



**VERGNET SA**

**SOCIETE ANONYME**

**AU CAPITAL DE 468 197,08 €**

**12, RUE DES CHATAIGNIERS**

**45140 ORMES**

.....

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT  
DANS LE CADRE DU PROJET D'AUGMENTATION DE  
CAPITAL RESERVEE AVEC SUPPRESSION DU DROIT  
PREFERENTIEL DE SOUSCRIPTION**

.....

**Mai 2018**





---

# SOMMAIRE

---

<b>1. CONTEXTE ET MISSION DE L'EXPERT INDEPENDANT</b>	<b>2</b>
1.1 Contexte de l'opération	2
1.2 Mission de l'expert indépendant	5
1.2.1 Objet de la mission	5
1.2.2 Déclaration d'indépendance	6
1.2.3 Rémunération de l'expert	6
1.3 Diligences effectuées par l'expert	6
<b>2. PRESENTATION DE LA SOCIETE</b>	<b>9</b>
2.1 L'échec du business model et du plan ayant motivé l'introduction en bourse	9
2.2 Un titre qui est devenu un penny stock après l'échec commercial des éoliennes GEV HP	11
2.3 Un profil de risque et des orientations stratégiques conduisant à la cessation des paiements	13
<b>3. EVALUATION DE LA SOCIETE</b>	<b>16</b>
3.1 Choix des méthodes d'évaluation	16
3.1.1 Méthodes écartées	16
3.1.2 Méthodes et références retenues	19
3.2 Valeur intrinsèque par la méthode du DCF	19
3.2.1 Plan d'affaires	19
3.2.2 Taux d'actualisation	19
3.2.3 Valeur de rente : taux de croissance à l'infini et cash-flow normatif	22
3.2.4 Résultats et sensibilité de l'approche	22
3.3 Référence à la transaction Bpifrance ARUM	24
<b>4. APPRECIATION DE LA VALEUR DES CREANCES DETENUES PAR ARUM</b>	<b>25</b>
4.1 Estimation de la valeur avant conversion des créances détenues par ARUM	25
4.2 Impact net pour ARUM de la conversion de ses créances	26
<b>5. CONCLUSION</b>	<b>27</b>



## 1. CONTEXTE ET MISSION DE L'EXPERT INDEPENDANT

---

### 1.1 Contexte de l'opération

La Société Vergnet (ci-après « Vergnet », la « Société », ou le « Groupe »), dont le siège social est situé à Ormes (45), est une société anonyme au capital de 468 197,08 euros divisés en 23 409 854 actions de 0,02 € de nominal inscrites aux négociations sur le marché Euronext Growth (ISIN FR0004155240 – ALVER.PA). Leur cotation a été suspendue depuis le 21 juillet 2017, après clôture, la Société ayant fait état de difficultés financières de nature à compromettre la poursuite de son activité<sup>1</sup>. Ces dernières ont conduit le Tribunal de commerce d'Orléans, par jugement du 30 août 2017, à ouvrir une procédure de redressement judiciaire à l'encontre de la Société.

Durant la période d'observation du 30 août 2017 au 5 mars 2018, une solution de reprise a été immédiatement recherchée, la Société ayant indiqué dès le 31 mars 2018 s'être engagée dans la recherche d'un partenaire industriel<sup>2</sup> pour se « doter d'une capacité de financement de long terme afin de poursuivre son activité ».

Cinq candidats ont remis leur offre à l'administrateur judiciaire, Maître Franck Michel, dont deux candidats se positionnant sur la reprise des titres<sup>3</sup> et trois sur celle des actifs<sup>4</sup>. Trois audiences du Tribunal de commerce ont été tenues les 31 octobre 2017, 21 novembre 2017 et 29 novembre 2017, durant lesquelles il a été offert aux candidats d'améliorer leur offre. Ce processus a finalement réduit à trois le nombre d'offres examinées lors de la séance du 29 novembre 2017, présentées respectivement par (i) la société Global EcoPower (ou GEP, société française située à Aix-en-Provence, cotée sur Euronext Growth) qui avait la préférence des représentants du personnel et se proposait de conserver 48 postes au sein de Vergnet et 30 dans ses filiales, (ii) Monsieur Karel Verschueren (investisseur de nationalité belge) et (iii) le consortium ARUM International (cf. ci-après).

Par jugement du 29 novembre 2017, le Tribunal de commerce a rejeté l'offre par voie de cession reçue de la Société Global EcoPower ainsi que celle de Monsieur Karel Verschueren, ce dernier ne disposant pas de garantie. Le Tribunal a ainsi privilégié un projet de plan de continuation présenté par le consortium ARUM International (ci-après « ARUM » ou le « Consortium »). Le Consortium se proposait alors de réunir cinq associés au sein du capital d'un futur holding de reprise<sup>5</sup>. A ce jour, le Consortium n'est encore constitué que de deux partenaires, réunis au sein de la société ARUM Industries, holding créé pour l'acquisition des titres Vergnet<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Communiqué de presse du 21 juillet relatif à l'activité du premier semestre 2017.

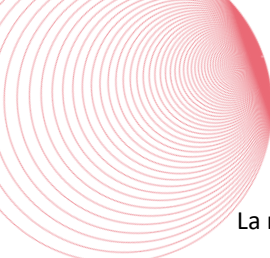
<sup>2</sup> Communiqué du 31 mars 2018 relatif aux comptes de l'exercice 2017.

<sup>3</sup> ARUM International et Monsieur Karel Verschueren avec plan de continuation et paiement de l'euro symbolique.

<sup>4</sup> Dont la société Azimuth dont le siège est à Avignon, se proposant de conserver 35 postes et de reprendre des actifs pour 170 k€, et la société ERANOVE (ex-Finagestion), dont le siège est à Paris, se proposant de conserver 59 postes et de reprendre des actifs pour 350 k€ et les stocks pour 150 k€.

<sup>5</sup> ARUM International, Krief Group, Emerging Markets Capital (société d'investissement américaine et gestionnaire de fonds d'investissement) et Bracknor Capital Ltd (fonds d'investissement basé aux Emirats Arabes Unis) et PR SUN (société française investissant et développant des projets notamment dans le secteur photovoltaïque), respectivement selon la répartition suivante au capital ; 20 %, 30 %, 20 % et 10 %.

<sup>6</sup> En particulier GEM Capital qui doit souscrire à une augmentation de capital en numéraire postérieurement à la reprise de cotation de la Société.



La répartition de son capital est la suivante :

- 40 % pour ARUM International, société détenue et dirigée par Patrick Werner, immatriculée au registre du commerce de Paris sous le numéro 5333 080 732 ;
- 60 % pour Krief Group, société cotée sur Euronext Access+, spécialisée en conseil stratégique et opérationnel, en communication et prenant des participations à long terme ;

Le Tribunal de commerce a pris acte de ce que l'offre d'ARUM ne prévoyait pas de réduction des effectifs, à la différence de Global EcoPower. Elle s'accompagnait par ailleurs d'un engagement (i) de financement de la période d'observation pour un montant de 1,5 M€<sup>7</sup> et (ii) d'acquisition auprès du premier actionnaire de la Société, soit Bpifrance Participations SA (ci-après « Bpifrance »), de sa participation au capital (42,47%) et d'une partie des créances détenues par elle sur la Société.

Le 15 décembre 2017, conformément à ses engagements, le Consortium a acquis auprès de Bpifrance pour 5 euros symboliques, les titres et créances suivants :

- la totalité de sa participation de 42,47 % au capital de Vergnet ;
- la totalité des obligations convertibles détenues par elle, réparties en deux souches aux montants dus<sup>8</sup> respectifs de 3,1 M€ et de 1,4 M€ (les « OC1 » et les « OC2 ») ;
- la totalité d'un compte courant d'associé de 1 M€ (« l'avance n°1 ») et une fraction égale à 500 k€<sup>9</sup> d'un second compte courant (« l'avance n°2 »), dont le solde de 1,5 M€ demeure la propriété de Bpifrance.

Le 6 mars 2018, le Tribunal de commerce d'Orléans a arrêté le plan de redressement par voie de continuation de la société Vergnet SA. D'une durée de dix ans et prenant effet le 6 mars 2018, ce plan a offert aux créanciers de la société les trois options suivantes :

- la conversion en capital de 100 % de leur créance, selon une parité qui restera à définir ;
- le paiement de 25 % de leur créance au terme de deux ans suivant l'adoption du plan de redressement et abandon du solde de 75 % ;
- l'apurement de 100 % de leur créance selon un échéancier composé de 10 annuités progressives, avec des remboursements égaux à 5 % du montant dû au titre des deux premières annuités, puis à 8 % les trois suivantes, à 13 % les quatre prochaines et enfin à 14 % pour la dernière.

Le Consortium ainsi qu'une vingtaine de créanciers ont choisi de capitaliser leurs créances, pour un montant total de 5,6 m€ (hors JMS, cf. infra).

Sur la base des réponses reçues par le mandataire judiciaire, 44 créanciers ont choisi la seconde option (remboursement de 25 % des sommes dues à horizon de deux ans), pour un montant total de 385 k€. Enfin, la troisième option regroupe 178 créanciers pour un montant de 15,2 m€, dont 8,6 m€ (hors provisionnels) sont contestés par la Société (cf. infra).

Afin de poursuivre son activité, la Société a contracté le 12 avril 2018 avec la Société JMS Consultancy DWC (ci-après « JMS ») et le 18 avril 2018 avec un investisseur privé<sup>10</sup>, respectivement un emprunt d'un montant de 1,0 M€ et un emprunt obligataire de 990 k€ (ci-après l'OC3). Il est demandé d'accorder à JMS le bénéfice

---

<sup>7</sup> Prêt accordé initialement par Krief Group qui l'a cédé à ARUM Industries.

<sup>8</sup> Primes incluses de 1,2 M€, de remboursement pour non conversion et hors intérêts courus.

<sup>9</sup> Montant dû cédé, hors intérêts courus.

<sup>10</sup> OC Delta AM.

d'une augmentation de capital réservée au prix de 30 ¢ par action nouvelle. D'autre part, les OC3 seront convertibles à tout moment à l'initiative du porteur par compensation de sa créance, à un prix de souscription égal à la moyenne pondérée par les volumes des 10 derniers cours de clôture, avec une décote de 20 %.

Une Assemblée Générale Mixte convoquée le 17 mai 2018 devra se prononcer sur les augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, qui seront réservées (i) à ARUM par compensation des créances qu'elle détient sur Vergnet, (ii) à JMS et (iii) aux autres créanciers ayant opté pour une incorporation au capital, les actions étant libérées par compensation desdites créances. Le prix envisagé pour émettre ces actions nouvelles est dans chaque cas de 30 centimes d'euro par action (30 ¢). Ces trois augmentations de capital sont ci-après désignées conjointement l'Augmentation de capital ou l'Opération.

Par ailleurs, ARUM demandera la conversion des OC1 et des OC2 selon la parité de conversion prévue dans le contrat d'émission, soit 1 action ordinaire pour une obligation convertible.

Enfin, sous réserve de l'Augmentation de capital et de la conversion des OC1 et des OC2, la Société procédera à l'émission et à l'attribution gratuite de 2 676 338 bons de souscription d'action (les BSA) à l'ensemble des actionnaires<sup>11</sup> à hauteur de 1 BSA pour 20 actions Vergnet détenues, chaque BSA permettant la souscription d'une action ordinaire nouvelle Vergnet au prix d'exercice de 1,75 €. Les BSA seront cotés et auront une durée d'exercice de 24 mois à compter de leur émission.

Ainsi, à l'occasion de l'Augmentation de capital, il est prévu la création de 22 143 438 actions nouvelles, le nombre total d'actions passant de 23 409 854 à 45 553 292. Le nombre d'actions remises à ARUM Industries sera égal à 16 898 681, par incorporation d'un ensemble de créances d'un montant égal à 5,1m€, en ce compris les créances acquises auprès des filiales de Vergnet pour un montant de 931 k€. Compte tenu des titres que le Consortium a acquis initialement auprès de Bpifrance et des créances qu'il détient, sa participation représentera 58,92 % du capital de la Société post Augmentation de capital. Le détail des souscriptions est présenté ci-après :

Actionnaires	Situation avant Opération		Augmentations de capital réservées	Situation après Opération	
	Actions	%		Actions	%
Arum	9 942 080	42,47%	16 898 681	26 840 761	58,92%
Flottant	13 467 774	57,53%	-	13 467 774	29,56%
Créanciers <sup>(1)</sup>	-	0,00%	1 911 424	1 911 424	4,20%
JMS	-	0,00%	3 333 333	3 333 333	7,32%
<b>Total</b>	<b>23 409 854</b>	<b>100,00%</b>	<b>22 143 438</b>	<b>45 553 292</b>	<b>100,00%</b>

<sup>(1)</sup> hors ARUM

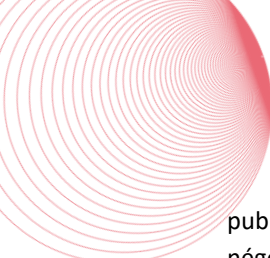
Dans un second temps, après conversion des OC1 et des OC2, la participation d'ARUM atteindra 65,04 % pour redescendre à 64,68 % après exercice des BSA, compte tenu de l'engagement d'ARUM de ne pas exercer un tiers des instruments qui lui auront été attribués.

Actionnaires	Situation après Opération		Conversion des OC	Situation après Conversion		Exercice des BSA	Situation après exercice BSA	
	Actions	%		Actions	%		Actions	%
Arum	26 840 761	58,92%	7 973 480	34 814 241	65,04%	1 160 475	35 974 716	64,68%
Flottant	13 467 774	29,56%	-	13 467 774	25,16%	673 389	14 141 163	25,42%
Créanciers <sup>(1)</sup>	1 911 424	4,20%	-	1 911 424	3,57%	95 571	2 006 995	3,61%
JMS	3 333 333	7,32%	-	3 333 333	6,23%	166 667	3 500 000	6,29%
<b>Total</b>	<b>45 553 292</b>	<b>100,00%</b>	<b>7 973 480</b>	<b>53 526 772</b>	<b>100,00%</b>	<b>2 096 101</b>	<b>55 622 873</b>	<b>100,00%</b>

<sup>(1)</sup> hors ARUM

Postérieurement à l'Opération, ARUM est appelé à franchir le seuil de 50 % du capital et des droits de vote de la Société entraînant en principe l'obligation de déposer une offre publique visant la totalité du capital de Vergnet conformément aux dispositions de l'article 235-2 du règlement général de l'AMF relatives aux offres

<sup>11</sup> Etant précisé qu'ARUM s'est engagé à ne pas exercer un tiers des BSA (soit 580 237) qui lui seront attribués



publiques portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé. Or, la Société déposera à l'AMF une demande de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique sur le fondement de l'article 234-9 2° du règlement général précité.

Dans le cadre de l'Opération décrit ci-avant, il nous apparaît que la Société n'est pas dans l'obligation de mandater un expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité telle que prévue dans les cas visés aux articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et en particulier à l'article 261-2 dudit règlement. En effet, préalablement à l'Augmentation de capital, ARUM avec 42,47 % du capital et des droits de vote, contrôle déjà l'émetteur au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

Toutefois, dans un souci de transparence et de bonnes pratiques en termes de gouvernance, la Société a décidé de mandater BM&A Advisory & Support en tant qu'expert indépendant en charge de se prononcer sur le caractère équitable de l'Opération en application des dispositions de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF.

Le présent rapport constitue donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, et respecte ses dispositions ainsi que celles de l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF sur l'expertise indépendante du 28 septembre 2006, modifiée le 27 juillet 2010.

## **1.2 Mission de l'expert indépendant**

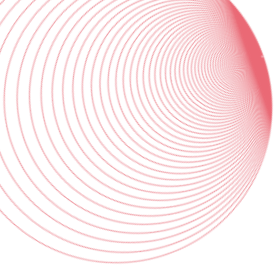
### **1.2.1 Objet de la mission**

Sur autorisation du Conseil de Surveillance du 18 janvier 2018, BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S ») a été mandaté le 29 mars 2018 par monsieur Patrick Werner, Président du Directoire de Vergnet, en tant qu'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable de l'Augmentation de capital.

Pour ce faire, nous estimons qu'il convient de comparer le prix d'émission de 0,30 € par action Vergnet à la valeur actuelle de cette même action, calculée selon une approche multicritères, avant augmentation de capital réservée, les autres actionnaires devant renoncer à leur droit préférentiel de souscription et le cours de l'action ayant été suspendu. Cette évaluation est établie courant avril 2018, soit à une date la plus proche possible de l'assemblée générale mixte qui sera amenée à se prononcer sur le prix de l'Augmentation de capital.

Les BSA qui seront potentiellement attribués gratuitement, seront remis à l'ensemble des actionnaires, c'est-à-dire tant à ceux qui bénéficieront de l'Augmentation de capital qu'aux anciens actionnaires. Dans la mesure où cette répartition ne confère pas d'avantage particulier selon que l'actionnaire bénéficie ou non de l'Augmentation de capital réservée, la valeur du BSA n'affecte pas l'équilibre patrimonial post-opération, pour autant que le prix de l'Augmentation de capital soit lui-même équitable.





### 1.2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de ses conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Opération, ou leurs conseils, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé au cours des 18 mois précédant la date de désignation, ni à l'évaluation de la Société procédant à l'Augmentation de capital ni à celle des sociétés qui y souscrivent ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Opération, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par elle ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Augmentation de capital ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

### 1.2.3 Rémunération de l'expert

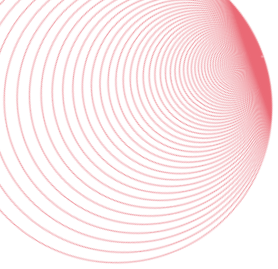
La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 35 000 €, hors taxes et débours.

## 1.3 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal, associé, assisté de Roland Clère, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Éric Blache, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Après une première prise de contact au mois de février 2018, notre intervention s'est effectivement déroulée du 29 mars au 16 mai 2018, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif. Durant cette période, nous avons :

- reçu la majeure partie de la documentation entre le 30 mars et le 5 avril 2018 et notamment le plan d'affaires et le jugement d'arrêt du Tribunal de commerce d'Orléans du 6 mars 2018;
- pris connaissance de l'état du marché des énergies renouvelables et ses intervenants, notamment sur la base de l'étude Xerfi « *Leading players of the global renewable energy equipment industry* » de juin 2017, et analysé les données boursières des sociétés cotées du secteur à partir du 16 avril 2018 ;
- entre le 16 et le 30 avril 2018, nous avons échangé avec les responsables de la Société sur le plan d'affaires, les détails du jugement du Tribunal de commerce et le détail des comptes dont nous avons reçu la version préliminaire le 23 avril 2018 ;

- 
- du 30 avril au 9 mai, nous avons réalisé nos travaux d'évaluation et rédigé le présent rapport, dont la revue indépendante a été réalisée le 11 mai 2018.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Monsieur Patrick Werner, président d'ARUM International et président du directoire de la Société ;
- Monsieur Pierre-Yves Lefebvre, directeur administratif et financier de la Société ;
- Monsieur Vincent de Mauny, président directeur général de Krief Group ;

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i. la présentation de l'Opération envisagée et son contexte ;
- ii. la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii. les prévisions du plan d'affaires et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i. prendre connaissance de l'activité de la Société ;
- ii. étudier le contexte général de l'Opération ;
- iii. analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv. analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base de son plan d'affaires détaillé par pays à horizon 2028 communiqué par le management de Vergnet ;
- v. mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi. rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations suivantes :

- le plan d'affaires 2018-2027 établi par la Société ;
- la documentation juridique et financière relative à la Société, notamment :
- les comptes consolidés de la Société établis au titre des exercices 2007 à 2017 ;
- les communiqués de la Société ;
- le document de base de la Société du 23 mai 2007 établi lors de son introduction en bourse ;
- le contrat de cession entre ARUM International et Bpifrance, daté du 15 décembre 2017 ;
- la proposition de « Plan de redressement par voie de continuation de Vergnet SA, pour créer un leader français de la transition énergétique », daté du 21 décembre 2017 et présenté par le Consortium ;
- la copie du jugement rendu par le tribunal de commerce d'Orléans le 6 mars 2018 ayant arrêté le plan de redressement judiciaire à l'égard de Vergnet SA.

Nous avons utilisé les bases de données financières Eikon de Thomson-Reuters et EMAT. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous





avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. Il ne relevait pas de notre mission de vérifier l'exactitude et l'exhaustivité de ces documents et informations. En particulier, nous n'avons procédé à aucun audit informatique, comptable, financier, juridique ou fiscal. Nos travaux d'analyse sont fondés principalement sur les informations et les documents communiqués par la Société que nous avons considéré comme réguliers, complets et établis de bonne foi.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés et dont nous avons analysé le caractère vraisemblable et cohérent, la direction de la Société nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de Vergnet et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.



## 2. PRESENTATION DE LA SOCIETE

---

L'appréciation de la valeur de la Société nécessite selon nous d'examiner ses performances passées et sa capacité à atteindre les objectifs financiers et opérationnels qu'elle s'est assignée et qu'elle a communiqués à ses actionnaires. Il convient en effet d'apprécier si les difficultés financières de l'entreprise sont liées à un effet conjoncturel combiné à un manque de surface financière, ou si elles résultent plutôt d'un manque de rentabilité structurel du fait de l'inadaptation de son offre à la demande.

Dans les développements qui suivent, nous rappellerons les performances financières passées du Groupe, en tentant d'apprécier leur cohérence avec la valeur boursière, c'est-à-dire avec la perception que les investisseurs ont eu des perspectives et du risque de l'entreprise, afin de mesurer le caractère prévisible de la situation de cessation des paiements dans laquelle s'est trouvée la Société après la suspension de son cours de bourse.

### 2.1 L'échec du business model et du plan ayant motivé l'introduction en bourse

#### a) Les ambitions financières initiales : éoliennes de haute puissance, industrialisation et croissance

Fondée en 1988 par Marc Vergnet<sup>12</sup>, la Société s'est tout d'abord spécialisée dans la conception et fabrication de systèmes de pompage d'eau en milieu rural, notamment en Afrique. Elle s'est ensuite diversifiée dans la production d'électricité éolienne<sup>13</sup>, en concevant à partir de 1993 ses premières machines de moyenne puissance, ou « GEV MP <sup>14</sup> » (6 générations d'équipements se succédant, qui passeront de 220 kW à 275 kW), destinées aux zones cycloniques, à commencer par les DOM-TOM marché historique du Groupe. Ces appareils présentent la particularité de pouvoir être rabattus en cas de tempêtes et d'être adaptés, du fait de leur dimension et de leur poids, au transport dans des zones d'accès difficile.

En 2005, la Société remporte son premier contrat significatif à l'export pour la construction d'une ferme éolienne de 10 MW aux îles Fidji. Lors de son introduction en bourse, en juin 2007, la société réalise un chiffre d'affaires 37,7 m€, dont les trois quarts dans l'éolien, lequel dégage une rentabilité sensiblement inférieure à l'hydraulique et contribue à hauteur de 60 % du bénéfice d'exploitation consolidé de 2,3 m€. Le Groupe consacre alors 1,5 m€ de charges par an en R&D, essentiellement consacrées à la mise au point d'une éolienne de 1 MW, ou « GEV HP<sup>15</sup> », dont elle a commencé les premières études en 2004, et dont l'industrialisation est prévue en 2008.

Axe majeur de la stratégie de la Société, la commercialisation d'éoliennes de plus grande puissance capables de résister à des cyclones, devait ouvrir à la Société le marché des fermes éoliennes de plus de 10 MW de puissance (jusqu'à 50 MW). A l'époque, la Société revendique 94 % de part de marché dans les DOM-TOM (soit 66 MW installés sur un total de 71 MW) et y anticipe un triplement de la puissance installée à horizon 2012. Or, pour y maintenir sa part de marché, elle compte sur la mise au point de son nouveau modèle de haute puissance. Elle prévoyait ainsi la vente de 30 GEV HP en 2008, de 60 en 2009 puis de 100 par an à partir de 2010.

---

<sup>12</sup> Ingénieur agronome, Ingénieur en chef du génie rural des eaux et des forêts, ancien directeur société française d'études thermiques et d'énergie solaire puis responsable de l'agence française de la maîtrise de l'énergie.

<sup>13</sup> En 1989, Vergnet acquiert la Société Aérowatt, spécialisée dans le développement de projets fermes éoliennes et dans la gestion de parc éoliens. Aérowatt sera cédée en 2002 par Vergnet, dont elle demeurera cliente. Après avoir été cotée, Aérowatt a fusionné avec JMB Energie formant le groupe Quadran.

<sup>14</sup> Générateur éolien Vergnet de moyenne puissance.

<sup>15</sup> Générateur éolien Vergnet de haute puissance.

### Plan d'affaires communiqué lors de l'introduction en bourse en 2007 :

Prévisions	2007e	2008e	2009e	2010e
CA	40,4	66,2	112,4	165,9
Puissance livrée en MW	19,5	38,0	62,5	103,0
Résultat d'exploitation	1,7	5,8	12,0	20,0
En % du CA	4%	9%	11%	12%

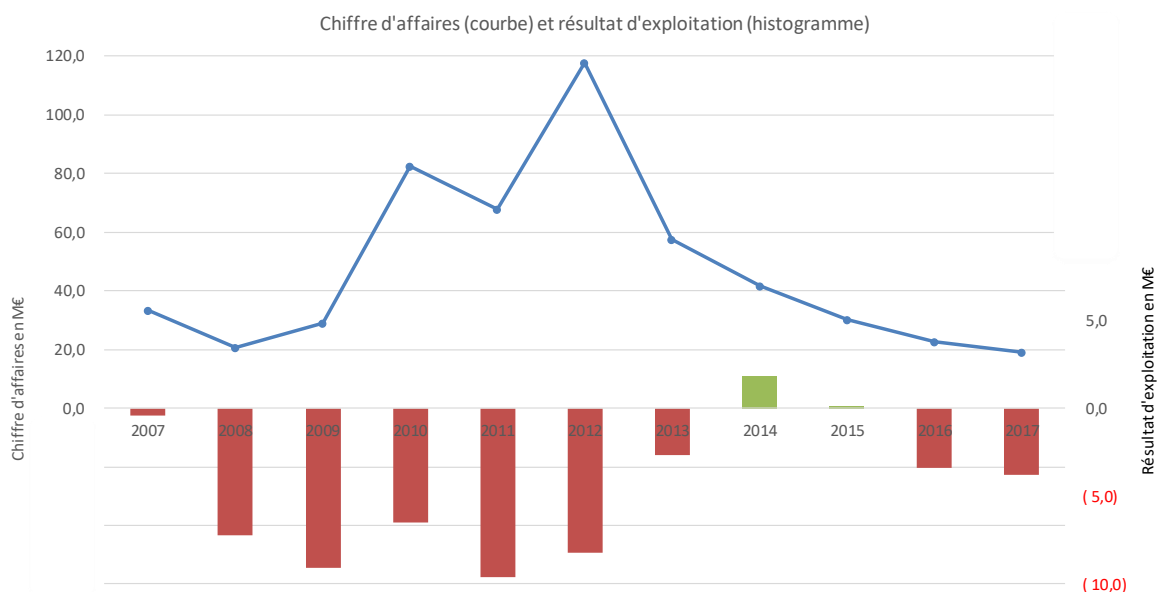
Source : Document de base pages 62 et suivantes

Pour passer à la phase d'industrialisation de ses nouvelles éoliennes, la Société prévoit d'investir 15,5 m€ (R&D et outil industriel), sur un plan d'investissement total de 22,6 m€ à 4 ans, lequel sera financé par la levée de fonds de plus de 25 m€ réalisée à l'occasion de l'introduction en bourse<sup>16</sup>.

#### b) Les déconvenues financières réparties en trois phases

Comme indiqué dans le graphique ci-après, les objectifs de vente du Groupe n'ont été que partiellement atteints avec plus d'un an de retard pour atteindre un pic de 117,9 m€ en 2012. Par la suite, les chiffres d'affaires annuels ne cessent de baisser, cette situation étant imputable à l'échec commercial de la gamme des GEV HP.

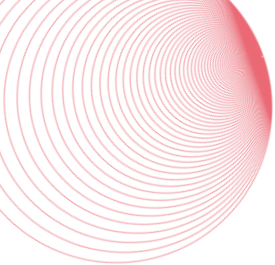
Par ailleurs, au cours de la période de 10 années qui a suivi l'introduction en bourse, le résultat d'exploitation consolidé annuel du Groupe n'a été positif qu'à deux reprises, en 2014 et en 2015, la Société dégageant au final une perte d'exploitation cumulée de près de 50 m€.



L'évolution de l'activité et de la marge d'exploitation de Vergnet peut se décomposer en trois phases :

- De 2007 à 2009, les ventes d'éoliennes de moyenne puissance s'érodent pour n'atteindre que 5 m€ en 2008, aucune éolienne de haute puissance n'étant encore commercialisée et les GEV MP ne trouvant plus de débouchés dans les DOM-TOM. Ce fort recul ne peut être compensé par les progressions respectives du chiffre d'affaires de maintenance de parcs éoliens et de celui du pôle hydraulique, ni par le lancement d'un pôle solaire encore embryonnaire. Alors que les charges de

<sup>16</sup> Emission de 1 782 946 actions nouvelles au prix de 13,85 €, soit 24,7 M€ avant frais.



fonctionnement augmentent, le développement des GEV HP s'intensifiant, la Société dégage de lourdes pertes d'exploitation en 2008 et en 2009, respectivement de 7,2 m€ et de 9,1 m€ ;

- La période 2010 à 2013 est marquée par l'exécution du plus grand contrat qu'ait remporté la Société dans le domaine éolien, avec la vente pour 210 m€ de 120 éoliennes GEV HP 1 MW à la société éthiopienne nationale d'électricité EEP Co, en vue de la construction d'une ferme éolienne à Ashegoda à 780 km au nord de la capitale Addis-Abeba. Or, ce contrat ne dégagera jamais les niveaux de marges attendus. Seules 30 GEV HP seront produites par Vergnet, le reste du contrat étant exécuté avec Alstom Wind comme partenaire, qui produira en sous-traitance 54 éoliennes de type ECO 74, conçues par ce dernier<sup>17</sup>. Cette déconvenue entraîne l'entrée de nouveaux actionnaires (cf. infra) et l'arrêt de la production des GEV HP. Le Groupe se voit ainsi obligé en 2012 de réduire ses effectifs de 55 personnes (près du quart du nombre total de salariés à fin 2011). Par ailleurs, sur le marché historique des DOM-TOM, Vergnet ne parvient plus à vendre d'éoliennes de moyenne puissance depuis 2007, excepté 11 machines en 2013.
- La réception de l'ensemble du site d'Ashegoda étant intervenue début juillet 2014, la Société en obtient comme prévu la maintenance pour cinq ans. Avec la fin du projet éthiopien, le Groupe se recentre sur l'éolien de moyenne puissance, sur le solaire et les projets hybrides<sup>18</sup>, et se résout à céder en août 2014 pour 8 m€ sa branche Hydraulique<sup>19</sup>, qui demeurerait la plus rentable. Après avoir arrêté la commercialisation d'éoliennes de grande puissance, le Groupe continue la vente de quelques appareils de moyenne puissance à l'export (Tchad, Samoa, Micronésie, Japon, Italie, Ireland, USA), ne parvenant pas à reprendre pied dans les DOM-TOM. Il remporte par ailleurs des contrats de construction de centrales solaires ou solaires-mixtes, en Mauritanie, au Nigeria, en Angola et Micronésie. En juillet 2015, il conclut pour trois années, un contrat de distribution exclusive avec Sinovel fabricant chinois d'éoliennes de grande puissance. Grâce à ce partenariat, il espère pouvoir se développer à nouveau dans les DOM-TOM, avec des machines de 1,5 MW et 3 MW. Néanmoins, la Société ne parvient à équiper aucun des grands projets éoliens lancés dans les DOM-TOM au cours des trois dernières années. Ainsi, durant cette troisième phase de son développement, le chiffre d'affaires baisse de 20 m€, passant de 39 m€ en 2014 (hors projet Ashegoda<sup>20</sup>), à 19 m€ en 2017 année de la constatation de la cessation des paiements.

## 2.2 Un titre qui est devenu un penny stock après l'échec commercial des éoliennes GEV HP

Introduite en bourse au prix de 13,85 € par action le 12 juin 2007, l'action Vergnet a vu son cours rapidement affecté par un premier avertissement sur ses profits 2007. Celui-ci a ensuite souffert davantage de la crise financière que la moyenne des sociétés de petites taille regroupées dans l'indice Cac Small, du fait du retard pris dans son plan de développement et de ses pertes opérationnelles accumulées. Annoncée en pleine crise financière, la signature du contrat éthiopien ne permet d'ailleurs pas à l'action de la société de combler sa contreperformance boursière.

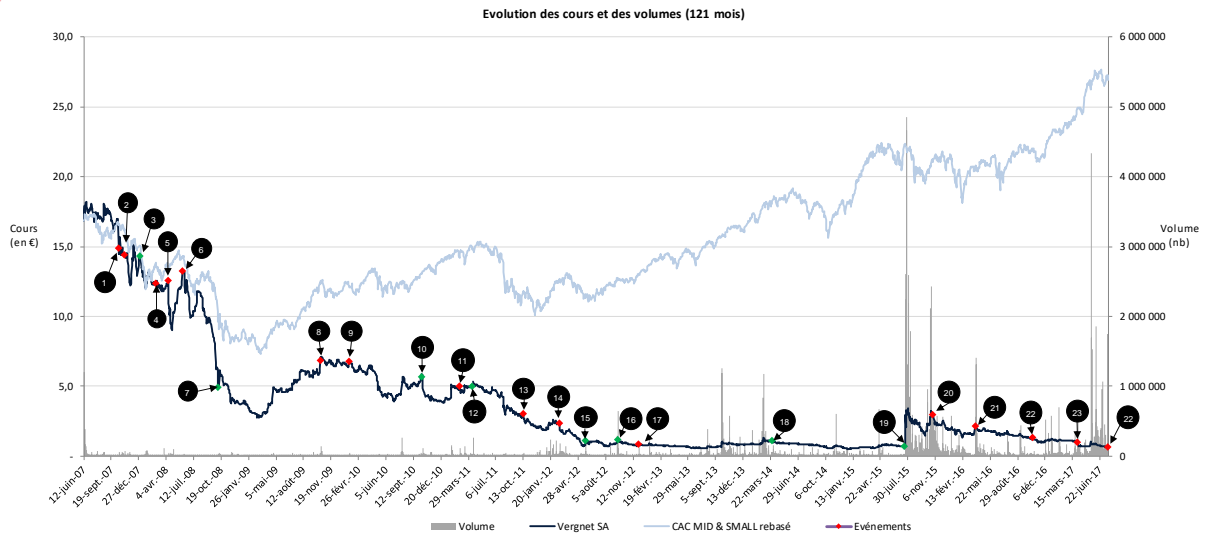
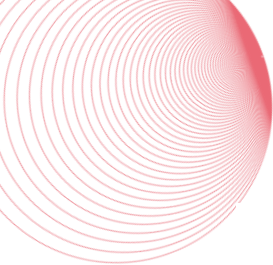
Par la suite, durant la seconde phase de son développement, liée à l'exécution du contrat Ashegoda, l'absence de rentabilité conduit à la baisse du titre, jusqu'à ce que la Société annonce l'arrêt de la commercialisation des GEV HP 1 MW, ce qui remet fondamentalement en cause sa stratégie et son plan de développement.

<sup>17</sup> Jugées plus adaptées aux conditions de vents, le site d'implantation ayant été déplacé du fait de la proximité de l'aéroport de Mekele.

<sup>18</sup> Eolien – fuel ou photovoltaïque – fuel.

<sup>19</sup> La branche Hydraulique est reprise par un pôle d'investisseurs incluant le management, Marc Vergnet prenant la présidence de cette activité désormais développée par société Mascarat Nouvelles Technologies.

<sup>20</sup> Chiffre d'affaires consolidé hors 3 m€ de chiffre d'affaires reconnus sur la fin du programme de construction d'Ashegoda.



- 1 15 octobre la société révisé son objectif de CA 2007 à 30 - 32 M€ et maintient son objectif de CA 2008 à 66 M€
- 2 6 novembre 2007, recommandation de vendre de la part de Gilbert Dupont
- 3 2 janvier 2008 Note de Gilbert Dupont, recommandation de renforcer et objectif de cours de 14,3 €
- 4 26 février 2008, publication du CA 2007 et confirmation de l'objectif de vente 2008 à 66 M€
- 5 10 avril 2008, révision à 40 - 42 M€ de l'objectif de CA 2008 et nouvelle recommandation de vendre de la part de Gilbert Dupont
- 6 3 juin 2008, étude Arkeon, recommandation de vendre et objectif de cour de 10 €
- 7 9 octobre 2008, annonce du contrat éthiopien d'Ashegoda de 210 M€ pour la livraison de 120 GEV HP 1 MW. 10 octobre recommandation d'acheter par Arkeon, avec objectif de cours de 7 €
- 8 14 oct 2009, prévision de chiffre d'affaires compris entre 29 M€ et 30 M€
- 9 25 janvier 2010, Arkeon recommande la vente avec un objectif de cours de 5,8 €
- 10 14 octobre 2010, prévisions de CA 2010 comprise entre 80 M€ et 90 M€, supérieure à 120 M€ en 2011 et 150 M€ en 2012 selon la Société
- 11 24 février 2011, annonce d'un résultat d'exploitation en perte compris de 6,5 à 6,7 M€, annonce de la nécessité de trouver un partenaire financier
- 12 14 avril 2011, annonce de l'entrée au capital du FSI et du groupe Nass&Wind, augmentation de capital réservée de 10,8 M€ au prix de 4 € et émission d'OC pour 7,2 M€
- 13 le 6 octobre 2011, Gilbert Dupont passe d'alléger à vendre et le 13 octobre 2011, révision en baisse du chiffre d'affaires 2011 entre 64 M€ et 73 M€, contre 120 M€ précédemment attendus
- 14 20 février 2012, nécessaires restructuration due à la suspension de 3 programmes attribués dans les DOM-TOM du fait de la législation (loi littorale et Grenelle2)
- 15 25 mai 2012, mise au point et commercialisation de la solution hybride éolien-Diesel développée avec ENERIA, filiale du groupe Monnoyeur
- 16 17 septembre 2012, Vergnet obtient un rééchelonnement des OC et restructuration des emprunts bancaires avec maintien de financements de 5 M€ jusqu'au 30 juin 2014 sur Vergnet SA
- 17 3 décembre 2012, nouveau président du directoire, Jérôme Douat, Marc Vergnet prenant du recul et demeurant membre du conseil de surveillance avec mission de conseil auprès du président
- 18 28 mars 2014, bénéfice d'exploitation positif au 2e semestre 2013
- 19 20 juillet 2015, Vergnet va commercialiser en exclusivité les éoliennes Sinovel, 3e fabriquant mondial
- 20 29 octobre 2015, perte d'exploitation de 2,7 M€ au 1er semestre 2015
- 21 31 mars 2016, bénéfice d'exploitation proche de 2,7 M€ au 2e semestre 2015, perte ramée à 21 k€ sur l'année 2015
- 22 21 octobre 2016, perte d'exploitation de 1,4 M€ au 1er semestre et décalage prévu des chantiers au deuxième semestre dont la rentabilité va se dégrader
- 23 31 mars 2017, chiffre d'affaires de 22,8 M€ et perte d'exploitation de 3,4 M€ en 2016
- 24 Suspension de la cotation et annonce d'une situation de "nature à mettre en danger l'activité"

A partir de 2012, l'action devient un penny stock, la nouvelle stratégie de la Société ainsi que sa recapitalisation par le FSI et par Nass&Wind ne permettant aucune appréciation significative et durable de l'action, en dépit de la publication d'un bénéfice d'exploitation en 2014, le premier depuis 2006.

La signature de l'accord avec Sinovel en juillet 2015 aurait pu changer le statut boursier de l'action si ce partenariat avait permis à la Société de reprendre pied sur le marché éolien des DOM-TOM. Malheureusement, en l'absence de concrétisation du partenariat et de succès commerciaux majeurs dans les autres domaines, la baisse continue du chiffre d'affaires compromet la viabilité financière du Groupe. Le cours est ainsi suspendu le 21 juillet 2017, avant que ne soit prononcé la cessation des paiements, et que ne débute la procédure de redressement judiciaire le 30 août 2017.

## 2.3 Un profil de risque et des orientations stratégiques conduisant à la cessation des paiements

Depuis l'échec de la commercialisation des éoliennes de grande puissance de conception Vergnet (GEV HP 1MW), la Société a continué à produire des machines de moyenne puissance (GEV 275 kW), destinées à des parcs de taille plus réduite et souvent isolés. Les principales fermes éoliennes installées dans les DOM-TOM sont maintenant équipées avec des machines de grande puissance auxquelles Vergnet ne peut répondre que grâce à son partenariat avec Sinovel. La Société se développe donc sur un marché de niche à valeur ajoutée avec une offre d'équipements hybrides éolien-Diesel et solaire-Diesel, accompagnée de solutions de stockage d'énergie. Elle propose également une offre d'électrification solaire pour des applications rurales (pompage d'eau) ou industrielles et commerciales. A ce jour, cette offre n'a pas permis à la Société d'assurer un niveau d'activité pérenne et équivalent à celui dont elle bénéficiait il y a 10 ans.

En effet, depuis 2014, le Groupe reste tributaire chaque année d'un nombre réduit de programmes, ce qui l'expose régulièrement à des décalages de planification. Par ailleurs, mis à part le contrat de maintenance du site d'Ashegoda, la Société a vu baisser les revenus récurrents tirés de son parc installé du fait de la réintégration en 2014-2015 par la société Quadran (ex-Aérowatt) de l'intégralité de la maintenance de son parc. Rappelons que la société Aérowatt, ancienne filiale de Vergnet, était son premier client en 2006, avant l'introduction en bourse de la Société.

Comme l'indique le tableau ci-contre, le niveau d'activité actuel du Groupe ne lui permet pas de dégager un EBE positif. Pour y parvenir tout en dégageant un bénéfice d'exploitation, la Société doit comptabiliser au minimum 32 m€ de chiffre d'affaires, un niveau d'activité de 40 m€ étant plus recommandé pour assurer une rémunération pérenne des capitaux engagés.

Par ailleurs, la Société qui est engagée depuis plusieurs années dans un effort d'économies, a dû réduire ses dépenses de R&D et fait face à des départs au sein des directions techniques et projets.

Résultat en k€	2016	2017
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>22 826</b>	<b>19 228</b>
En % du CA	-24,0%	-15,8%
Production stockée	(349)	(113)
Achats consommés	(11 822)	(10 009)
<b>Marge brute</b>	<b>10 655</b>	<b>9 106</b>
En % du CA	46,7%	47,4%
Impôts et taxes	(688)	(272)
Autres produits/(charges) d'exploitation	(4 256)	(4 225)
Charges de personnel	(9 634)	(8 702)
<b>EBE</b>	<b>(3 923)</b>	<b>(4 093)</b>
En % du CA	-17,2%	-21,3%
Dotations nettes aux provisions	992	590
Dotations aux amortissements	(451)	(312)
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>(3 382)</b>	<b>(3 815)</b>
En % du CA	-14,8%	-19,8%
Résultat de l'endettement net	(395)	(370)
Résultat de change	(272)	230
Dotations nettes aux provisions	(223)	(25)
<b>Résultat financier</b>	<b>(890)</b>	<b>(165)</b>
Résultat sur opérations de gestion	(633)	(594)
Résultat sur opérations en capital	9	(22)
Dotations nettes aux provisions	639	592
<b>Résultat exceptionnel</b>	<b>15</b>	<b>(24)</b>
<b>RAI</b>	<b>(4 257)</b>	<b>(4 004)</b>
IS consolidé	(670)	(573)
<b>RN consolidé</b>	<b>(4 927)</b>	<b>(4 577)</b>
Effectif consolidé moyen ETP	158	137
Effectif consolidé de fin décembre	149	122



Dans ce contexte de sous-activité et de recul des ventes, le Groupe a dégagé au cours des deux derniers exercices une marge brute d'autofinancement négative de 5,3 m€ par an en moyenne.

On notera toutefois que dans le même temps, l'insuffisance de marge a été compensée en trésorerie par l'encaissement des créances liées à l'avancement des chantiers en cours, le niveau d'investissement étant pour sa part réduit à son strict minimum. Ces situations de fin d'année occultent toutefois d'importantes variations saisonnières qui justifient le maintien d'une trésorerie disponible au bilan pour y faire face.

La situation bilantielle avant arrêté du plan de redressement fait ressortir des capitaux propres négatifs de 8,4 m€ en 2017. Ce montant est néanmoins sensiblement égal aux dettes financières de la Société vis-à-vis du Consortium et qui ont vocation à être converties en capitaux propres. Elles se composent de 5,5 m€ d'obligations convertibles (OC) et de comptes courants de 3,2 m€, repris de Bpifrance ou accordés par Krief Group. Bpifrance pour sa part conserve un compte courant 1,6 m€ intérêts courus compris.

Tableau de financement en K€		
	2016	2017
Résultat net	(4 927)	(4 577)
Avances conditionnées virées au résultat	(91)	-
D. aux amortissements et aux pr. pour R&C	(336)	(732)
MVL/(PVL) de cession d'immobilisations	(9)	22
Impôt différé	(5)	22
<b>MBA</b>	<b>(5 368)</b>	<b>(5 265)</b>
Variation du BFR net	5 275	4 289
Investissements corporels et incorporels	(118)	(80)
Produits de cession d'immobilisations	20	20
Investissements financiers	(14)	(77)
<b>Flux avant variation des financements</b>	<b>(205)</b>	<b>(1 113)</b>
Variation des emprunts	(318)	311
<b>Cash flow libre pour l'actionnaire</b>	<b>(523)</b>	<b>(802)</b>
Augmentation de capital	376	1 041
Distribution	-	-
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>(147)</b>	<b>239</b>

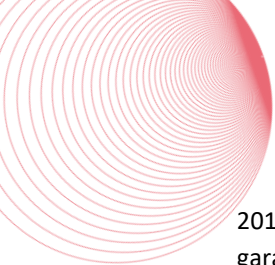
Actif en k€		
	2016	2017
Immobilisations incorporelles	70	59
Immobilisations corporelles	731	527
Immobilisations financières	233	290
Impôt différé	79	57
<b>Actif immobilisé</b>	<b>1 113</b>	<b>933</b>
Stocks et en cours	4 218	3 530
En % du CA	18,5%	18,4%
Créances clients	12 391	9 199
En % du CA	54,3%	47,8%
Autres créances	3 042	3 389
<b>Actifs circulants</b>	<b>19 651</b>	<b>16 118</b>
Prime de remboursement des obligations	595	295
Disponibilités et VMP	2 422	2 515
<b>Total actif</b>	<b>23 781</b>	<b>19 861</b>

BFR en k€		
	2016	2017
BFR Brut	5 868	2 091
Provisions	(2 526)	(2 284)
<b>BFR net</b>	<b>3 342</b>	<b>(193)</b>
En % du CA	14,6%	-1,0%

Passif en k€		
	2016	2017
Capital	426	468
Primes	2 933	3 932
Réserves consolidées	(3 336)	(8 263)
Ecart de conversion	73	47
Résultat net consolidé	(4 927)	(4 577)
<b>Capitaux propres</b>	<b>(4 831)</b>	<b>(8 393)</b>
Provisions pour risques et charges	2 345	1 299
Obligations convertibles	6 448	5 477
Dettes bancaires	355	169
Emprunts et dettes diverses	17	208
Comptes courants	3 138	4 790
<b>Endettement financier</b>	<b>9 958</b>	<b>10 644</b>
<b>Fonds de roulement</b>	<b>7 472</b>	<b>3 550</b>
Avances et acomptes reçus	2 011	1 793
Dettes fournisseurs	7 021	9 957
En % des achats	48,0%	70,2%
Dettes fiscales et sociales	2 192	3 469
Dettes diverses	130	81
Produits constatés d'avance	4 955	1 011
En % du CA	21,7%	5,3%
<b>Passif circulant</b>	<b>16 309</b>	<b>16 311</b>
<b>Total passif</b>	<b>23 781</b>	<b>19 861</b>

On remarquera le caractère non significatif des concours bancaires, ce qui souligne le profil de risque élevé de la Société. En septembre 2012, ses banques créancières avaient accepté une restructuration de leurs concours à court terme, en maintenant une ligne de crédit de 2,4 m€ au bénéfice de Vergnet Hydro pendant 2 ans, et une seconde de 5 m€ au bénéfice de la Société jusqu'au 30 juin 2014. En 2014, le protocole de conciliation passé avec les banques a été dissout, la Société devant se suffire de la trésorerie constituée à l'occasion de la cession de la branche Hydro. Par la suite, les besoins de financement de la Société ont été essentiellement assurés au moyen d'avances en compte courant de Bpifrance.

Par ailleurs, il convient d'indiquer que l'activité d'export de Vergnet nécessite l'obtention de cautions bancaires aux différents stades de commercialisation des contrats puis d'avancement des chantiers. En



2016, le Groupe était entré en négociation avec ses banques pour la mise en place de cautions avec la garantie Bpifrance Assurance Export. Ces négociations ont échoué en raison de la sous-capitalisation de la société et du retard pris dans l'exécution du plan d'affaires remis aux banques. En l'absence de cautions, aucun nouveau contrat n'a été signé entre 2016 et 2017. Le redressement du Groupe dépend donc étroitement de sa recapitalisation pour pouvoir bénéficier à nouveau de cautions bancaires.

Compte tenu des données figurant dans les comptes 2016, et selon nos calculs, le Groupe présentait un score de crédit ou « score-Z », de 0,3 correspondant à un risque de défaillance très élevé, étant rappelé que ce score, s'il est inférieur à 1,2, correspond à un fort risque, et doit être supérieur à 2,9 pour correspondre à une situation financière saine. Indépendamment de toute analyse de la stratégie la Société, sa situation financière était donc à fin 2016 annonciatrice d'une défaillance probable.

Sur la base des informations contenues dans le jugement statuant sur le plan de redressement par voie de continuation du 6 mars 2018, le montant total des passifs transmis par le mandataire s'élève à 36,6 m€ contre un endettement de 28,6 m€ à fin décembre 2017, provisions comprises. Cet écart s'explique essentiellement par des demandes émanant de la part d'anciens sous-traitants ou partenaires ayant été associés au projet Ashegoda et non provisionnées en totalité dans les comptes 2017 : General Electric pour 6,9 m€ et la société Hydro Construction pour 3 m€. La Société conteste ces demandes qui feront l'objet de procédures judiciaires ou arbitrales et maintient le bienfondé de leur non-inscription dans les comptes 2017. Le montant total des demandes contestées par la Société s'élève à 10,6 m€.

Si, comme l'anticipe la Société, la justice ou les instances arbitrales devaient lui donner raison en rejetant les demandes mentionnées précédemment, alors la Société se verrait devoir rembourser une somme de 15,8 m€ dans le cadre de l'échéancier prévu par le plan de continuation arrêté par le jugement, et bénéficiera de la conversion en capital de l'ordre de 9 m€ de créances (y compris conversion des OC).

Selon nos informations, la trésorerie de la Société à fin mars 2018 s'établit 245 k€. Pour poursuivre son activité, la Société a contracté le 12 avril 2018 avec la Société JMS Consultancy DWC (ci-après « JMS ») et le 18 avril 2018 avec un investisseur privé, respectivement un emprunt d'un montant de 1,0 m€ (dont il est prévu la capitalisation) et un emprunt obligataire de de 990 k€ (ci-après l'OC 3).

En conclusion, au vu de la situation de trésorerie à fin mars, la poursuite de l'activité nécessite une augmentation de capital en numéraire en complément de celle qui résultera de la conversion des créances que détient le Consortium. C'est pour répondre à cet impératif que deux investisseurs ont accordé en avril 2018 des financements pour 1 990 k€. Par ailleurs, la nature même de l'activité nécessitera de reconstituer des niveaux de fonds propres et une trésorerie de précaution suffisamment élevés pour restaurer la confiance des clients et pour obtenir des cautions bancaires indispensables à la conduite d'opérations d'export.



### 3. EVALUATION DE LA SOCIETE

---

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix envisagé pour l'Augmentation de capital s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce.

#### 3.1 Choix des méthodes d'évaluation

##### 3.1.1 Méthodes écartées

a) Actif net réévalué

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Sociétés ne sont pas réputés être comptabilisés en valeur de marché et la situation nette de la Société est négative.

b) ANR et somme des parties

La Société ne détient pas d'actifs dont il serait préférable d'estimer individuellement la valeur plutôt que globalement dans l'hypothèse de leur combinaison avec les autres facteurs de production. Par conséquent, la méthode de « l'actif net réévalué », ou le calcul de la « valeur mathématique » telle que défini par l'administration fiscale, ne sera pas mise en œuvre, l'évaluation de la Société consistant essentiellement dans la détermination de son goodwill, qui sera établi par la méthode du DCF.

c) Méthode de la rente de survalueur ou du goodwill

Cette méthode consiste à évaluer le goodwill à partir de l'actualisation de la fraction de bénéfice dépassant la rémunération exigée des capitaux engagés finançant les actifs immobilisés et le besoin en fonds de roulement. Vergnet n'ayant pas d'actifs immobilisés significatifs inscrits à son bilan en dehors d'écart d'acquisition, cette méthode serait ramenée à un calcul de rente sur fonds propres. On peut démontrer que cette approche est qui plus est redondante avec celle du DCF.

d) Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que le dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables. Pour notre part, nous considérons que le taux de distribution est une variable trop discrétionnaire pour offrir un multiple suffisamment fiable. Pour cette raison, nous lui préférons les multiples plus classiques basés sur des soldes intermédiaires de gestion et que nous mettrons en œuvre dans le cadre des approches analogiques.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la

distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés. Nous préférons à cette approche le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

e) Référence au cours de bourse avant suspension

La dernière séance de cotation intervenue le 21 juillet 2017 a fait ressortir un cours de bourse de clôture de 64 ¢ et un cours moyen pondéré par le nombre de titres échangés de 66 ¢. Au cours des 12 mois précédant la suspension, plus de l'équivalent de la totalité des titres existants ont été échangés à des cours dont les différentes moyennes pondérées arrêtées au 21 juillet 2017 sont décroissantes à mesure que se réduit la fenêtre de calcul, passant de 94 ¢ pour la moyenne 12 mois à 70 ¢ pour la moyenne 20 jours de bourse :

Périodes de calcul arrêtées au 21 juillet 2017	Plus haut	Plus bas	Cours moyen pondéré <sup>(1)</sup>	Nombre d'actions échangées	Volume moyen quotidien	% capital échangé	Jours de cotation
12 mois	1,80	0,62	0,94	33 905 059	134 544	160%	99%
6 mois	1,34	0,62	0,86	28 038 736	222 530	130%	98%
3 mois	1,15	0,62	0,83	23 488 599	372 835	108%	98%
20 jours de bourse	0,80	0,62	0,70	6 819 272	340 964	30%	100%
Spot	0,69	0,64	0,66	190 193	190 193	0,8%	

(1) Cours journaliers moyens pondérés par les volumes.

Comme indiqué précédemment, le cours de bourse depuis le mois de juillet 2015 a tendanciellement évolué à la baisse, passant d'un cours de clôture maximum de 3,42 € le 29 juillet 2015 à un plus bas de 62 ¢ le 12 juillet 2017.

Cette tendance baissière doit s'interpréter, selon nous, comme la prise en compte par le marché de deux scénarios probabilisés, avec d'une part un scénario de retour à meilleure fortune grâce au partenariat conclu avec Sinovel et de l'autre un scénario de faillite. Or, le contrat ayant été signé pour 3 ans et son échéance se rapprochant, le cours reflétait la prépondérance croissante du second scénario. Au moment de sa suspension, le cours avait encore une valeur proche de 20 % de celle atteinte après l'annonce du partenariat avec Sinovel, preuve que le marché n'avait pas encore totalement exclu le scénario de redressement. Toutefois, au rythme de baisse du cours constaté sur la période, l'extrapolation de la tendance laissait anticiper un cours proche de zéro à horizon de fin 2017/début 2018. La cessation des paiements est ainsi intervenue six mois plus tôt que ne le laissait entrevoir l'évolution du cours.

Ainsi, dans la mesure où :

- le cours de l'action est suspendu depuis plus de neuf mois soit le 21 juillet 2017 avant qu'intervienne le dépôt de bilan le 30 août 2017 ;
- les cours jusqu'au 21 juillet 2017 tiennent compte d'un scénario de retour à meilleure fortune dont la réalisation ne semble pas possible désormais sans procéder à une recapitalisation de la société et ;
- la présente augmentation de capital réservée par incorporation de passifs ne permet pas d'assurer à elle seule la pérennité de l'entreprise.

La référence aux moyennes de cours de bourses arrêtées à la date de suspension de la cotation ne nous semble pas pertinente et ne peut être retenue comme critère d'évaluation.

f) Méthode des comparables boursiers

Les sociétés cotées qui fabriquent des éoliennes sont de taille bien supérieure à celle de Vergnet et ne sont pas des concurrents, la Société n'étant plus présente depuis plusieurs années sur le marché des DOM-TOM et ne construisant pas d'éoliennes de haute puissance.

A titre d'information, les multiples boursiers des sociétés du secteur sont les suivants :

Multiples en date du 24 avril 2018

Société	Pays	Capi 24/04/18	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT		
			Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-17	Dec-18	Dec-19
Vestas Wind Systems A/S	Danemark	11 699	1,08x	1,04x	1,02x	6,63x	7,36x	7,17x	8,78x	10,22x	10,02x
Senvion SA	Luxembourg	683	0,35x	0,35x	0,28x	4,30x	5,98x	3,54x	7,59x	13,15x	5,77x
Nordex SE	Allemagne	946	0,35x	0,42x	0,38x	4,48x	7,85x	5,93x	7,43x	17,78x	13,83x
Siemens Gamesa Renewable Energy SA	Espagne	9 090	1,21x	1,17x	1,08x	11,59x	10,49x	8,72x	18,27x	16,27x	12,65x
<b>Moyenne panel</b>			<b>0,75x</b>	<b>0,75x</b>	<b>0,69x</b>	<b>6,75x</b>	<b>7,92x</b>	<b>6,34x</b>	<b>10,52x</b>	<b>14,36x</b>	<b>10,57x</b>
<b>Médiane</b>			<b>0,72x</b>	<b>0,73x</b>	<b>0,70x</b>	<b>5,55x</b>	<b>7,61x</b>	<b>6,55x</b>	<b>8,18x</b>	<b>14,71x</b>	<b>11,34x</b>

Source : Thomson Reuters

Leur application au chiffre d'affaires de 37,6 m€ attendu par le management en 2018 dans le plan d'affaires qu'il nous a remis, conduirait à une valeur de l'action de 50 ¢ par action en tenant compte du nombre d'actions dilué avant Augmentation de capital, soit de 31,3 millions de titres (cf. approche par le DCF).

Cette valeur constitue de toute évidence une borne haute dans la mesure où il conviendrait de lui appliquer une très forte décote pour tenir compte de la taille réduite de la Société et d'un niveau très inférieur de rentabilité opérationnelle.

Par ailleurs, aucun de ces grands constructeurs n'a présenté d'offre de reprise de Vergnet durant la période d'observation de la procédure de redressement judiciaire, ce qui indique que ni le fonds de commerce de la Société, ni ses brevets n'ont à leurs yeux de valeur suffisante pour être repris, même séparés des passifs de la Société. En conséquence, la transposition des multiples des sociétés cotées du secteur ne saurait permettre d'estimer la valeur actuelle du Groupe.

g) Méthode des transactions comparables

Les transactions que nous avons identifiées dans le secteur éolien ont été réalisées par de grands fabricants, Vestas et General Electric, et par Engie. Aucun de ces groupes n'a fait d'offre de reprise pour Vergnet. Ces transactions ne nous semblent donc pas transposables.

Pour mémoire, ces transactions ont été réalisées en moyenne sur la base d'un multiple d'EBE de 12,8x. La transposition de ce multiple aux prévisions 2018 et 2019 de la Société conduit à une fourchette de valeur comprise entre zéro et 85 ¢ par action. L'application du multiple à la prévision 2019 nécessiterait une forte décote compte tenu du risque d'exécution du plan.

Compte tenu de la situation de retournement de la Société et de son profil de risque, la référence aux transactions comparables ne nous semble pas pertinente.



### 3.1.2 Méthodes et références retenues

Nous avons mis en œuvre une approche multicritères, avec d'une part la transaction intervenue entre l'actionnaire de référence Bpifrance et le Consortium le 15 décembre 2017 et d'autre part une approche intrinsèque basée sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs ou discounted cash flow (DCF).

Cette évaluation est établie avant mise en œuvre de l'augmentation de capital réservée afin de pouvoir comparer la situation patrimoniale des actionnaires actuels au prix de 30 € envisagé pour l'Opération.

A cette date, nous retenons le nombre d'actions actuel de la Société, soit 23 409 854 actions, en tenant compte de la dilution minimum liée à la conversion des obligations convertibles OC1 et OC2, soit 7 973 480 actions nouvelles, tel que prévu dans le contrat d'émission, (à raison d'une action par OC). Le nombre d'actions dilué retenu s'établit ainsi à 31 383 334 actions.

## 3.2 Valeur intrinsèque par la méthode du DCF

### 3.2.1 Plan d'affaires

La mise en œuvre de la méthode du DCF repose essentiellement sur les prévisions financières de la Société. Ces anticipations sont issues du plan d'affaires qui nous a été communiqué le 5 avril 2018 et qui couvre la période correspondant aux dix exercices à venir, i.e. de 2018 à 2027. Ce plan d'affaires qui a été établi par le management correspond à sa vision la plus récente des perspectives de la Société. Il constitue la seconde version qui nous a été communiquée, la première correspondant à celle remise au Tribunal de commerce et datée du 21 décembre 2017. Entre la première version et la seconde, les prévisions financières de la Société ont été revues à la hausse, du fait de « la meilleure connaissance de la Société » de la part du Consortium.

Avec un carnet de commandes actuel de 30 m€, la Société espère réaliser un chiffre d'affaires compris entre 30 m€ et 40 m€ dès 2018 ce qui lui permettrait d'atteindre le point mort opérationnel. Elle table ensuite sur un doublement rapide du chiffre d'affaires pour atteindre à horizon de 5 ans 100 m€, avec une marge opérationnelle de l'ordre de 7 %.

Ces objectifs supposent de remporter tous les ans de grands appels d'offres et donc d'élargir le fonds de commerce actuel du Groupe qui se situe plutôt dans une fourchette de revenus comprise entre 20 m€ et 40 m€ annuels. Pour cette raison, les objectifs de ce plan ont été qualifiés « d'ambitieux » par le tribunal de commerce dans son jugement du 6 mars 2018. En l'absence d'innovation technique susceptible de se traduire par le dépôt d'un nouveau brevet et de nouveaux partenariats avec de grands fabricants, nous jugeons également que ce plan est très ambitieux et qu'il présente un aléa d'exécution élevé.

### 3.2.2 Taux d'actualisation

L'évaluation de la Société se place avant l'Augmentation de capital par conversion des créances détenues principalement par le Consortium et dans une moindre mesure par certains créanciers ayant choisi l'option de capitalisation dans le cadre du plan de continuation. A cette date, les passifs non capitalisés et moratoriés ne portent pas intérêts et les futures annuités de remboursement correspondantes constituent des cash flows opérationnels négatifs. A aujourd'hui, la seule dette financière est constituée de deux prêts accordés par des investisseurs sollicités par le Consortium pour un montant de près de 2 M€. Ces prêts ont vocation à être capitalisés à leur tour à brève échéance,



aussi nous considérerons que le Groupe doit être évalué selon une hypothèse de levier d'endettement nul<sup>21</sup>.

Par ailleurs, comme mentionné précédemment, la nature même du business model de la Société, requiert selon nous un financement sur fonds propres qui offre la souplesse adaptée pour faire face à l'aléa d'activité lié réparti sur un nombre limité de grands chantiers. Par conséquent, le taux d'actualisation correspond ici au coût des fonds propres à dette nulle.

Selon nos calculs, ce dernier s'établit à

19,26 % sur la base des éléments figurant dans le tableau ci-contre et dont la nature est décrite ci-après.

**Calcul du coût du capital à fin avril 2018 avant recapitalisation**

	BP Société
Taux dans risque	0,68%
Bêta	1,50
Prime de risque MEDAF	4,81%
<b>Rémunération du risque systématique</b>	<b>7,90%</b>
Primes additionnelles Large Caps	2,80%
Prime de taille moyenne	3,66%
Surcroît de prime de défaut	2,96%
Surcroît d'aléa de prévision	1,94%
<b>Coût du capital à dette nulle</b>	<b>19,26%</b>

a) Prime de risque anticipée du marché des actions dans la zone euro

La prime de risque du marché, au sens du MEDAF<sup>22</sup>, est anticipée à 5,11 % dans la zone euro, à un horizon de 5 ans. Cette prévision émane du bureau de recherche Fairness Finance. Elle correspond à la moyenne sur six mois glissants, arrêtée à fin janvier 2018, des prévisions de la prime de risque.

b) Risque systématique (bêta du titre au sens du MEDAF)

Il est retenu un bêta hors dette<sup>23</sup> de 1,50, égal au bêta moyen des sociétés présentant un risque de défaillance élevé (de notation proche de CCC)<sup>24</sup> et en tenant compte de l'effet diversifiant de la taille. Il convient de noter que le bêta des grandes sociétés du secteur est 1,15 avec une volatilité inférieure de moitié au moins à celle de l'action Vergnet. Même si le plan d'affaires de la Société devait se réaliser, la rentabilité de l'action conserverait selon nous une forte volatilité pendant plusieurs années.

c) Prime de risque pour biais de prévision

Selon les travaux de Fairness Finance<sup>25</sup>, en moyenne, il convient d'ajouter à la prime de marché anticipée une prime de risque additionnelle pour tenir compte de ce que les prévisions financières ne sont pas des espérances mathématiques au sens du MEDAF. Ainsi, à fin avril 2018, le coût du capital requis pour actualiser des prévisions émanant de cabinets d'analyse était supérieur 280 points de base en moyenne au rendement attendu par le MEDAF. Ce correctif corrige en premier lieu la non-prise en compte du risque de défaut dans les prévisions, lesquelles sont établies en cas de survie de la Société, comme pour les autres sociétés cotées. En second lieu, il est tenu compte d'une prime additionnelle, les prévisions financières étant systématiquement supérieures aux réalisations effectives.

<sup>21</sup> Les emprunts de 1,1 M€ et de 1 M€ contractés en avril 2018 auprès d'investisseurs privés et la trésorerie correspondant à ces financements sont ainsi neutralisés, les flux ultérieurs étant supposés financés sur fonds propres ou quasi-fonds propres.

<sup>22</sup> Modèle d'équilibre des actifs financiers.

<sup>23</sup> Calculé sur 3 ans à partir de rendements hebdomadaires et ajustés de l'effet de l'endettement à partir de la formule d'Hamada (Robert).

<sup>24</sup> Cf. « Risque de défaut et évaluation des actions », Roland Clère et Stéphane Marande, Matinale de la SFEV 19-12-2017, page 37, disponible sur le site de Fairness Finance : <http://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/14-50/matinale-de-la-sfev-du-19-12-2017.dhtml>

<sup>25</sup> Pour plus de précision, nous invitons le lecteur à se reporter aux fiches méthodologiques disponibles sur le site Fairness Finance, est plus particulièrement à la fiche n°3 : <http://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-34/fiche-n-3-compatibilite-avec-le-medaf.dhtml>.



d) Prime de risque liée à l'effet taille

Compte tenu de la capitalisation de la Société, nous estimons la prime de taille à 3,66 %, soit, selon les abaques de Fairness Finance, la moyenne du décile des sociétés cotées de taille équivalente. Cette prime est le reflet de la rentabilité additionnelle requise par les investisseurs à mesure que la taille de l'entreprise se réduit<sup>26</sup>. Cette prime de risque additionnelle incorpore principalement une composante risque de crédit et une composante résiduelle aux origines diffuses liées à la dégressivité des frais d'investissement et de gestion, à la liquidité ou autres, qui tendent à favoriser les sociétés de grande taille en créant un effet d'éviction aux dépens des autres.

e) Surcroît de prime de risque de défaut

Avant recapitalisation en numéraire, nous estimons que la société conserve un risque élevé de faire défaut qui la classe dans la catégorie « risque spéculatif » (ou « *non investment grade* »). Nous situons ce risque dans la catégorie CCC à CCC+, soit la catégorie « ultra spéculatif à risque élevé », qui est immédiatement supérieure la catégorie C à CCC- « défaut avec quelques espoirs de recouvrement » (la société ayant bénéficié d'un plan de continuation), et qui est immédiatement inférieure à la catégorie B- à B+ « très spéculatif ». La moyenne de la prime de taille précédente correspondant à une note B+ à BB-, il convient, selon nos abaques de retenir une prime de risque additionnelle de 2,96 %.

f) Surcroît de prime de risque pour aléa de prévision

La longue série des avertissements sur résultats publiée par la Société et des décalages intervenus entre signatures de contrats et mises en chantiers, ainsi que l'excès d'optimisme qui caractérise les plans d'affaires de la Société, nous conduisent à doubler le niveau de prime de risque pour aléa de prévision requis en moyenne pour justifier les cours des sociétés cotées dans la zone euro. Pour cette raison, nous tenons compte d'une prime additionnelle de 194 points de base.

g) Le taux sans risque

Égal à 0,68 %, il correspond à la moyenne, à fin avril 2018, du rendement des emprunts d'États dans la zone euro, de maturité égale à 10 ans et notés au moins AA, telle que calculée par Fairness Finance.

---

<sup>26</sup> Pour plus de détail, nous invitons le lecteur à prendre connaissance de la fiche technique n°4 sur le site Fairness Finance : <http://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-24/fiche-n-4-la-prime-de-taille-definition-et-domaine.dhtml>.



### 3.2.3 Valeur de rente : taux de croissance à l'infini et cash-flow normatif

Au terme de l'horizon de prévision du management, il est calculé une valeur résiduelle sur la base d'un cash-flow et d'une hypothèse de croissance normatifs, selon une formule de rente perpétuelle.

#### a) Cash-flow normatif

Pour ce type calcul, il est retenu le niveau de marge d'exploitation de 7 % prévu par le management pour un chiffre d'affaires récurrent de plus de 100 m€.

Dans ses prévisions le management a retenu une hypothèse de neutralité de la variation du besoin en fonds de roulement. Au vu de la croissance attendue, soit le quintuplement de l'activité par rapport à son niveau d'étiage de 2017, et un triplement par rapport à son niveau moyen historique hors Ashegoda, nous estimons cette hypothèse très optimiste, d'autant que le besoin en fonds de roulement oscille entre 30 % et 40 % du chiffre d'affaires hors années exceptionnelles (42 % en 2016 après neutralisation des postes hors norme). Sans être totalement impossible, ce scénario de neutralité du BFR nécessiterait d'obtenir de la part des clients des acomptes suffisants pour plus que compenser les délais de paiement relativement longs observés dans les comptes de la Société.

Nous avons donc retenu comme scénario central l'hypothèse de croissance du BFR proportionnelle à l'activité, et à titre de sensibilité, l'hypothèse de neutralité du BFR telle que retenue par le management. Pour la modélisation du BFR prévisionnel, nous avons retenu un montant d'acompte reçu égal à 6 % du chiffre d'affaires de chaque exercice prévisionnel, ce qui constitue la moyenne des comptes annuels depuis la fin du chantier Ashegoda, les valeurs ayant varié entre 1 % et 9%.

#### b) Taux de croissance normatif

Pour le calcul de rente perpétuelle à horizon 2027 il est retenu un taux de croissance de 2 %, soit une valeur majorée de 20 % par rapport au taux médian observé dans les notes d'offres visées par l'Autorité des marchés financiers au cours des 12 derniers mois et qui se situe à 1,7 %. Ce taux est cohérent ainsi avec la pratique de place qui tend à retenir au-delà de l'horizon de prévision explicite un taux de croissance proche 50 % de la croissance nominale tendancielle de l'économie (inflation et réelle). Cette approche est par ailleurs cohérente avec le modèle d'estimation de la prime de risque anticipée du marché, tel qu'élaboré par Fairness Finance<sup>27</sup>. La majoration de 20 % nous semble justifiée par le fait que les prévisions sont établies en cas de survie de la Société et que la demande qu'elle adresse étant mondiale et croît à un rythme supérieur à celui constaté en moyenne pour les sociétés de la seule zone euro.

### 3.2.4 Résultats et sensibilité de l'approche

Sur la base du plan d'affaires de la Société, corrigé de la croissance du besoin en fonds de roulement, la valeur de la Société s'établit selon nos calculs à 31 € par action, avant augmentation de capital réservée.

---

<sup>27</sup> Pour plus de précision, nous invitons le lecteur à consulter la fiche n°2 accessible sur le site : <http://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-2/fiche-n-2-l-approche-prospective.dhtml>

Cette valeur est comprise entre 20 ¢ et 37 ¢, selon que l'on fait varier le niveau d'acomptes reçus dans la fourchette observée dans les comptes 2014 à 2017.

Comme indiqué dans le tableau ci-contre, la valeur centrale correspond à une valeur des fonds propres de 9,6 m€ dont les deux tiers reposent sur la valeur résiduelle des flux post 2027 et le solde sur celle des reports déficitaires qui s'établissent à 55 m€ à fin 2017. La valeur des flux est nette des annuités de remboursement de la dette moratoriée du plan de continuation.

Calcul de la valeur par action	En M€
Valeur des flux à 10 ans	(0,3)
Valeur résiduelle actualisée	6,1
Valeur des déficits	3,8
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>9,6</b>
Nombre d'actions dilué avant Opération x10 <sup>6</sup>	31,383
Valeur en € par action	0,31

Si l'on retient le scénario, selon nous volontariste, de neutralité du BFR, alors il ressort une valeur de 69 ¢ par action. Cette dernière correspond à un taux d'acompte reçu sur chiffre d'affaires de près de 21 % qui n'a pas été observé dans les comptes de la Société en dehors la période d'exécution du contrat Ashegoda.

La sensibilité de la valeur au niveau de d'acomptes reçus en pourcentage du chiffre d'affaires et aux variations du taux d'actualisation est résumée dans le tableau ci-contre.

Valeur par action *		CCC	CCC+	B-
		19,3%	18,2%	17,1%
Avances client/CA	0,8%	0,20	0,24	0,28
	6,0%	0,31	0,35	0,40
	9,0%	0,37	0,41	0,47
	20,7%	0,69	0,74	0,80

\* Avec 31 383 334 actions

Comme l'indique ce dernier, des scénarios favorables se traduisant par un début de concrétisation du plan auraient potentiellement pour effet de réduire le risque de faillite et d'abaisser le coût du capital, engendrant un potentiel d'appréciation de la valeur. Toutefois, étant rappelé le caractère ambitieux des prévisions et leur risque d'exécution, ne serait-ce qu'en raison des retards de chantiers, les scénarios favorables requièrent de reconstituer une trésorerie de précaution et donc de procéder à une augmentation de capital en numéraire ou à recourir à des financements s'apparentant à des quasi-fonds propres.

La valeur de 31 ¢ par action nous semble donc assez théorique et celles qui lui sont supérieures, peu vraisemblables sans renforcement préalable des ressources financières de la Société et de la prise en compte d'un effet de dilution pour l'actionnaire.

Ces valeurs reposent par ailleurs sur l'hypothèse la plus favorable s'agissant des dettes qu'elle devra rembourser dans le cadre du plan de continuation. Rappelons que la Société réfute le bien fondé d'un certain nombre de demandes reçues par le mandataire judiciaire pour un encours total de 10,6 m€. Compte tenu de l'échéancier du plan, après actualisation, la prise en compte du remboursement de 10,6 m€ de dettes supplémentaires aurait un impact après actualisation de 11 ¢ par action, la valeur centrale par la méthode du DCF passant ainsi de 31 ¢ à 20 ¢ par action.

Nous avons par ailleurs examiné ce que serait la valeur de la Société sur la base du nombre d'actions dilué après augmentation de capital réservée, soit 57 651 772 actions (après conversion des OC3 et avant prise en comptes de l'exercice des BSA).

Toujours en se basant sur le plan d'affaires de la Société, il faudrait que se réalise l'un des deux scénarios suivants pour que soit retrouvée la valeur de 31 ¢ obtenue avant Opération :

- soit l'hypothèse de neutralité s'avère exacte et avec son risque de défaut actuel, CCC, l'action Société peut valoir 31 ¢ ;

- soit elle parvient à restaurer rapidement son risque de crédit et à réduire son coût du capital.

Valeur par action *		CCC	CCC+	B-	B	B+
		19,3%	18,2%	17,1%	16,0%	14,9%
Avances client/CA	0,8%	0,14	0,16	0,19	0,22	0,25
	6,0%	0,20	0,22	0,25	0,28	0,32
	16,0%	0,32	0,34	0,37	0,41	0,45
	20,7%	0,37	0,40	0,43	0,47	0,52

\* Avec 57 651 772 actions

Enfin, il convient de souligner que la valeur de la Société pour ses actionnaires est fortement impactée par son passif de redressement judiciaire. Ce handicap réhausse par conséquent le niveau d'activité à partir duquel le Groupe crée de la valeur pour l'actionnaire. Selon nos calculs, le maintien du niveau d'activité dans son intervalle historique (hors Ashegoda), soit entre 20 m€ et 40 m€ de chiffre d'affaires ne serait plus suffisant. Pour ce faire, le Groupe doit désormais dégager un chiffre d'affaires récurrent de plus de 50 m€ et réaliser son plan d'affaires pour abaisser son coût du capital et valoir plus de 30 ¢ par action.

### 3.3 Référence à la transaction Bpifrance ARUM

Le 15 décembre 2017, Bpifrance a cédé à ARUM International pour 5 € symboliques sa participation de 42,47 % dans le capital de la Société, les OC1 et OC2 qu'elle détenait, ainsi que la moitié des avances en compte courant qu'elle avait accordées. Comme indiqué dans le tableau ci-après, la conversion des OC selon la parité prévue dans leur contrat d'émission, soit de 1 action nouvelle pour une OC, confère à leur propriétaire le contrôle du capital de la Société.

	Actions ordinaires	En % du total	Dilution des OC1 et OC2	Nombre d'actions dilué	En % du total
ARUM International	9 942 080	42,47%	7 973 480	17 915 560	57,09%
Flottant	13 467 774	57,53%	0	13 467 774	42,91%
Nombre d'actions	23 409 854	100,00%	7 973 480	31 383 334	100,00%

Cette transaction nous semble donc constituer une référence majeure pour apprécier la valeur de la Société avant recapitalisation et mise en place de nouveaux financements.

Nous avons examiné le contrat cession des titres et des créances détenues par Bpifrance. Nous n'y relevons pas d'accords connexes qui pourraient constituer un complément de prix. Par ailleurs il convient de préciser que Bpifrance qui conserve une créance de plus de 1 m€ au titre de la quote-part d'avance en compte courant qu'elle n'a pas cédée, a opté pour l'option de remboursement en dix annuités, proposée aux créanciers dans le cadre du plan de continuation.

En conséquence, en cohérence avec ce que laissait supposer l'évolution du cours de bourse de l'action Vergnet jusqu'à sa suspension de cotation, la valeur de la Société à fin décembre 2017 était bien nulle, en rapportant le prix payé à Bpifrance au nombre d'actions qu'elle détenait.

Cette absence de valeur pour les actionnaires est selon nous par ailleurs confirmée par le niveau des offres reçues par l'administrateur judiciaire et qui consistaient majoritairement en des reprises d'actifs sans les passifs de la Société. Il convient enfin de rappeler que la Société a fait mention à de multiples reprises de son souhait de s'adosser à un partenaire industriel et qu'aucun des grands constructeurs d'éoliennes, pas même Sinovel, n'ont manifesté d'intérêt en ce sens, ni avant ni pendant la période d'observation.

## 4. APPRECIATION DE LA VALEUR DES CREANCES DETENUES PAR ARUM

### 4.1 Estimation de la valeur avant conversion des créances détenues par ARUM

Les créances détenues par ARUM dont le montant s'élève à 8,3 m€ en valeur nominale et dont la conversion en capital est envisagée, auront une contre-valeur de 7,5 m€ en cas de conversion au prix de souscription envisagé de 30 ¢<sup>28</sup>. Ces dernières doivent être considérées comme des quasi-fonds propres s'agissant des OC et des comptes courants cédés par Bpifrance, étant rappelé que la Société n'avait plus accès au crédit.

Néanmoins, si l'on considère ces dernières plutôt comme de simples dettes, alors leur valeur de marché pourrait être estimée selon plusieurs hypothèses :

- Sur la base d'une notation de la Société estimée à CCC (hypothèse 1), identique à celle retenue dans l'approche DCF, selon nos bases, le taux d'actualisation exigé serait alors de 10,7 % pour une dette moratorisée sur 10 ans, conduisant à une valeur présente de 4,6 m€. Cette valeur est toutefois théorique car elle repose sur une notation qui suppose une recapitalisation de la Société, et qui donc ne résulterait pas de la conversion des créances en question. Par conséquent, ce taux s'applique selon nous uniquement aux créances détenues par d'autres créanciers qu'ARUM et ayant opté pour le plan de remboursement en 10 ans ;
- En l'absence de recapitalisation par incorporation des 8,3 m€ de créances d'ARUM, nous estimons la notation de la Société au mieux à CC, (hypothèse 2), ce qui conduirait à un taux d'actualisation de 14,4 %, lequel correspond à une valeur présente des créances de 3,7 M€. Mais, dans un tel scénario la valeur de l'action serait nécessairement inférieure à 30 ¢ par action du fait de la moindre recapitalisation de la Société par rapport à ce que prévoit l'Opération envisagée ;
- En cas d'option pour le remboursement à deux ans avec abandon de 75 % des créances, i.e. pour le choix n°2 du plan de redressement, (hypothèse 3), la valeur des créances ressortirait selon nos calculs à 1,8 m€, avec un taux d'actualisation de 7,3 % correspondant à un risque noté CC, l'effet positif pour la Société de l'abandon de 75 % des créances étant compensé par l'accélération de l'échéancier de remboursement comparé à un amortissement progressif sur 10 ans tel que prévu par le plan de continuation. La valeur de l'action serait donc également inférieure à 30 ¢ ;
- Enfin, en cas de faillite, nous parvenons à une valeur de liquidation comprise entre 1,8 m€ et 2,6 m€, selon qu'il est donné raison ou non aux créances contestées par la Société, lesquelles s'élèvent à 10,6 m€. Toutefois, ces valeurs de liquidation devraient sans doute se voir appliquer une décote prudentielle au vu des offres de reprise partielles reçues par l'administrateur judiciaire, faisant ressortir des valeurs d'actifs comprises entre 170 k€ et 500 k€. Dans ce scénario, la valeur de l'action serait nulle.

Valeurs des créances en fonction des scénarios retenus	En M€
Valeur actualisée des créances hypothèse 1	4,6
Valeur actualisée des créances hypothèse 2	3,7
Valeur actualisée des créances hypothèse 3	1,8

La valeur théorique des créances acquises par ARUM International, en l'absence de conversion, s'inscrit ainsi dans une fourchette large comprise entre 1,8 m€ et 3,7 m€, du fait de l'incertitude pesant sur le redressement de la Société. Ce dernier dépend étroitement de l'incorporation de ces dettes, laquelle doit être entreprise dans l'intérêt de la Société et de l'ensemble de ses actionnaires, et est indispensable pour justifier notre valeur centrale par le DCF, que nous considérons comme optimiste sur la base du plan

<sup>28</sup> Les OC1 et OC2 sont converties à raison de 1 OC pour une action, ce qui est moins favorable que le prix de souscription envisagé de 30 ¢, le nominal des OC étant de 40 ¢ par titre.



d'affaires présenté. Ces valeurs de créances en cas de non conversion sont donc purement théoriques, leur acquisition et leur capitalisation ayant été dès l'origine un des engagements du Consortium vis-à-vis du Tribunal de commerce.

#### 4.2 Impact net pour ARUM de la conversion de ses créances

La valeur des 24,9 millions d'actions qu'il est envisagé de remettre à ARUM en échange des créances qu'elle détient, s'inscrit dans une fourchette comprise entre zéro et 9,2 m€ (après dilution du nombre d'actions), selon que l'on retient pour la borne basse le prix de la transaction avec Bpifrance et pour la borne haute la valeur par action issue du DCF après dilution du nombre d'actions avec l'hypothèse de BFR la plus favorable (cf. supra la neutralité de la croissance de l'activité sur le BFR).

Scénario	Valeur de l'action en € après dilution	Valeur de marché des actions souscrites en k€	Décote / prime sur valeur nominale
Faillite et prix de la transaction Bpifrance	0,00	-	-100%
Acomptes = 6 % du CA	0,20	4 999	-39%
Acomptes = 16 % du CA	0,32	7 882	-5%
Acomptes = 20,7 % du CA	0,37	9 236	12%
<b>Moyenne</b>	<b>0,22</b>	<b>5 529</b>	<b>-33%</b>

Cette fourchette de valeurs des actions remises à ARUM en échange de ses créances se compare à la fourchette de valeur des créances avant conversion comprise entre 1,8 m€ et 3,7 m€, précédemment calculée. Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, en optant pour la conversion, l'espérance de gain de cette stratégie se situerait à environ 2,8 m€, entre une plus-value potentielle maximum de 5,5 m€ et une perte estimée à 1,8 m€, en l'absence de boni de liquidation pour l'actionnaire en cas de faillite :

Fourchette de valeur	Valeur des créances détenues par ARUM avant conversion (en k€)	Valeur de marché des actions souscrites en k€	Plus/(moins)-value latente potentielle
Maximum	3 740	9 236	5 496
Valeur moyenne	2 767	5 529	2 762
Minimum	1 794	-	(1 794)

ARUM accepte ainsi un risque de perte totale de valeur en contrepartie de la possibilité de dégager une plus-value additionnelle comparée à la valeur de marché de ses créances. Cette vision demeure toutefois très théorique et doit, selon nous être complétée par l'analyse de son profil de gain par rapport à sa mise de fonds effective avant recapitalisation, soit 1,5 m€ d'avance en compte courant. Comme indiqué ci-dessous, selon cette approche, son profil de gain potentiel varie entre une perte de 1,5 m€ et un gain de 7,7 m€, avec une espérance de 4 m€.

Fourchette de valeur	Avance en compte courant d'ARUM	Valeur de marché des actions souscrites en k€	Plus/(moins)-value latente potentielle
Maximum	1 500	9 236	7 736
Valeur moyenne	1 500	5 529	4 029
Minimum	1 500	-	(1 500)

Il convient de relever toutefois que la grande majorité des créanciers de la Société (représentant près de 15 m€ de créances sur un total de 16 m€ hors ARUM<sup>29</sup>) ont rejeté la conversion en capital et ont opté pour un règlement de leurs créances étalé sur 10 ans.

<sup>29</sup> Et hors créances contestées par la Société qui ont opté pour le plan de remboursement sur 10 ans

## 5. CONCLUSION

Avant que ne soit procédé à l'Augmentation de capital réservée soumise au vote de l'assemblée générale de la Société, sur la base des informations qui nous ont été communiquées, nos travaux nous conduisent à une fourchette d'évaluation de l'action Vergnet comprise entre zéro et 31 ¢.

Le bas de cette fourchette correspond au prix par action résultant de l'acquisition du contrôle de la Société par ARUM International auprès de Bpifrance. Le haut de la fourchette correspond à la valeur centrale obtenue par la méthode du DCF. Compte tenu du risque élevé d'exécution du plan d'affaires sur lequel repose cette évaluation et du risque de défaillance du Groupe, l'écart d'un centime d'euro constaté entre le prix envisagé pour l'augmentation de capital, soit 30 ¢, et cette valeur centrale, n'est pas significatif.

Par ailleurs, nous attirons l'attention des actionnaires sur le caractère très ambitieux du plan d'affaires de la Société, tout comme l'a fait le Tribunal de commerce dans le rendu de son jugement du 6 mars dernier, et sur le fait qu'en raison du niveau de sa dette de redressement judiciaire, la Société doit impérativement accroître son fonds de commerce historique pour créer de la valeur pour ses actionnaires.

Nous ajoutons que la valeur de la Société avant recapitalisation n'a qu'un caractère indicatif et théorique, tant la reconstitution des fonds propres de la société ainsi que celle d'une trésorerie de précaution nous semblent indispensables pour restaurer le crédit de l'entreprise auprès de ses clients et espérer réaliser son plan d'affaires.

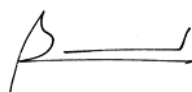
S'agissant de la situation patrimoniale de l'actionnaire principal ARUM et compte tenu de son investissement effectif dans la Société de 1,5 m€, les différents scénarios retenus conduiraient à un gain potentiel moyen de l'ordre de 4 m€, compris entre une perte totale de son investissement (soit une moins-value de 1,5 m€), et une plus-value maximum de 7,7 m€, étant précisé que la majeure partie des créanciers de la société ont opté pour le remboursement de leurs créances étalé sur 10 ans au lieu de la conversion en capital qui leur été également proposée.

Enfin, les BSA étant remis gratuitement à l'ensemble des actionnaires à due concurrence de leur participation dans le capital de la Société, leur attribution n'est pas de nature à affecter l'équilibre des situations patrimoniales à l'issue de l'Augmentation de capital.

Compte tenu de ce qui précède, nous sommes d'avis que le prix d'émission de 30 ¢ envisagé pour réaliser l'Augmentation de capital est équitable et n'est pas de nature à léser les intérêts patrimoniaux des actionnaires qui n'y participent pas.

Fait à Paris le 18 mai 2018

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal



Eric Blache

Associés

**BMA**

Advisory & Support

