux chiffres et une progression de la rentabilité en 2022 et 2023 ;
- STIFFEL recommande de conserver le titre et réhausse son objectif de cours à 20,0 € contre 19,0 € précédemment ;
- IDMIDCAPS abaisse son objectif de cours à 24,0 € (contre 26,0 € précédemment). L'analyste indique que l'inflation observée devrait limiter la rentabilité de LISI. Malgré des fondamentaux « très bons », la visibilité sur les marges reste pour le moment trop faible pour recommander le titre à l'achat.

Les objectifs de cours des analystes publiés avant l'annonce de l'Offre ressortent ainsi dans une fourchette comprise entre 20,0 € et 29,1 € avec une moyenne de 24,3 € par action LISI. Le prix d'Offre de 27,0 € par action LISI (augmenté du dividende de 0,15 € par action) extériorise une prime de +11,9% sur la moyenne des objectifs de cours.

5.4.5 Transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachats total ou partiel d'entreprises cotées ou non, intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète et fiable sur les cibles et les conditions des transactions.

Cette méthode a été mise en œuvre sur la base d'une approche globale (et non par la somme des parties) dans la continuité stratégique du périmètre actuel de LISI, dans la mesure où il n'est pas envisagé de cession des différentes divisions du groupe LISI de manière distincte.

Nous avons analysé les transactions intervenues au cours des 7 dernières années sur des sociétés appartenant à l'un des secteurs dans lequel évolue LISI et portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%).

Les transactions identifiées n'apparaissent toutefois pas pleinement comparables du fait notamment de différences de positionnement, de taille et de profil de croissance et de rentabilité. Nous n'avons en particulier identifié aucune transaction portant sur une société ayant un mix d'activité relativement comparable à celui de LISI (les transactions identifiées ne portent que sur une seule des divisions de LISI), raison pour laquelle nous présentons cette méthode à titre indicatif.

Nous avons retenu les 8 transactions suivantes :

- TENNECO INC est une entreprise américaine spécialisée dans la fabrication de composants et de systèmes de transmission à air pur pour véhicules légers, camions commerciaux et sports automobiles ;
- KOIVUNEN OY est une entreprise finlandaise qui importe et distribue des pièces détachées pour véhicules, ainsi que des produits de visserie et de fixation ;



- COMPONENTS SOLUTIONS GROUP est un distributeur américain d'éléments de fixation et d'autres composants de classe C ;
- VGV SRL est un fabricant et distributeur italien d'éléments de fixation, de vis et d'autres produits métalliques semi-finis ;
- ASCO INDUSTRIES est une société belge spécialisée dans le développement et la fabrication de produits aérospatiaux et de composants d'avions ;
- INDUSTRIA METALLURGICA CARMAGNOLESE SRL est une société italienne spécialisée dans les composants automobiles ;
- METALDYNE PERFORMANCE GROUP est une entreprise américaine qui produit et vend des composants destinés aux groupes motopropulseurs et aux plateformes de sécurité dans le monde entier ;
- HALDEX AB est une société suédoise spécialisée dans les composants automobiles.

Les multiples d'EBIT extériorisés par l'échantillon de transactions comparables se présentent comme suit :

Tableau 12 - Multiples observés sur les transactions comparables

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xEBIT
nov.-22	Tenneco Inc.	Etats-Unis	Apollo Global Management, Inc. (NYSE:APO)	100 %	6 689	11,4x
juin-22	Koivunen	Finlande	Mekonomen AB	100 %	121	13,1x
sept.-21	Component Solutions Group (100% Stake)	Etats-Unis	Bufab Holding AB	100 %	30	12,0x
oct.-18	Vgv Srl (68% Stake)	Italie	Sbe Varvit S.p.A.	68 %	38	10,2x
mai-18	Asco Industries	Belgique	Spirit AeroSystems	100 %	546	12,2x
sept.-17	Industria Metallurgica Carmagnolese Srl (75% Stake)	Italie	Mittel Private Equity SpA	75 %	45	4,7x
avr.-17	Metaldyne Performance Group Inc.	Etats-Unis	American Axle & Manufacturing Holdings, Inc. (NYSE:AXL)	100 %	2 945	13,0x
juil.-16	Haldex AB (96,4% Stake)	Suède	SAF Holland SA	96 %	483	13,7x
Moyenne						11,3x

Sources : MERGERMARKET, analyses FINEXSI

Nous avons appliqué les multiples moyens d'EBIT aux agrégats 2019 et 2022 de la Société dans la mesure où les EBIT 2020 et 2021 de LISI n'apparaissent pas représentatifs en raison de l'impact de la pandémie.

Sur ces bases, il ressort une fourchette de valeurs comprises entre 12,6 € et 27,0 € par action LISI. Le prix d'Offre extériorise une prime de +114,4% par rapport à la borne inférieure de la fourchette, la borne supérieure étant égale au prix de l'Offre.

L'écart significatif observé au sein de la fourchette s'explique par les agrégats retenus, l'EBIT 2019 représentant un point historiquement haut que la Société ne prévoit pas d'atteindre de nouveau avant 2026, et l'EBIT 2022 n'étant pas pleinement représentatif d'un niveau normatif en raison des impacts résiduels de la pandémie et de l'inflation.

Pour ces raisons, cette méthode est présentée à titre indicatif uniquement.



6. Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont décrits au § 2.12 du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Le protocole d'accord ;
2. Le pacte d'actionnaires CID, entre VMC et CIKO ;
3. Le pacte d'actionnaires entre CID, VMC et PEUGEOT INVEST ;
4. L'engagement CID (y compris la résiliation du pacte existant).

6.1 Le protocole d'accord

Un protocole d'accord (ci-après le « Protocole ») a été conclu, le 23 février 2023, entre les principaux actionnaires de CID, à savoir CIKO, VMC, PEUGEOT INVEST et sa filiale à 100% PEUGEOT INVEST ASSETS (ou les « Parties »).

Ce Protocole décrit les engagements des Parties dans le cadre de la mise en œuvre de l'Offre et les modalités de la réduction de capital de CID non motivée par des pertes qui sera réalisée, sous certaines conditions suspensives, à l'issue de l'Offre (le projet d'Offre et la réduction de capital de CID formant ensemble « l'Opération »).

Projet d'OPRA

L'OPRA a pour objectif d'offrir aux actionnaires minoritaires de LISI une liquidité immédiate et partielle dans des proportions et à des conditions que le marché ne leur offre pas actuellement, tout en permettant à LISI de poursuivre sa stratégie actuelle.

Dans ce cadre :

- *« chacune des sociétés CIKO, VMC, Peugeot Invest et Peugeot Invest Assets, se sont engagées, sans solidarité entre elles, dans la limite de leurs pouvoirs en qualité d'actionnaires de CID, et d'administrateurs de LISI, à voter en faveur du projet d'Offre pour autant que celui-ci soit recommandé par le comité ad hoc ;*
- *chacune des sociétés CIKO et VMC se sont engagées à faire en sorte que CID vote, à l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de LISI, en faveur de la Résolution d'OPRA. De même, Peugeot Invest et Peugeot Invest Assets se sont engagées à voter à l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de LISI en faveur de la Résolution d'OPRA ».*



Par ailleurs, CIKO et VMC s'engagent à faire en sorte que CID n'apporte aucune de ses actions Lisi à l'Offre.

VMC, en qualité d'actionnaire de LISI, s'engage également à n'apporter aucun de ses titres LISI à l'Offre, tandis que, PEUGEOT INVEST ASSETS s'est engagé à apporter la totalité de ses actions LISI à l'Offre.

Réduction de capital de CID

La réduction de capital de CID non motivée par des pertes a pour objectif de répondre à la demande de liquidité de PEUGEOT INVEST et de permettre aux autres actionnaires minoritaires de CID qui le souhaitent de bénéficier également de cette liquidité.

Cette réduction de capital sera réalisée par CID à l'issue de l'Offre, par voie de rachat de ses propres actions en vue de leur annulation et portera sur un nombre maximal d'actions de 66 625 actions représentant 41,77% du capital de CID.

Cette réduction de capital sera réalisée par remise de titres LISI détenus par CID et un versement en numéraire.

La valeur de l'action CID a été déterminée sur la base de son actif net réévalué au 31 décembre 2022, en retenant un cours de référence de l'action LISI de 20 €, affecté d'une décote de 20%.

Sur ces bases, la contrepartie par action CID sera de 141,70 actions LISI et 233,13 € en numéraire. Il est précisé que le montant de la contrepartie en numéraire sera ajusté pour tenir compte de la trésorerie disponible de CID par rapport à celle existant au 31 décembre 2022, résultant de l'éventuel dividende relatif à l'exercice 2022 perçu par CID au titre de sa participation dans LISI, ou de toute autre distribution effectuée par LISI avant la réalisation de la réduction de capital.

Dans le cas où le nombre de titres apportés à l'OPRA serait inférieur au nombre maximum de titres visés (non-saturation de l'OPRA), le nombre d'actions CID objet de la réduction de capital et le nombre d'actions LISI pouvant être remis par CID en contrepartie de celle-ci sera réduit en conséquence, de sorte qu'à l'issue de la réduction de capital CID et VMC détiennent ensemble au moins 50,1% du capital de LISI. Dans cette hypothèse, la partie payée en numéraire pour chaque action CID pourra être augmentée, dans la limite d'un endettement financier net de CID de 10 M€ au maximum à l'issue de la réduction de capital.

En cas de succès de l'OPRA (saturation de l'Offre entraînant une relation plus importante de CID au capital de LISI), la réduction de capital de CID pourrait, tout en respectant son objectif de détenir conjointement avec VMC plus de 50,1% du capital de LISI, permettre d'offrir une liquidité totale à PEUGEOT INVEST et aux autres actionnaires minoritaires de CID qui le souhaitent en rachetant la totalité des actions CID qu'ils détiennent. Dans ces circonstances, CIKO et VMC détiendraient ensemble la totalité du capital de CID à l'issue de la réduction de capital.

Nous avons pris connaissance et analysé de manière détaillée les modalités de détermination de la valeur par action CID ainsi que les différents scénarios de réduction de capital de CID en fonction du nombre de titres LISI apportés à l'OPRA.



Il ressort que le prix de référence de 20,0 € par action LISI, affecté d'une décote de 20%, retenu pour valoriser les actions CID est inférieur au prix d'Offre de 27,0 €. Ce prix de référence affecté d'une décote est la contrepartie de l'accès à la liquidité au niveau de CID et a pour conséquence une relation de CIKO et VMC (cf. analyse des conséquences de l'opération pour la présentation de la structure actionnariale après réalisation de l'ensemble des opérations - § 7.3).

En conséquence, les dispositions du Protocole, en particulier les modalités de la réduction de capital envisagée au niveau de CID ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.2 Pacte d'actionnaires CID entre VMC et CIKO

VMC et CIKO (« les Parties » ou « les actionnaires familiaux ») ont conclu le 23 février 2023, pour une durée de 20 ans, un pacte d'actionnaires.

Il s'agit d'un pacte concertant, qui entrera en vigueur à la date de réalisation de la réduction de capital de CID (et donc sous condition que celle-ci se réalise).

Nous avons obtenu ce pacte d'actionnaires que nous avons examiné. Il contient notamment des dispositions relatives à la conservation des titres CID détenus par les actionnaires familiaux, au maintien de la participation au niveau de LISI, et à la gouvernance au niveau de CID et de LISI.

Actionnariat de CID

Les Parties s'engagent à ne pas céder à des tiers les actions CID qu'elles détiennent pendant la durée du pacte et à maintenir à tout moment leurs participations relatives dans CID en cas de rachat d'actions CID auprès des actionnaires minoritaires.

Le pacte ne prévoit pas de clause de liquidité au niveau de CID pour les actionnaires familiaux, autres que le mécanisme de dissolution de CID (ou le cas échéant de fusion avec LISI) dans l'hypothèse d'un désaccord entre les actionnaires familiaux, qui ne se résoudrait pas à l'issue d'une procédure de médiation.

Gouvernance de CID

Le pacte stipule que CIKO et VMC seront représentées de manière strictement égalitaire au Conseil d'administration, le Président du conseil d'administration étant nommé sur proposition de CIKO et le Directeur Général sur proposition de VMC, également administrateur.

Il est par ailleurs prévu que certaines décisions importantes seront prises à la majorité des trois quarts au sein du Conseil d'administration.

Actionnariat de LISI

CIKO et VMC s'engagent à maintenir une participation directe et indirecte (notamment à travers CID) dans LISI de telle sorte que CID et VMC détiennent conjointement à tout moment la majorité du capital de LISI.



Gouvernance de LISI

Le pacte stipule que le conseil d'administration de LISI comprendra notamment un nombre égal de membres nommés sur proposition de CIKO et VMC.

Les parties s'engagent également, au titre de leurs participations directes ou indirectes au capital de LISI, à suivre les positions adoptées par le Conseil d'administration de CID aux assemblées générales de LISI.

Les conditions de ce pacte d'actionnaires ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.3 Pacte d'actionnaires entre CID, VMC, PEUGEOT INVEST et PEUGEOT INVEST ASSETS

CID, VMC, PEUGEOT INVEST et PEUGEOT INVEST ASSETS ont conclu un pacte d'actionnaires concernant la société LISI, le 23 février 2023, pour une durée de 5 ans à compter de la réalisation de la réduction de capital de CID (sous condition de la réalisation de celle-ci).

Nous avons obtenu ce pacte d'actionnaires que nous avons examiné. Il contient notamment des dispositions relatives à la gouvernance au niveau de la Société et à l'encadrement du transfert des titres LISI détenus par PEUGEOT INVEST et/ou ses affiliés.

Gouvernance au niveau de la Société

Les dispositions en matière de gouvernance définissent les règles relatives à la représentation de PEUGEOT INVEST au Conseil d'administration de LISI, en fonction du niveau de participation de PEUGEOT INVEST et de ses affiliés au capital de LISI. Ces dispositions n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

Restrictions aux transferts de titres

PEUGEOT INVEST et ses affiliés s'engagent à faire leurs meilleurs efforts pour que leur participation devienne inférieure à 5 % du capital social de LISI dans un délai raisonnable à compter de la réalisation de la réduction de capital de CID.

Il est par ailleurs prévu certaines restrictions au transfert de titres LISI détenus par PEUGEOT INVEST et ses affiliés, et notamment de faire en sorte que PEUGEOT INVEST et ses affiliés ne cèdent pas leurs titres LISI à un concurrent à un actionnaire activiste, ou une entité faisant l'objet de sanctions au titre de la réglementation sur les sanctions internationales (lorsque l'identité du bénéficiaire du transfert peut être connue de PEUGEOT INVEST et/ou ses affiliés).

Il est également prévu de faire en sorte que la cession des actions détenues par PEUGEOT INVEST et ses affiliés soit réalisée de manière ordonnée, conformément aux pratiques de marché, afin de limiter les effets de ces cessions sur le cours de bourse de la Société.

Absence de concert

Il est convenu que PEUGEOT INVEST et ses affiliés, d'une part, et CID et VMC, d'autre part, n'agissent pas de concert et n'ont pas l'intention d'agir à l'avenir de concert vis-à-vis de la Société.



Selon notre analyse, le pacte d'actionnaires ne comporte pas de clause financière au bénéfice de PEUGEOT INVEST et/ou de ses affiliés, assimilable à un complément ou à un ajustement de prix des actions LISI apportées à l'Offre ou des actions CID rachetées dans le cadre de la réduction de capital.

Les conditions du pacte d'associés ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.4 L'engagement CID (y compris la résiliation du pacte existant)

En application du Protocole, il est convenu que dans l'hypothèse où à l'issue de la réalisation de la réduction de capital de CID, PEUGEOT INVEST et/ou ses affiliés détiendraient encore des actions CID, VMC et CIKO feront leurs meilleurs efforts pour que CID offre à l'ensemble de ses actionnaires autres que VMC et CIKO, dans un délai raisonnable à compter de la réalisation de la réduction de capital, une liquidité, exclusivement sous forme de remise d'actions LISI.

Il est prévu une parité de 153 actions LISI à remettre pour 1 action CID (étant précisé que cette parité sera ajustée pour tenir compte de l'éventuelle augmentation de la trésorerie disponible de CID par rapport à celle existant au 31 décembre 2022, résultant de l'éventuel dividende relatif à l'exercice 2022 perçu par CID au titre de sa participation dans LISI, ou de toute autre distribution effectuée par LISI avant la réalisation de la réduction de capital), tout en permettant à CID et VMC de conserver ensemble 50,1 % du capital de LISI.

L'engagement stipule également que PEUGEOT INVEST fera en sorte que, ou, selon le cas, fera ses meilleurs efforts pour que ses représentants au Conseil d'administration de CID démissionnent de leurs mandats à compter de la réalisation de la réduction de capital.

L'engagement demeurera en vigueur pendant une durée de 5 ans à compter de la date de réalisation de la réduction de capital (sous condition de la réalisation de celle-ci).

La parité prévue dans l'engagement CID de 153 actions LISI pour 1 action CID, établie par convention est légèrement inférieure à celle retenue dans le cadre de la réduction de capital.

Par ailleurs, PEUGEOT INVEST, CIKO et VMC ont signé un acte de résiliation mettant fin au pacte actuellement en vigueur entre elles relatif à CID, sous condition suspensive de la réalisation de la réduction de capital de CID et avec effet à cette date.

Dans ces conditions, l'engagement CID n'est pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.



7. Analyse financière de l'Opération

7.1 Approche retenue

Nous avons analysé les conséquences théoriques de l'Opération⁵⁵ sur :

- La structure financière postérieurement à l'Offre de LISI ;
- L'actionnariat de LISI et de CID post-Opération ainsi que l'incidence de l'Opération sur la situation des actionnaires historiques ;
- La relation / dilution du résultat net par action de LISI post-Opération ;
- Le cash-flow et les conventions bancaires de LISI.

Les conséquences de l'Opération sont fonction du taux de succès de l'OPRA et du nombre de titres visés par la réduction de capital de CID.

En conséquence, nos analyses ont été conduites selon deux scénarios d'apport à l'OPRA par les actionnaires existants :

- (i) Apport à l'OPRA de la totalité des actions détenues par PEUGEOT INVEST (via sa filiale à 100% PEUGEOT INVEST ASSETS), représentant 36% des titres visés (pour mémoire, PEUGEOT INVEST s'est engagé à apporter l'intégralité de ses titres LISI détenus à travers sa filiale à 100% PEUGEOT INVEST ASSETS à l'Offre) et aucun apport de titres par les autres actionnaires minoritaires de LISI ;
- (ii) Apport à l'OPRA de la totalité des actions visées par tous les actionnaires à proportion de leurs participations respectives.

7.2 Analyse de la structure financière postérieurement à l'Offre

L'Offre porte sur le rachat, en vue de leur annulation, d'un nombre maximum de 7 576 004 actions LISI, au prix de 27,0 € par action. Le paiement du prix d'acquisition de 100% des actions visées par l'Offre s'élèverait à un montant de 204,6 M€.

Pour le financement du prix d'acquisition de 100% des actions visées, il est prévu la souscription par LISI d'une nouvelle dette bancaire d'un montant maximum de 200 M€, le solde du prix d'acquisition, soit 4,6 M€, étant financé par la trésorerie disponible de la Société.

Le financement bancaire d'un montant maximum de 200 M€ aura une maturité de 5 ans (2028) et portera intérêt au taux Euribor 3 mois + 1,35%.

Dans l'hypothèse où la totalité des titres LISI visés ne seraient pas apportés à l'OPRA (OPRA non saturée), la ligne de financement ne sera tirée qu'à hauteur des besoins de la Société, en fonction du taux de succès de l'Offre.

⁵⁵ Pour mémoire l'Opération s'entend comme un tout avec le projet d'Offre et la réduction de capital de CID.



Nous présentons ci-après l'évolution de l'endettement financier net entre le 31 décembre 2022 et le 31 décembre 2023, soit avant et après la réalisation de l'Offre, dans l'hypothèse où l'OPRA serait saturée.

Figure 32 - Evolution de la structure financière de la Société post-Offre

en m€	Pré-Offre	Passage			Post-Offre	
	31/12/2022	Souscription de la nouvelle dette	Financement de l'Offre - part de l'Emprunt	Financement de l'Offre - part de l'Offre - part Trésorerie	Flux net de trésorerie de la période après dividendes	31/12/2023
Dettes financières	430,9	200,0				630,9
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(144,1)	(200,0)	200,0	4,6	(21,3)	(160,8)
Retraitement IFRS 16	(95,3)					(95,3)
Dettes financières nettes (excl. IFRS 16)	191,5	-	200,0	4,6	(21,3)	374,8
Participation des salariés	4,7					4,7
Dettes liées à IFRS 16	95,3					95,3
Dettes financières nettes (incl. IFRS 16)	291,5	-	200,0	4,6	(21,3)	474,8

Sources : Société, analyses FINEXSI

Post-Offre, la Société se trouverait en position d'endettement financier net à hauteur de 374,8 M€ (hors dettes IFRS 16 et participation des salariés) au 31 décembre 2023, après souscription de la nouvelle dette, financement de l'Offre (pour 100% des titres visés), et prise en compte du flux net de trésorerie après dividendes généré au cours de l'exercice 2023.

7.3 Analyse de la structure actionnariale post-Opération

Les actions LISI apportées à l'OPRA seront annulées, entraînant une diminution du nombre d'actions LISI en circulation.

Nous analysons ci-après les conséquences de l'OPRA et de la réduction de capital de CID sur les actionnariats de LISI et de CID, selon les deux scénarios de souscription à l'OPRA décrits ci-avant.

Figure 33 – Actionnariat potentiel de la Société et de CID post-Opération

	# actions	%	Cas n°1 - Apport de la totalité des titres PI soit 36% des titres visés par l'OPRA		Cas n°2 - Apport de 100% des titres visés par l'OPRA		
			# actions	%	# actions	%	
			Pré-Opération		Post-OPRA		
Actionnariat de LISI	CID	29 643 620	54,8 %	29 643 620	57,7 %	29 643 620	63,7 %
	VMC	3 112 818	5,8 %	3 112 818	6,1 %	3 112 818	6,7 %
	CID et VMC	32 756 438	60,5 %	32 756 438	63,8 %	32 756 438	70,4 %
	PI à travers sa filiale Peugeot Invest Assets	2 750 000	5,1 %	-	0 %	1 723 799	3,7 %
	Autres mandataires	204 495	0,4 %	204 495	0,4 %	128 185	0,3 %
	Flottant / Salariés	17 347 579	32,1 %	17 347 579	33,8 %	10 874 086	23,4 %
	Sous-total flottant	20 302 074	37,5 %	17 552 074	34,2 %	12 726 070	27,3 %
	Total hors auto-détention	53 058 512	98,0 %	50 308 512	97,9 %	45 482 508	97,7 %
	Auto-détention	1 055 805	2,0 %	1 055 805	2,1 %	1 055 805	2,3 %
	Total	54 114 317	100 %	51 364 317	100 %	46 538 313	100 %
			Post-OPRA et Réduction du Capital de CID				
Actionnariat de CID	CIKO	48 300	30,3 %	48 300	45,7 %	48 300	52,0 %
	VMC	44 570	27,9 %	44 570	42,2 %	44 570	48,0 %
	PI	40 498	25,4 %	7 728	7,3 %	-	0 %
	Autres actionnaires	26 127	16,4 %	4 986	4,7 %	-	0 %
	Total	159 495	100 %	105 584	100 %	92 870	100 %
			Post-OPRA et Réduction du Capital de CID				
Actionnariat de LISI	CID			22 620 705	44,0 %	20 202 877	43,4 %
	VMC			3 112 818	6,1 %	3 112 818	6,7 %
	CID et VMC			25 733 523	50,1 %	23 315 695	50,1 %
	PI à travers sa filiale Peugeot Invest Assets			4 268 878	8,3 %	7 462 354	16,0 %
	Autres mandataires			204 495	0,4 %	128 185	0,3 %
	Autres Actionnaires CID			2 754 037	5,4 %	3 702 188	8,0 %
	Flottant / Salariés			17 347 579	33,8 %	10 874 086	23,4 %
	Sous-total flottant			24 574 989	47,8 %	22 166 813	47,6 %
	Total hors auto-détention			50 308 512	97,9 %	45 482 508	97,7 %
	Auto-détention			1 055 805	2,1 %	1 055 805	2,3 %
Total			51 364 317	100 %	46 538 313	100 %	

Note : l'actionnariat pré-opération de Lisi est tel qu'il est présenté dans le projet de note d'information au 3 mars 2023

Source : analyses FINEXSI

L'impact des différentes étapes de l'Opération sur les actionnariats de LISI et de CID appelle de notre part les commentaires suivants :

- Le nombre d'actions composant le capital de LISI après réalisation de l'Offre décroît à mesure que le taux de succès de l'OPRA augmente, de sorte que, en cas d'apport de l'intégralité des actions visées par l'Offre, le capital de LISI sera composé de 46 538 313 actions, soit une réduction de capital maximum de 14,0% ;
- Dans le cas où la totalité des actions visées seraient apportées à l'Offre par tous les actionnaires à proportion de leurs participations respectives (cas n°2), PEUGEOT INVEST conserverait environ 1 723 799 actions LISI à l'issue de l'Offre du fait de l'application du mécanisme de réduction ;
- En cas de saturation de l'OPRA et de rachat de la totalité des 66 625 actions CID visées par la réduction de capital au niveau de cette dernière, le capital de CID post-Opération serait détenu uniquement par les actionnaires familiaux CIKO (52,0%) et VMC (48,0%) ;



- S'agissant de l'actionnariat de LISI post-Opération, et en considérant les deux scénarios de souscription à l'OPRA :
 - CID détiendrait entre 44,0% et 43,4% du capital (respectivement en cas de souscription à l'OPRA par PEUGEOT INVEST uniquement ou en cas d'apport de 100% des titres visés) ;
 - VMC détiendrait entre 6,1% et 6,7% du capital, de sorte que CID et VMC détiennent de concert 50,1% du capital de LISI post-Opération, et ce quel que soit le niveau de souscription à l'OPRA ;
 - PEUGEOT INVEST détiendrait directement entre 8,3% et 16,0% du capital, du fait des titres LISI qui lui auraient été remis en rémunération de la réduction de capital de CID ;
 - Le capital flottant de LISI post-Opération⁵⁶, c'est-à-dire après annulation des titres rachetés dans le cadre de l'Offre et après réduction de capital de CID (laquelle sera réalisée par remise de titres LISI détenus par CID et un versement en numéraire), représenterait entre 24 574 989 et 22 166 813 actions LISI (respectivement en cas de souscription à l'OPRA par PEUGEOT INVEST uniquement ou en cas d'apport de 100% des titres visés), soit un niveau supérieur au capital flottant avant réalisation de l'OPRA (20 302 074 actions)⁵⁷. Par conséquent, la liquidité du titre LISI sur le marché ne devrait pas être affectée par l'Opération.

7.4 Analyse de la dilution / relation du résultat net par action de LISI post-Opération

Nous avons analysé l'impact de l'Opération sur le résultat net par action de la Société, entre 2023-2028, en tenant compte :

- Du résultat net pré-Opération issu du plan d'affaires consolidé communiqué par le management de la Société ;
- De l'impact sur le résultat net de la charge d'intérêts (après impôts) supplémentaire liée au nouvel emprunt souscrit pour le financement de l'Opération, le montant de l'emprunt tiré et donc la charge d'intérêts étant fonction du niveau de souscription à l'OPRA ;
- Du nombre total d'actions composant le capital de LISI post-Opération en fonction des deux scénarios présentés ci-avant, retraité de l'auto-détention.

Il ressort, dans tous les cas, pour l'actionnaire qui resterait au capital de LISI post-Opération, un impact relatif sur le résultat net par action LISI, compris entre +2,8% et +15,2% selon le niveau de souscription à l'OPRA.

⁵⁶ Incluant les titres détenus par PEUGEOT INVEST, par les autres mandataires, par les autres actionnaires de CID, par les autres actionnaires minoritaires et les salariés mais hors auto-détention.

⁵⁷ Incluant les titres détenus par PEUGEOT INVEST, par les autres mandataires, par les autres actionnaires minoritaires et les salariés mais hors auto-détention.



7.5 Analyse de l'endettement complémentaire sur le cash-flow et les covenants bancaires de LISI

Nous avons analysé l'incidence de la nouvelle dette souscrite pour le financement de l'OPRA sur le cash-flow et les covenants bancaires de la Société entre 2023-2028.

Concernant l'évolution du cash-flow disponible post-Opération, nous avons tenu compte :

- Du Cash-Flow opérationnel issu du plan d'affaires consolidé du management ;
- Du remboursement sur la durée de la dette souscrite pour le financement de l'OPRA et des intérêts afférents (après impôts) ;

La Société nous a indiqué que le groupe LISI refinance systématiquement ses dettes « *Corporate* » (c'est-à-dire l'ensemble des dettes financières historiques contractées au 31 décembre 2022) lorsque celles-ci arrivent à échéance, et continuera à le faire dans le futur. Par conséquent, nous avons retenu ce principe de refinancement systématique dans nos analyses et n'avons pas intégré l'amortissement de la dette « *Corporate* » historique dans la détermination du Free-Cash-Flow post-Opération. Seul l'amortissement de la dette souscrite pour le financement de l'OPRA est donc pris en compte.

Il ressort de nos analyses qu'après prise en compte de l'endettement supplémentaire, les Free-Cash-Flow post-Opération restent positifs quel que soit le scénario étudié, excepté pour l'année 2028 en cas de saturation de l'OPRA, avec un *free cash-flow* légèrement négatif, ce qui n'est pas de nature à remettre en cause la continuité d'exploitation de la Société.

Concernant les covenants la Société est soumise au respect des ratios suivants :

- *Gearing consolidé* (endettement financier net / fonds propres) < 1,2 ;
- *Leverage consolidé* (endettement financier net / EBITDA) < 3,5 ; et
- *Couverture de charge d'intérêts* (charge nette d'intérêts / EBITDA) < 4,5.

Selon nos analyses, et sur la base du plan d'affaires consolidé du management, en cas de tirage du montant maximum du nouvel emprunt, soit 200 M€, les covenants bancaires seraient toujours respectés.

Il ressort que l'endettement complémentaire de LISI, pour un montant maximum de 200 M€, n'est donc pas de nature à remettre en cause la réalisation du plan d'affaires consolidé du Groupe sur son périmètre actuel, étant rappelé que celui-ci est établi sur une base *standalone*, sans croissance externe, laquelle est impossible à modéliser compte tenu des prix d'acquisitions, des synergies ou di-synergies et des risques d'exécution.

La Société aura la capacité de rembourser sa nouvelle dette tout en poursuivant sa stratégie actuelle.

L'endettement complémentaire pourrait toutefois limiter la capacité du Groupe à réaliser, à court ou moyen terme, une opération de croissance externe d'envergure si celle-ci devait être financée par de la dette.

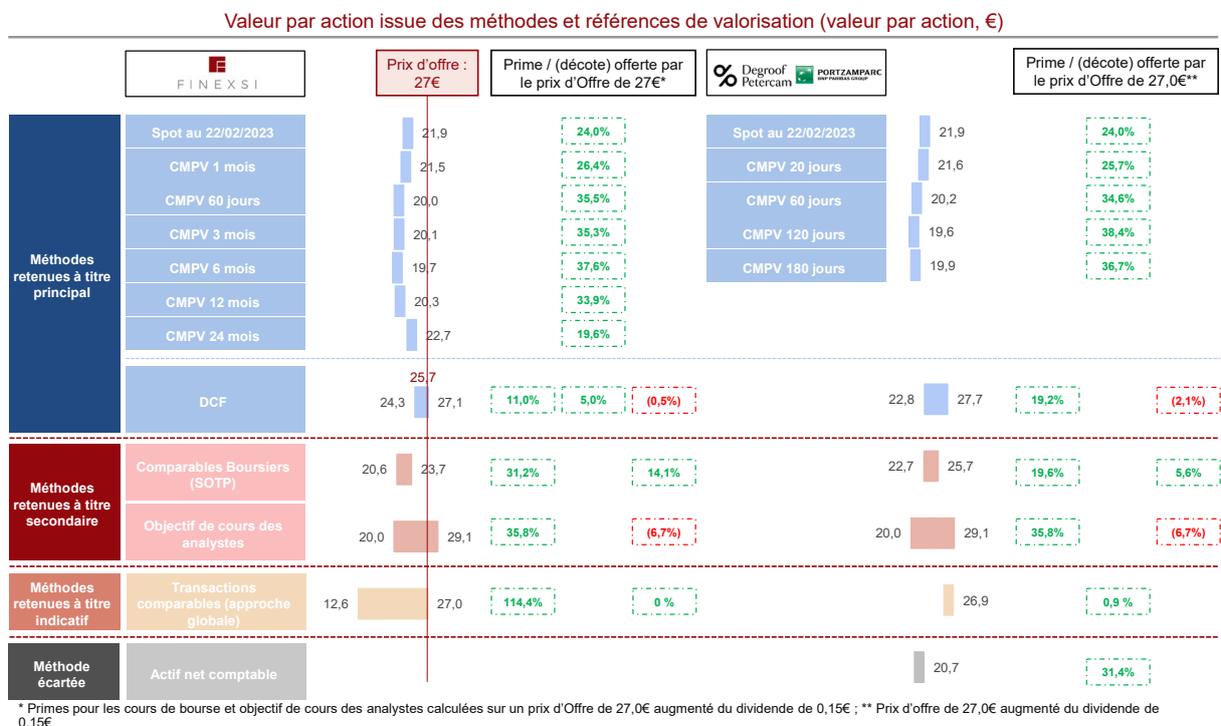
8. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'Etablissement Présentateur

DEGROOF PETERCAM et BNP PORTZAMPARC agissant en tant qu'Etablissements Présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Etablissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 34 - Comparaison des travaux de valorisation de FINEXSI et des Etablissements Présentateurs



Sources : analyses FINEXSI, projet de note d'information

8.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de LISI, les Etablissements Présentateurs ont retenu les méthodes et références suivantes, à savoir la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, la méthode des comparables boursiers et le cours de bourse à titre principal et la méthode des transactions comparables, la référence aux objectifs de cours des analystes et la référence à l'actif net comptable consolidé à titre indicatif.



FINEXSI, pour sa part, retient la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels et la référence au cours de bourse à titre principal, la méthode des comparables boursiers et la référence aux objectifs de cours des analystes à titre secondaire, et les transactions comparables à titre indicatif. FINEXSI a écarté la référence à l'actif net comptable consolidé.

Les Etablissements Présentateurs ont, tout comme FINEXSI, écarté les références et méthodes suivantes : l'actif net réévalué et l'actualisation des dividendes futurs.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

8.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

8.2.1 Données de référence

8.2.1.1 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les Etablissements Présentateurs ont retenu dans le cadre de la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux prévisionnels et pour la méthode des transactions comparables, une dette nette ajustée de 408 M€ (incluant IFRS 16) au 31 décembre 2022. Dans le cadre de la méthode des comparables boursiers, ces derniers ont en revanche retenu une dette nette ajustée de 313 M€ (excluant la dette liée à IFRS 16) au 31 décembre 2022.

FINEXSI, pour sa part, a retenu une dette nette ajustée de 321,0 M€ (excluant la dette liée à IFRS 16) au 31 décembre 2022.

La dette nette retenue par FINEXSI et celle retenue par les Etablissements Présentateurs sont donc très proches si l'on exclut la dette liée à IFRS 16 et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.2.1.2 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par les Etablissements Présentateurs est de 54,1 millions au 31 décembre 2022.

FINEXSI, pour sa part, a retenu un nombre d'actions de 52,9 millions retraitant les 1,1 million d'actions auto-détenues au 31 décembre 2022.

8.2.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

8.2.2.1 Concernant les prévisions considérées

FINEXSI et les Etablissements Présentateurs ont tous deux menés leurs travaux sur la base des plans d'affaires par division 2023E-2026E établis par le management de LISI, étant précisé que les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont considéré une période d'extrapolation supplémentaire de respectivement 4 ans pour les Etablissements Présentateurs et 5 ans pour FINEXSI, visant à tendre progressivement vers un flux normatif.



Il est précisé que FINEXSI a intégré les charges de loyers dans la détermination des flux de trésorerie (en contrepartie la dette IFRS 16 n'a pas été retenue dans notre dette nette), alors que les Etablissements Présentateurs ont considéré des flux de trésorerie intégrant l'incidence de la norme IFRS 16, donc sans prise en compte des loyers.

8.2.2.2 Concernant les hypothèses financières

Les Etablissements Présentateurs retiennent un taux de croissance à l'infini de +2,0% pour chaque division opérationnelle tandis que FINEXSI retient un taux très proche de +1,9% correspondant aux prévisions d'inflation du FMI au sein de la zone euro à horizon 2027.

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI retiennent les mêmes taux de marge d'EBIT et les mêmes niveaux de capex normatifs par division opérationnelle.

FINEXSI et les Etablissements Présentateurs retiennent un taux d'imposition de 26,8%.

Concernant les taux d'actualisation, les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont fondé leurs approches sur un coût moyen pondéré du capital par division opérationnelle. Les écarts constatés apparaissent limités puisque nous retenons respectivement 8,2%, 8,3% et 8,0% pour les divisions aéronautique, automobile et médicale quand les Etablissements Présentateurs retiennent respectivement 7,6%, 8,2% et 7,7%.

8.2.2.3 Analyses de sensibilités et résultats

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action au taux de croissance à l'infini et aux taux d'actualisation.

FINEXSI a également analysé la sensibilité de la valeur par action aux variations combinées du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBIT.

La valeur par action retenue par DEGROOF PETERCAM et BNP PORTZAMPARC s'établit entre 22,8€ et 27,7€, avec une valeur centrale de 25,2€ par action LISI.

Pour FINEXSI, la valeur par action LISI s'établit entre 24,3€ et 27,1€ avec une valeur centrale de 25,7€ par action.

8.2.3 Analyse du cours de bourse

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI retiennent le cours de clôture au 22 février 2023, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre, comme base d'analyse, ce qui n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8.2.4 Objectif de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre LISI retenue par les Etablissements Présentateurs n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, dans la mesure où nos analyses se fondent sur les mêmes notes.



8.2.5 Méthode des comparables boursiers

FINEXSI et les Etablissements Présentateurs ont mis en œuvre cette méthode selon une approche par la somme des parties sur la base des plans d'affaires de chaque division.

Pour la division AEROSPACE, les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de cinq sociétés : BARNES GROUP, HOWMET AEROSPACE, MTU AERO ENGINES, TRIMAS et SAFRAN. FINEXSI a retenu pour sa part, les quatre sociétés suivantes : HOWMET AEROSPACE, MTU AERO ENGINES, BARNES GROUP et FACC AG.

Pour la division AUTOMOTIVE, les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de trois sociétés : AUTOLIV, SFS et BOSSARD. Cependant, FINEXSI a retenu, les quatre sociétés suivantes : AMERICAN AXLE & MANUFACTURING HOLDINGS, BOSSARD, BUFAB AB et ELRINGKLINGER AG.

Pour la division MEDICAL, les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de deux sociétés : ZIMVIE et PRIM, tandis que FINEXSI a retenu les sociétés suivantes : ZIMVIE, NUVASIVE et PRIM.

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont retenu l'EBIT comme agrégat de référence.

Les Etablissements Présentateurs ont appliqué les multiples médians 2022, 2023E et 2024E de l'échantillon aux agrégats de la même année issus des plans d'affaires, tandis que FINEXSI a fondé son analyse sur les multiples moyens 2023E et 2024E.

Les Etablissements Présentateurs retiennent une fourchette de valeurs comprise entre 22,7€ et 25,7€ par action LISI contre une fourchette de valeurs comprise entre 20,6€ et 23,7€ pour FINEXSI.

8.2.6 Méthode des transactions comparables

DEGROOF PETERCAM et BNP PORTZAMPARC ont appliqué la méthode de valorisation par les multiples extériorisés par les transactions comparables selon une approche par la somme des parties sur chaque division opérationnelle alors que FINEXSI a retenu une approche globale pour la mise en œuvre de cette méthode.

Les Etablissements Présentateurs ont retenu des transactions intervenues depuis 2016 et ont constitué des échantillons différenciés pour chaque division, composés de 10 transactions (pour lesquelles des multiples sont disponibles) pour la division AEROSPACE, 3 transactions pour la division AUTOMOTIVE et 3 transactions pour la division MEDICAL.

FINEXSI a pour sa part retenu un échantillon global constitué de 8 transactions intervenus depuis 2016.

Les Etablissements Présentateurs ont retenu l'EBITDA 2024 comme agrégat de référence, tandis que FINEXSI retient les EBIT de 2019 et 2022 (les EBIT 2020 et 2021 étant considérés comme non représentatifs en raison des impacts de la crise sanitaire).

Les Etablissements Présentateurs retiennent une valeur de 26,9€ par action quand nous retenons une fourchette de valeurs comprise entre 12,6€ et 27,0€ par action LISI.

8.2.7 Référence à l'actif net comptable consolidé

Les Etablissements Présentateurs retiennent une valeur par action LISI de 20,7€ sur la base d'un actif net comptable consolidé de 1 118 M€ au 31 décembre 2022.

FINEXSI n'a pas retenu cette référence dans ses travaux.

9. Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre, soit 27,0 € par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes que nous avons jugées pertinentes :

Figure 35 – Synthèse des valeurs par action LISI

Valeur par action issue des méthodes et références de valorisation (€)		Prime / (décote) offerte par un prix d'Offre de 27€*			
		Prix d'offre : 27€	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
Méthodes retenues à titre principal	Spot au 22/02/2023	21,9		24,0%	
	CMPV 1 mois	21,5		26,4%	
	CMPV 60 jours	20,0		35,5%	
	CMPV 3 mois	20,1		35,3%	
	CMPV 6 mois	19,7		37,6%	
	CMPV 12 mois	20,3		33,9%	
	CMPV 24 mois	22,7		19,6%	
	DCF	24,3 / 27,1	11,0%	5,0%	(0,5%)
Méthodes retenues à titre secondaire	Comparables Boursiers (SOTP)	20,6 / 23,7	31,2%		14,1%
	Objectif de cours des analystes	20,0 / 29,1	35,8%		(6,7%)
Méthodes retenues à titre indicatif	Transactions comparables (approche globale)	12,6 / 27,0	114,4%		0%
Méthode écartée	Actif net comptable				

* Primes pour les cours de bourse et objectif de cours des analystes calculées sur un prix d'Offre de 27,0€ augmenté du dividende de 0,15€

Sources : analyses FINEXSI



9.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

9.2.1 En ce qui concerne l'actionnaire de LISI

La présente Offre Publique de Rachat d'Actions est ouverte à l'ensemble des actionnaires de LISI, et vise le rachat, au prix de 27,0 € par action (dividende de 0,15 € par action détaché), d'un maximum de 7 576 004 actions représentant environ 14% du capital, en vue de les annuler, dans des proportions identiques pour chaque actionnaire apportant ses titres à l'Offre. Elle n'entraînera pas de changement de contrôle de LISI, et demeurera sans incidence sur la gestion opérationnelle du Groupe et ses orientations stratégiques.

L'Offre est facultative et donne accès à une liquidité immédiate et partielle aux actionnaires de LISI qui le souhaitent, avec une prime de 24,0% sur le dernier cours de bourse précédant l'annonce et une prime de 35,5% par rapport au cours de bourse moyen des 60 jours précédant l'annonce.

Le prix d'Offre extériorise également une prime de 5,0% sur la valeur centrale de notre méthode DCF fondée sur l'approche par la somme des parties, laquelle repose sur les plans d'affaires établis par le management pour chaque division de LISI que nous considérons cohérents et raisonnables.

Concernant la méthode des comparables boursiers, présentée à titre secondaire, nous observons que le prix d'Offre fait ressortir des primes de 31,2% et 14,1% sur la fourchette de valeurs extériorisées.

Nous relevons par ailleurs que PEUGEOT INVEST, représenté au Conseil d'administration de LISI, et se trouvant par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé, s'est engagé à apporter à l'Offre la totalité de sa participation dans LISI.

9.2.2 En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des opérations et accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le protocole d'accord, (iii) le pacte d'actionnaires CID, entre VMC et CIKO, (iv) le pacte d'actionnaires entre CID, VMC et PEUGEOT INVEST et (v) l'engagement CID (y compris la résiliation du pacte actuel au niveau de CID), n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

9.2.3 En ce qui concerne la structure financière post-Opération

Il ressort de nos analyses sur la structure financière post-Opération que l'endettement complémentaire qui sera souscrit pour le financement de l'Offre, pour un montant maximum de 200 M€, n'est pas de nature à remettre en cause la réalisation du plan d'affaires du Groupe sur son périmètre actuel, étant rappelé que celui-ci est établi sur une base *standalone*, sans croissance externe.

La Société aura, selon nous, la capacité de rembourser sa nouvelle dette tout en poursuivant sa stratégie actuelle. L'endettement complémentaire pourrait toutefois limiter la capacité du Groupe à réaliser, à court ou moyen terme, une opération de croissance externe d'envergure si celle-ci devait être financée par de la dette.



L'Opération aura par ailleurs un effet relatif sur le résultat net par action, dans des proportions variables en fonction du taux de succès de l'Offre, dont les actionnaires de LISI qui n'apporteraient pas leurs titres à l'Offre pourront bénéficier.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 27,0 € par action (dividende de 0,15 € par action détaché) est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de LISI.

Fait à Paris, le 7 mars 2023

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier PERONNET

Associé



10. Annexes

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.



Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait	-
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	-	-	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	-
mai-22	Figeac Aero	-	-	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	-
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
juil.-22	Nextstage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
août-22	Technicolor Creative Studios	-	-	Introduction en Bourse et distribution simultanée de 65% des titres aux actionnaires de Technicolor	-
sept.-22	Cast	Financière Da Vinci	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	Bluelinea	Apicil	CIC Market Solutions	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	EDF	Etat français	Goldman Sachs, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Lazard, BNP Paribas, Morgan Stanley
déc.-22	Somfy	J.P.J.S., JP3	Rothschild Martin Maurel, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natixis, Portzamparc BNP Paribas et Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
déc.-22	Groupe Flo	Groupe Bertrand	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
déc.-22	Manutan International	Spring holding SAS	Degroof Petercam et CIC Market Solutions	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Transactions & Compagnie
févr.-23	CS Group	Sopra Steria	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Ulysse & Co

si différent de la banque présentatrice



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

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue et nombre d'heures

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 120 000 euros, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées et programme de travail

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission ;
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission ;
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;
- 4 - Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit l'Offre : échanges avec la Société et ses conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et les activités de la Société.
- 5 - Analyse de l'Opération et de la documentation juridique liée (Projet de Note d'Information, accords connexes, etc.) ;
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de LISI ;
- 7- Revue des plans d'affaires du management et modélisation ;
- 8 - Analyse du cours de bourse :
 - Analyse du flottant et de la liquidité ;
 - Analyse de l'évolution du cours.
- 9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, selon une approche par la somme des parties ;
- 10 - Mise en œuvre d'une valorisation par les méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables) ;
- 11 - Analyse des objectifs de cours des analystes ;



- 12 - Analyse du projet de note d'information et analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation des Etablissements Présentateurs ;
- 13 - Revue indépendante ;
- 14 - Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude :

18 janvier 2023	Désignation de FINEXSI en qualité d'Expert indépendant pour le Conseil d'administration de LISI
19 janvier 2023	Réunion avec le management de la Société et ses conseils (présentation du Groupe, de son activité et des plans d'affaires)
19 janvier 2023 – 22 février 2023	Réalisation des travaux d'évaluation, et analyse de la documentation juridique
30 janvier 2023	Réunion avec DEGROOF PETERCAM
1 ^{er} février 2023	Premier point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
10 février 2023	Réunion avec le management sur la revue du projet de comptes consolidés au 31 décembre 2022
13 février 2023	Réunion avec les Etablissements Présentateurs portant sur leur projet de rapport d'évaluation
17 février 2023	Second point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
22 février 2023	Troisième point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
6 mars 2023	Finalisation du contrôle qualité interne de notre rapport
6 mars 2023	Réception de la lettre d'affirmation signée par LISI
7 mars 2023	Remise de notre attestation d'équité et présentation de nos conclusions



Liste des personnes rencontrées ou contactées

LISI

- Monsieur Emmanuel VIELLARD, Directeur Général ;
- Monsieur Raphaël VIVET, Directeur Financier Groupe ;
- Madame Delphine CUENOT, Responsable Consolidation.

Comité *ad hoc* de LISI

- Monsieur Gilles KOHLER, Président du Conseil d'Administration ;
- Madame Françoise GARNIER, Administratrice ;
- Madame Véronique SAUBOT, Administratrice.

DEGROOF PETERCAM, Etablissement Présentateur de l'Offre

- Monsieur Franck CEDDAHA, *Managing Partner* ;
- Monsieur Philippe PERSONNE, *Managing Director* ;
- Monsieur Nicolas HEURTEBIZE, Directeur ;
- Madame Salma ABOUESSA, Analyste.

BNP PORTZAMPARC, Etablissement Présentateur de l'Offre et Garant

- Monsieur Vincent LE SANN, Directeur Général Adjoint ;
- Monsieur Cyrille GONTHIER, *Head of Corporate Finance* ;
- Madame Capucine METAYER, *Associate* ;
- Monsieur Maxence DHOURY, *Co-head of Equity Research*.



Principales sources d'information utilisées

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 et projet des comptes consolidés 2022 de LISI ;
- Plan d'affaires 2023-2026 de LISI préparé par le management ;
- Documentation juridique « *corporate* », comptable et financière ;
- Documentation juridique relative à l'Offre et aux accords connexes ;
- Notes d'analystes suivant le titre de LISI ;
- Rapport d'évaluation de LISI préparé par les Etablissements Présentateurs ;
- Projet de note d'information.

Informations de marché

- Communication financière de LISI sur les exercices 2017 à 2022 ;
- Communication de LISI relative à l'Opération ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON RESEARCH, rapports annuels et semestriels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE ;
- Autres : études XERFI.

Base de données

- CAPITAL IQ ;
- MERGERMARKET ;
- EPSILON RESEARCH ;
- XERFI.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Le signataire, Monsieur Olivier PERONNET (Associé), a été assisté de Monsieur Maxime ROGEON (Directeur-Associé), Madame Muge BULUS (Senior Analyste), Monsieur Paul COTTON (Analyste) et Jean-Baptiste HOARAU (Analyste).



La revue qualité a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion de l'associé signataire et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec l'associé signataire.



Lettre de mission

lisi

FINEXSI Expert
& Conseil Financier
M. Olivier Péronnet
14 rue de Bassano

75116 PARIS

Paris, le 18 janvier 2023.

Cher Monsieur

LISI est un groupe industriel mondial, spécialisé dans la fabrication de solutions d'assemblage et de composants à forte valeur ajoutée pour les secteurs de l'aéronautique, de l'automobile et du médical. LISI est cotée sur le marché réglementé d'Euronext Paris (ISIN FR0000050353, mnémonique FII) (la "Société").

La Société envisage de mettre en œuvre une offre publique volontaire de rachat d'actions portant sur un nombre maximum de 8 117 148 actions de la Société (représentant environ 15% du capital social de la Société) (l'"OPRA"). L'OPRA serait rémunérée en numéraire.

Dans ce cadre, le conseil d'administration de la Société a mis en place en son sein un comité *ad hoc*, ayant pour mission de faire une recommandation sur le choix d'un expert indépendant chargé d'établir un rapport tant sur les conditions financières du projet d'OPRA en application de l'article 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, ainsi que sur les modalités de financement de l'OPRA, de suivre les travaux de l'expert indépendant et de préparer un projet d'avis motivé sur le projet d'OPRA à l'attention du conseil d'administration.

Comme nous vous l'avons indiqué, le 18 janvier 2023, le Conseil d'administration, sur recommandation du comité *ad hoc*, a procédé à la désignation du cabinet Finexsi, Expert & Conseil Financier représenté par M. Péronnet, en qualité d'expert indépendant chargé de porter une appréciation sur les conditions financières de l'OPRA, ainsi que sur les conséquences de cette opération sur la structure financière de la Société et sa capacité à rembourser les emprunts contractés, tout en poursuivant sa stratégie actuelle. C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir la présente lettre de mission.



1. Objectif et cadre réglementaire de la mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières du projet d'OPRA et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 relatives aux offres publiques d'acquisitions et 2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que des recommandations de l'AMF n°2006-015 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des actions de la Société proposé aux actionnaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'OPRA. Il devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'OPRA afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- 261-1 I 3 : dans la mesure où la Compagnie Industrielle de Delle (CID), l'actionnaire majoritaire de la Société n'apportera pas ses titres à l'OPRA ;
- 261-1 I 4° : en raison de l'existence d'opérations connexes au projet d'OPRA susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'OPRA.

Par ailleurs, nous vous confirmons que le rapport émis dans le cadre de la réglementation décrite ci-dessus devra être complété par une analyse sur les conséquences de cette opération sur la structure financière de la Société et sa capacité à rembourser les emprunts contractés, tout en lui permettant de poursuivre sa stratégie actuelle.

2. Objectifs de la mission

Conformément à la réglementation rappelée au paragraphe 1 ci-dessus, il a été convenu que vos travaux comportent de manière non-exhaustive les missions suivantes :

- la prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- des échanges réguliers avec le comité *ad hoc*, les dirigeants de la Société, et le ou les établissements présentateurs de l'OPRA ;
- l'examen des modalités de financement de l'OPRA ;
- une analyse des comptes et du plan d'affaires de la Société ;
- la détermination et la mise en oeuvre d'une approche d'évaluation multicritère de la Société (notamment, analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société) ;
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par le ou les établissements présentateurs de l'OPRA ;

- l'analyse des éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'OPRA (engagements de participation ou non, réduction de capital de CID etc.) ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité, et confirmant également que la Société a la capacité de rembourser les emprunts contractés tout en lui permettant de poursuivre sa stratégie actuelle ; et
- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec des actionnaires minoritaires et l'AMF.

4. Calendrier

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

Nous envisageons de tenir un conseil d'administration qui pourrait se tenir fin février 2023 en vue d'annoncer les caractéristiques de l'OPRA et de convoquer l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société à l'effet d'autoriser la réduction de capital correspondante par voie de rachat d'actions. L'OPRA serait déposée avec votre rapport définitif, auprès de l'AMF, une fois certaines conditions réalisées.

5. Conflits d'intérêts

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Finexsi, ses associés et collaborateurs sont indépendants de la Société au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, et ne se trouvent notamment dans aucune des situations de conflits d'intérêts visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 de l'AMF.

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



Emmanuel Viellard
Directeur Général