

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ HORIZON SAS
SUR LA SOCIÉTÉ PARROT SA**

**NOTE D'ANALYSE PRÉLIMINAIRE DU RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT
REPRIS DANS LE PROJET DE NOTE EN RÉPONSE DE PARROT SA**

Valphi SAS

Préambule

Cette note a été établie par Valphi SAS (ci-après « **Valphi** ») à la demande de Moneta Asset Management (« **Moneta AM** »), actionnaire depuis 2013 de la société Parrot SA (« **Parrot** » ou la « **Société** »), à travers des fonds dont elle assure la gestion.

Le 6 février 2019, Moneta AM a sollicité Valphi afin d'établir une lecture critique du rapport de l'expert indépendant, Finexsi SA (« **Finexsi** »), tel qu'il figure dans le projet de note en réponse de la société Parrot rendu public le 29 janvier 2019, à la suite du projet d'OPA sur les actions et BSA de Parrot, initié par la société Horizon, elle-même contrôlée par le PDG de la société Parrot (« **l'Offre** »).

Depuis l'introduction en 2006 du titre VI sur l'expertise indépendante dans le livre II du règlement général de l'AMF, les travaux des experts indépendants dans les situations d'offres publiques sont encadrés par les dispositions réglementaires correspondantes et par une instruction et une recommandation établies par l'AMF.

Ainsi, l'instruction AMF n°2006-08 invite les experts à conclure sur « *le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre publique ou de l'opération concernée* ».

Dans le cas de l'Offre Parrot, l'expert indépendant conclut son rapport d'évaluation en indiquant que « *l'accès à la liquidité au prix d'Offre revêt un caractère équitable pour l'actionnaire de Parrot d'un point de vue financier* ».

La note en réponse de la Société au projet d'Offre rappelle que le conseil d'administration de Parrot s'est réuni le 28 janvier 2019 et a invité le représentant de Finexsi, M. Péronnet, à présenter ses travaux finalisés et son rapport aux membres du conseil, travaux dont il ressort, selon le compte-rendu repris dans la note en réponse, que « *le prix de 3,20 euros par action Parrot et le prix de 0,01 euro par BSA de tranche 1 et de 0,01 euro par BSA de tranche 2 que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre, sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Parrot et les porteurs de BSA* ».

S'agissant d'une offre publique qui valorise Parrot à environ 97 millions d'euros, alors que cette Société n'a pas de passif significatif, une trésorerie nette de 172 millions d'euros au 30 septembre 2018 (estimée à 160 millions d'euros au 31 décembre 2018) et qu'elle a

annoncé par la voix de son directeur général délégué le 23 novembre 2018 qu'elle prévoit de « disposer à fin 2019 d'environ 100 millions d'euros de trésorerie nette et d'un portefeuille de sociétés et de participations de premier plan »⁽¹⁾, la reconnaissance du caractère « équitable » des conditions de l'Offre suscite des interrogations légitimes, au moment où l'AMF est amenée à apprécier la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires applicables.

Cette note s'attache à souligner divers aspects des travaux d'évaluation de l'expert indépendant, tels qu'ils ont été rendus publics, qui pourraient donner lieu à une approche et à des résultats différents.

Elle a été préparée par Valphi dans un délai lui permettant d'être portée à la connaissance du conseil d'administration de la Société ainsi qu'à celle des services concernés de l'AMF dans le respect du calendrier d'instruction du projet d'Offre.

Elle ne constitue pas une analyse critique exhaustive et vise à attirer l'attention de l'expert indépendant, des administrateurs indépendants de la Société et de l'AMF sur divers aspects des travaux communiqués au conseil d'administration, dont la conclusion a été prise en compte dans l'avis motivé formulé le 28 janvier dernier.

Cette note s'appuie sur l'information publique disponible et sur les échanges conduits avec Moneta AM, étant rappelé ici que Moneta AM a rencontré l'expert indépendant Finexsi dans le cadre de ses travaux le 17 décembre 2018 et lui a adressé, ainsi qu'à l'AMF, un courrier en date du 18 décembre 2018 sur la valorisation de la Société, courrier auquel Finexsi s'est attaché à répondre dans le cadre de son rapport d'évaluation (section 6.3.3.12).

Valphi est une société spécialisée dans l'analyse financière de sociétés cotées et non cotées. Elle intervient notamment sur des missions d'expertise indépendante dans des contextes d'offres publiques. Avant d'être sollicitée par Moneta AM pour examiner le rapport Finexsi, Valphi n'était pas associée à cette opération et n'avait aucun conflit d'intérêts avec les intervenants à ce projet d'Offre.

⁽¹⁾ Présentation téléphonique au format MP3 des résultats du 3^{ème} trimestre 2018 accessible depuis le site <https://www.parrot.com/fr/espace-finance>

Points de discussion proposés

Préambule.....	1
I. Sur le plan méthodologique, le rapport de l'expert indépendant introduit une confusion entre méthodes d'évaluation et critères de valorisation.....	4
II. L'expert indépendant écarte la référence à l'actif net comptable consolidé sur des motifs généraux, indépendamment des circonstances particulières de Parrot qui rendent cette référence pertinente	5
III. L'expert indépendant retient à titre principal la référence à la transaction Amiral Gestion sans rappeler les circonstances particulières qui ont pu conduire le gérant d'Amiral Gestion à céder ses lignes Parrot au lendemain de l'annonce des résultats du troisième trimestre	5
IV. L'expert indépendant fait valoir une prime sur le cours de bourse qui n'existe pas sur toute l'histoire boursière du titre si l'on omet les trois jours de bourse (vendredi 23 novembre 2018, lundi 26 novembre et mardi 27 novembre) qui ont suivi l'annonce des résultats du troisième trimestre et précédé l'annonce par la société Horizon de l'achat du bloc détenu par Amiral Gestion et du projet d'OPA.....	10
V. L'expert indépendant ne met pas en perspective l'ampleur de la réaction boursière du 23 novembre 2018 au regard des données financières du T3 communiquées et ne questionne pas la communication de la Société qui a conduit à une baisse de 55% du cours de bourse en clôture le 23 novembre 2018	11
VI. L'expert indépendant fait ressortir une valorisation de l'activité de drones grand public (Parrot Drones) comprise entre -106 M€ et -66 M€ par somme de flux de trésorerie annuels estimés, correspondant, pour la borne basse, à un arrêt de l'activité fin 2020 (scénario introduit par l'expert) et pour la borne haute à la reconnaissance d'une valeur nulle de l'activité à fin 2023	15
VII. L'expert indépendant retient sans justification une valeur de – 56,3 M€ à – 51 M€ pour Parrot SA par capitalisation à l'infini de « <i>coûts de fonctionnement futurs du holding</i> » à hauteur de 5 M€ par an, majorés au taux annuel de 1,5%.....	15
Conclusion	17

I. Sur le plan méthodologique, le rapport de l'expert indépendant introduit une confusion entre méthodes d'évaluation et critères de valorisation

Dans le contexte de la réforme de l'expertise indépendante intervenue en 2006, l'AMF s'est attachée à préciser les conditions de réalisation des expertises indépendantes, en distinguant d'une part les méthodes d'évaluation que l'expert est invité mettre en œuvre et d'autre part les références de valorisation qu'il doit examiner.

L'AMF indique notamment dans sa recommandation n°2006-15 qu' « *il existe deux familles de méthodes d'évaluation : (i) les approches analogiques [qui] consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques, (ii) les approches intrinsèques [qui] consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes et dans certains cas, l'actif net réévalué) ».*

Par ailleurs, les « *références de valorisation complètent l'analyse de l'expert indépendant en la confrontant à des indicateurs de valeur qui sont notamment : (i) la valeur comptable des actifs, (ii) le cours de bourse de la société, (iii) les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation, (iv) les cours-cibles des analystes ».*

La présentation retenue dans le rapport Finexsi ne retient pas cette distinction et fait ainsi disparaître la hiérarchie implicite introduite par le régulateur entre les méthodes d'évaluation que l'expert doit mettre en œuvre et les critères de valorisation qui complètent son analyse.

La méthode « *somme des parties* » est de fait la seule méthode d'évaluation employée par l'expert indépendant. Elle est présentée à la section 6.2.3 du rapport d'évaluation, entre la cession du bloc Amiral Gestion (6.2.1) et la présentation du cours de bourse (6.2.2) – cette méthode et ces références étant tous qualifiés de l'attribut « *à titre principal* » – et avant les objectifs de cours des analystes (6.2.4). De même la synthèse de résultat introduite en section 9 élimine toute distinction : la cession du bloc Amiral Gestion, la somme des parties et les diverses références aux cours de bourse y sont représentées graphiquement par des barres rouges toutes légendées sous le terme « *critères retenus à titre principal* ».

Le rapport de l'expert indépendant indique en page 42 : « *En définitive, dans la mesure où l'analyse du cours de bourse constitue une référence importante pour les actionnaires minoritaires dans le cadre d'une offre publique, et dans le contexte d'échanges importants de titres Parrot dans les séances précédant l'annonce de l'Offre, nous considérons cette méthode à titre principal ».*

Selon les termes de la recommandation AMF, l'analyse du cours de bourse ne relève pas d'une méthode d'évaluation (de surcroît « *à titre principal* »), pas davantage que le rappel d'une transaction récente sur le capital. Cette confusion sémantique réduit la portée des résultats obtenus par l'expert indépendant à travers la seule méthode d'évaluation qu'il a mise en œuvre, la méthode de la somme des parties, qui conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 2,5 euros et 4,7 euros par action, au-dessus donc, en valeur médiane, du prix d'Offre de 3,2 euros par action.

II. L'expert indépendant écarte la référence à l'actif net comptable consolidé sur des motifs généraux, indépendamment des circonstances particulières de Parrot qui rendent cette référence pertinente

Même s'il est reconnu, de manière générale, que l'actif net comptable d'une entreprise industrielle ou commerciale ne traduit pas ses capacités bénéficiaires et ne constitue souvent qu'une référence de valorisation plancher peu pertinente dans une approche d'évaluation multicritères, au cas particulier de Parrot il s'agit d'une référence forte, en raison du contexte de révision stratégique auquel ont conduit les derniers résultats de la Société et de la structure particulière de son bilan.

Dans un tel contexte, avec une visibilité limitée sur les performances commerciales futures, la lecture patrimoniale que permet le bilan de la Société ne peut être ignorée. D'autant que, sur la base des informations communiquées, le bilan de Parrot ne présente pas de complexité particulière : Parrot s'appuie sur un modèle de production largement externalisé et ne reconnaît pas de valeur d'actif immobilisé significatif, le niveau de son BFR est très faible, il n'existe pas non plus de passif significatif⁽²⁾ et les capitaux propres estimés de 166 M€ peuvent être rapprochés de la trésorerie nette de 160 M€.

Par ailleurs, les pertes importantes annoncées au 3^{ème} trimestre (-51,8 M€) incluent une dépréciation de l'écart d'acquisition à hauteur de -42,3 M€ (ainsi qu'une plus-value de cession de 12,8 M€ sur Parrot Faurecia Automotive) et ne sont pas représentatives de la consommation de trésorerie enregistrée sur la période.

Dans ces conditions, l'actif net de 5,6 euros par action constitue une référence forte.

Même si l'offre initiée par la société Horizon n'est pas une offre de retrait, on peut rappeler que l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 9 avril 2002, portant sur l'offre de publique de retrait de la société Simgar visant les actions de sa filiale Louis Dreyfus Citrus, a justifié la position du Conseil des marchés financiers (CMF devenu depuis l'AMF), lequel avait refusé de prononcer la recevabilité de l'offre au motif que le prix proposé revenait à ne pas tenir compte du montant des capitaux propres alors que ce prix « *faisait apparaître une décote de 43% par rapport au montant des capitaux propres du groupe au 30/06/2001* » et que « *l'impossibilité de dégager une valorisation par les méthodes analogiques* » faisait « *peser une incertitude sur le caractère pertinent* » de cette décote.

La Cour d'appel a jugé que le Conseil des marchés financiers avait estimé à bon droit que l'exclusion du critère de l'actif net comptable consolidé n'était pas justifiée car un critère « *[mérite] d'être pris en considération pour les informations propres qu'il [apporte] sur l'appréhension de la valeur des actions* » en ce qu'il intervient « *en complément de l'approche fondée sur la mesure de rentabilité retenue par l'évaluateur ; avec l'approbation de l'expert* ».

III. L'expert indépendant retient à titre principal la référence à la transaction Amiral Gestion sans rappeler les circonstances particulières qui ont pu conduire le gérant d'Amiral Gestion à céder ses lignes Parrot au lendemain de l'annonce des résultats du troisième trimestre

L'expert indépendant indique avoir retenu « *à titre principal* » la référence à la cession par la société Amiral Gestion d'un bloc de 9,59% du capital de Parrot, conclue à travers un contrat

⁽²⁾ Une partie du plan de réduction d'effectif dont le coût total est estimé à 15-20 M€ est provisionnée dans le bilan communiqué à fin 2018

de cession (*Share Purchase Agreement*, auquel Finexsi a eu accès) en date du 27 novembre 2018, au troisième jour de bourse suivant l'annonce des résultats du troisième trimestre 2018.

Aucun commentaire n'est apporté sur le contexte ou les motifs possibles de cette transaction, qui n'est pas non plus commentée dans la note d'information établie par la banque présentatrice, alors que le prix d'Offre ressort directement des conditions financières de cette cession de bloc.

Amiral Gestion est une société de gestion française qui rend publics les rapports mensuels et trimestriels de ses fonds Sextant PEA et Sextant PME dans lesquels la participation Parrot était logée.

A la fin du mois de mars 2018, alors que le titre Parrot s'échangeait à 5,2 euros, le rapport trimestriel de Sextant PEA indiquait : « *Parrot a été une déception ce trimestre, enregistrant un recul de 40%. La société continue à souffrir d'un marché drones grand public compliqué mais lancera un nouveau produit cette année. Ce potentiel n'est pas valorisé dans le cours de bourse aujourd'hui, le titre s'échangeant en effet au niveau de la trésorerie nette, majorée de la cession partielle de l'intérêt de 30% dans Parrot Automotive à Faurecia. Cette cession est possible à partir de 2019. Pourtant, Parrot dispose également d'une activité de drones professionnels en croissance et détient enfin une option de vente intéressante sur les 50% restants dans Parrot-Faurecia Automotive* ».

Dans le rapport trimestriel de Sextant PME à fin mars 2018, on lit : « *On notera la contre-performance du dossier Parrot, qui perd 40% depuis le début de l'année. Le fabricant français de drones a publié des résultats décevants sur le drone consommateur, tandis que l'accélération de la croissance sur le drone professionnel n'a toujours pas lieu. La valorisation de l'entreprise est aujourd'hui extrêmement faible, inférieure à sa position de trésorerie, alors que le groupe détient des positions très intéressantes à long terme dans le drone professionnel. Bien qu'il s'agisse d'une erreur d'investissement, le cours de bourse actuel nous semble valoriser une situation vraiment très détériorée, ce qui nous conduit à conserver la ligne, qui représente 1.7% du fonds* ».

La justification de la décision de gestion de céder les lignes Parrot est mentionnée dans le rapport trimestriel de Sextant PEA de décembre 2018 : « *Parrot : nous avons décidé de céder en fin d'année nos actions à la holding du fondateur sur un prix basé sur la prévision de trésorerie de la société à fin 2019 (€3.20). Nous considérons la stratégie de la société pour redresser la barre comme peu crédible au regard du rythme actuel de consommation de trésorerie (notamment sur les activités drones destinées au marché du grand public qui restent des marchés très concurrentiels)* ».

Sur le contexte dans lequel cette cession est intervenue, Amiral Gestion précise dans le rapport trimestriel de Sextant PME à fin décembre 2018 : « *Le dernier trimestre de l'année a été marqué par une purge sur les marchés, et en particulier sur les petites valeurs européennes. L'indice européen chute de 17% depuis fin septembre. Les valeurs françaises, impactées par le contexte politique, sont encore plus attaquées (CAC Small-21%, MSCI Small France -22%). [...] Cette purge ramène ainsi les niveaux de valorisation des small caps à des niveaux que nous n'avons pas vus depuis plusieurs années (Prix/Actif Net de l'indice MSCI Europe Small : 1.3x) et doit logiquement offrir des opportunités pour l'investisseur patient, malgré un contexte plus incertain* ».

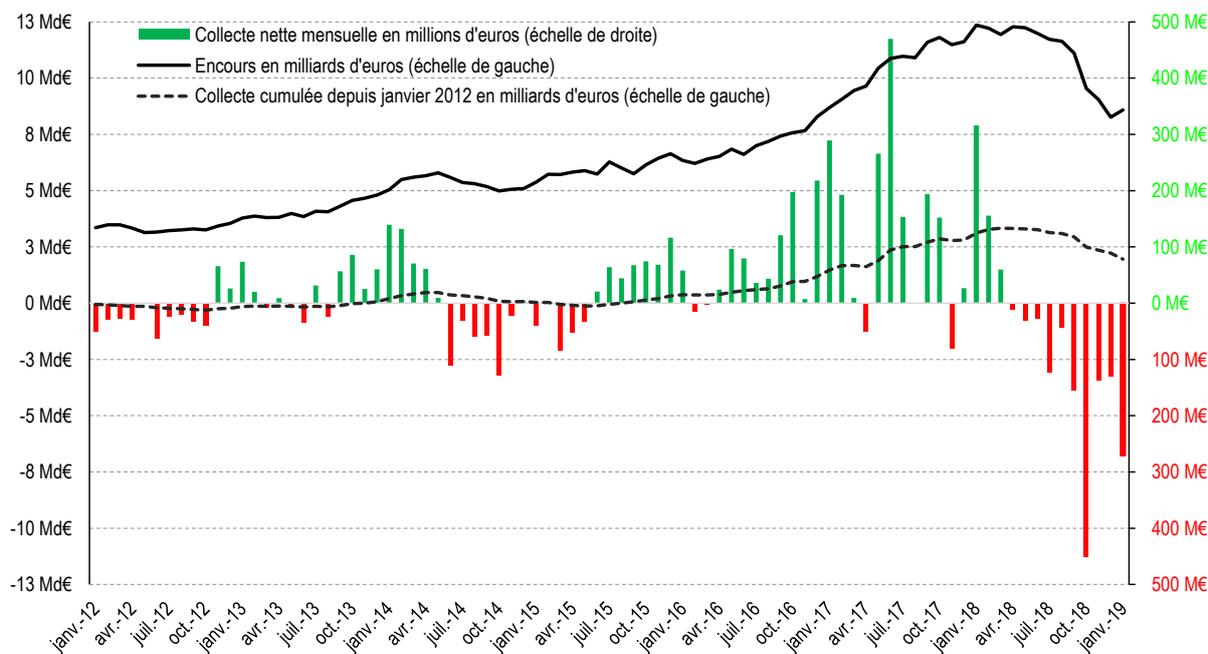
La « *purge* » auquel le gérant d'Amiral Gestion fait référence est intervenue dans un contexte particulier de retraits massifs enregistrés par les sociétés de gestion au 4^{ème} trimestre 2018, notamment en octobre, et de manière plus marquée encore sur les fonds investis sur le segment des petites et moyennes valeurs françaises.

Dans le graphique ci-dessous, la ligne noire continue (sur l'échelle de gauche) retrace l'évolution depuis le 1^{er} janvier 2012 des encours des sociétés de gestion sur les fonds Small & Mid Caps France (catégorie Morningstar), encours qui évoluent d'une part via la performance des fonds (variation de valeur liquidative) et d'autre part à travers les collectes et décollectes.

La série des barres verticales représente les collectes nettes mensuelles (barres vertes) et décollectes nettes mensuelles (barres rouges) de ces fonds (sur l'échelle de droite).

La ligne pointillée noire indique le cumul depuis le 1^{er} janvier 2012 des collectes et décollectes mensuelles (sur l'échelle de gauche).

Evolution des encours, de la collecte nette mensuelle et de la collecte nette cumulée sur les fonds Small & Mid Caps France (catégorie Morningstar) depuis le 1^{er} janvier 2012



Source : Bloomberg

Pour cette catégorie de fonds, à une phase de collecte nette quasi continue entre juin 2015 et mars 2018 a succédé, à partir d'avril 2018, une phase de décollecte, qui s'est renforcée à l'été 2018 et s'est brutalement accélérée en octobre 2018.

Des retraits très supérieurs à ceux observés ces dernières années ont été enregistrés au cours des derniers mois, amplifiant la baisse des encours. Ainsi, les encours de cette catégorie ont connu une baisse de 20,5% entre fin juin et fin octobre 2018, alors que l'indice CAC Small ressortait en baisse sur cette période de 14,4%.

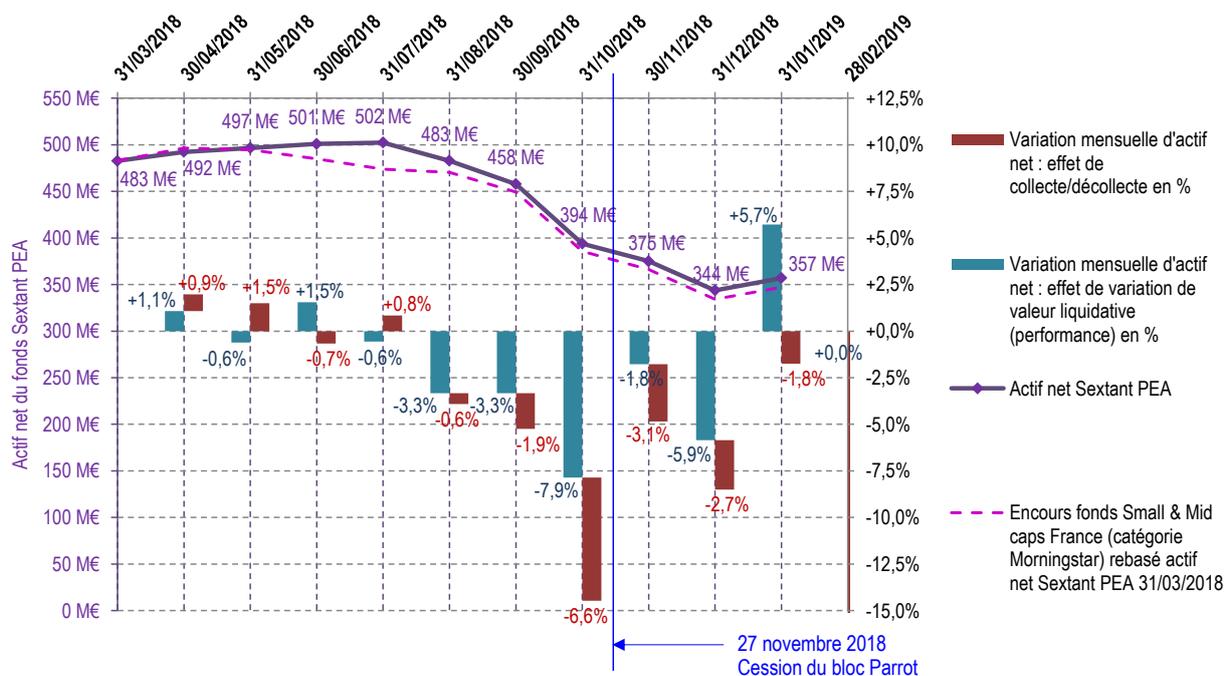
Dans ce contexte de décollecte importante et de diminution rapide des encours, les gérants de ces fonds ont été soumis à une pression vendeuse particulièrement forte au cours des derniers mois de l'année.

L'analyse peut être précisée dans le cas des fonds gérés par Amiral Gestion qui portaient les lignes Parrot (Sextant PEA et Sextant PME), à partir des données des rapports mensuels.

Sur le graphique ci-dessous, on a superposé à l'évolution depuis fin mars 2018 de l'actif net du fond Sextant PEA (ligne violette continue) l'évolution des encours de l'ensemble des fonds Small & Mid Caps France (catégorie Morningstar) évoquée ci-dessus, rebasée sur l'actif net Sextant PEA au 31 mars 2018, soit 483 M€ (ligne fuschia pointillée).

On a par ailleurs décomposé chaque variation mensuelle d'actif net de Sextant PEA en, d'une part, (i) un effet de variation de valeur liquidative (performance, barres bleues) et d'autre part, (ii) un effet net de collecte/décollecte (barres marron)⁽³⁾.

Evolution de l'actif net de Sextant PEA (ligne continue échelle de gauche) et décomposition des variations mensuelles en (i) performance (barres bleues – échelle de gauche) et (ii) effet de collecte/décollecte (barres marron) depuis le 31 mars 2018



Source : Rapports mensuels Amiral Gestion / analyse Valphi

On observe ainsi sur Sextant PEA une trajectoire d'actif net très similaire à celle identifiée sur l'ensemble des fonds Small & Mid Caps France, avec une forte accélération des décollectes en octobre.

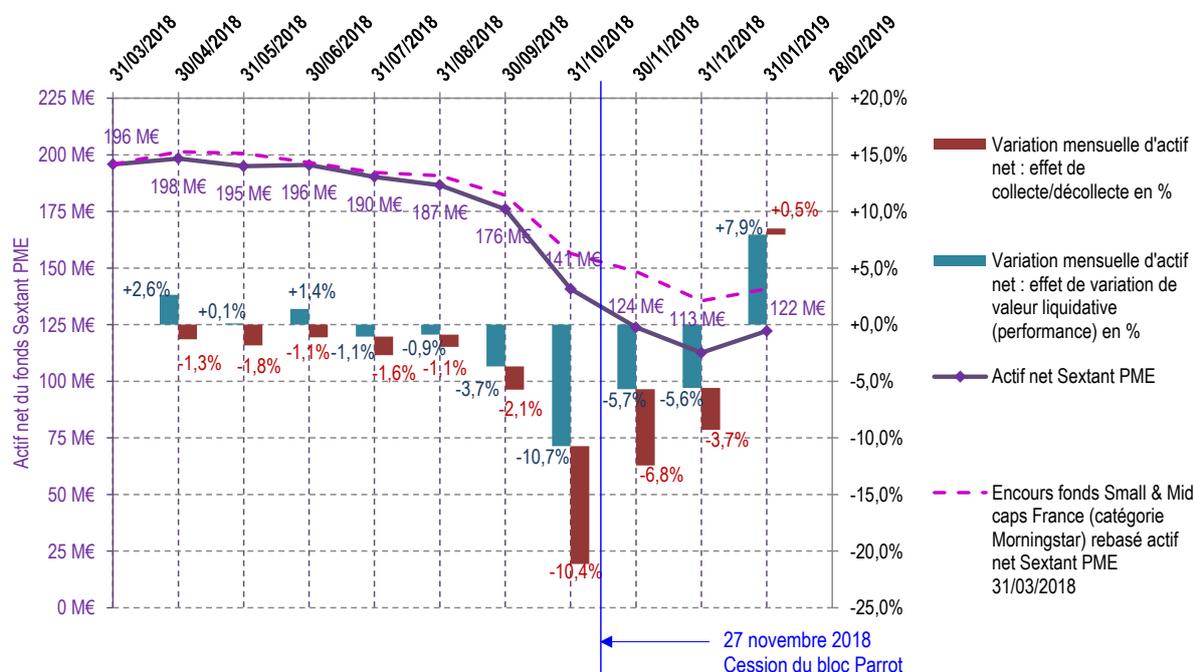
Entre fin mars 2018 et fin octobre 2018, les encours du fonds Sextant PEA ont diminué de -18,4% avec un effet performance de -12,7% et un effet de décollecte nette de -6,6%.

⁽³⁾ Si on note Δ_{VL} la variation mensuelle de valeur liquidative en % (performance), Δ_{AN} la variation mensuelle d'actif net en % et Δ_{Col} l'effet de collecte net mensuel, on a :

$$AN_{Mois\ n+1} = AN_{Mois\ n} \times (1 + \Delta_{AN}) = AN_{Mois\ n} \times (1 + \Delta_{VL}) \times (1 + \Delta_{Col}) \text{ et } \Delta_{Col} = \frac{1 + \Delta_{AN}}{1 + \Delta_{VL}} - 1$$

La même analyse conduite sur Sextant PME est présentée ci-après.

Evolution de l'actif net de Sextant PME (ligne continue échelle de gauche) et décomposition des variations mensuelles en (i) performance (barres bleues – échelle de gauche) et (ii) effet de collecte/décollecte (barres marron) depuis le 31 mars 2018



Source : Rapports mensuels Amiral Gestion / analyse Valphi

L'analyse sur Sextant PME révèle une décollecte plus importante encore que Sextant PEA au mois d'octobre, décalant la trajectoire d'actif net du fonds en dessous de celle de l'ensemble des fonds Small & Mid Caps France sur cette période.

Entre fin mars 2018 et fin octobre 2018, nous calculons une baisse des encours du fonds Sextant PME de -28,1% avec un effet performance de -12,1% et un effet de décollecte nette de -18,2%.

Entre fin mars 2018, quand le gérant Amiral Gestion indiquait que la valorisation de Parrot était « *extrêmement faible* » et fin octobre 2018, le cours de Parrot est passé de 5,22 € à 4,07 €, soit une baisse de -22,0%.

Dans la même période, les encours de Sextant PEA ont diminué de -18,4% et ceux de Sextant PME de -28,1% avec des effets de décollecte importants exerçant une forte pression sur la société de gestion.

Dans ce contexte particulier, la « *rationalité* »⁽⁴⁾ du gérant que la banque présentatrice met en avant pour justifier le prix d'Offre a été mise à l'épreuve par la baisse de 55% du cours de Parrot enregistrée dans la journée du 23 novembre 2018, suite à la publication des résultats du 3^{ème} trimestre.

⁽⁴⁾ Cf. Note d'information, Section 3.2.1. : « Le prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition du Bloc est considéré comme un point de référence pertinent, car déterminé à l'issue d'une négociation avec un investisseur rationnel. »

On peut s'interroger du reste sur la manière dont ces résultats ont été analysés par les professionnels du marché, en notant par exemple à l'écoute de l'enregistrement audio disponible sur le site de la Société que l'exposé de plus de 15 minutes réalisé par le directeur général délégué le 23 novembre 2018 avant l'ouverture des marchés pour présenter les résultats trimestriels n'a suscité qu'une seule (brève) question d'un analyste.

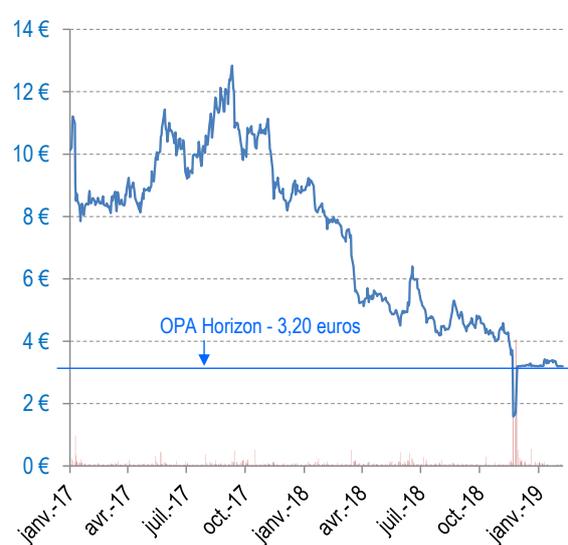
IV. L'expert indépendant fait valoir une prime sur le cours de bourse qui n'existe pas sur toute l'histoire boursière du titre, si l'on omet les trois jours de bourse (vendredi 23 novembre 2018, lundi 26 novembre et mardi 27 novembre) qui ont suivi l'annonce des résultats du troisième trimestre et précédé l'annonce par la société Horizon de l'achat du bloc détenant par Amiral Gestion et du projet d'OPA

La performance boursière de Parrot depuis 2006 est rappelée dans les graphiques ci-après.

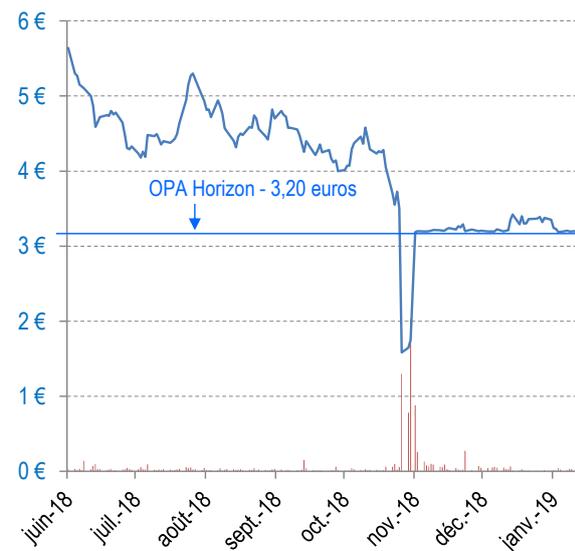
Cours depuis juin 2006 (introduction en bourse)



Cours et volumes d'échange depuis janvier 2017

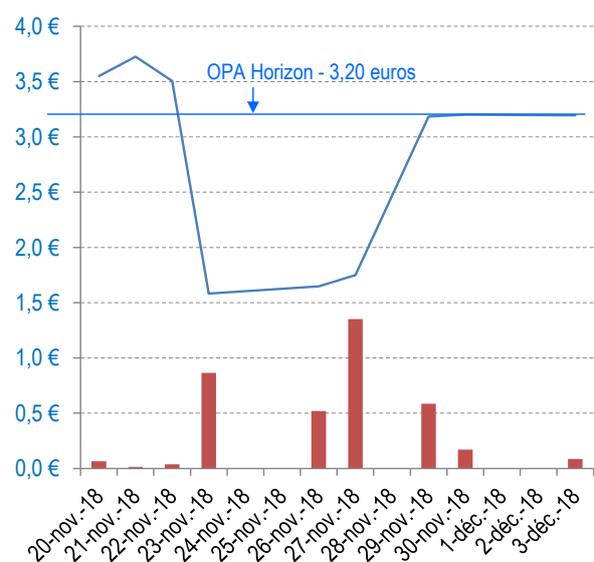


Cours et volumes d'échange depuis le 29 juin 2018



Source : données CIQ – S&P

Cours et volumes entre le 20 nov. et le 3 déc. 2018



Y compris bloc Amiral sur les volumes d'échange du 27/11

Le titre Parrot n'a jamais atteint un niveau inférieur au prix d'Offre avant l'annonce des résultats du troisième trimestre. Il s'échangeait jusqu'au 16 novembre 2018 à plus de 4 euros et le cours de clôture la veille de l'annonce (22 novembre 2018) était de 3,505 euros.

Parrot est une petite capitalisation, qui n'était suivie que par deux analystes au moment de l'annonce des résultats.

V. L'expert indépendant ne met pas en perspective l'ampleur de la réaction boursière du 23 novembre 2018 au regard des données financières du T3 communiquées et ne questionne pas la communication de la Société qui a conduit à une baisse de 55% du cours de bourse en clôture le 23 novembre 2018

L'expert indépendant fonde pour partie son jugement en équité sur le contenu informationnel des niveaux de cours atteint les 23, 26 et 27 novembre 2018⁽⁵⁾, au regard desquels l'offre de la société Horizon fait ressortir une prime substantielle.

Pour autant, l'expert indépendant n'apporte pas d'éléments d'analyse permettant d'appréhender ce qui dans les variations trimestrielles d'activité et de résultats et la manière avec laquelle elles ont été communiquées a pu susciter la réaction boursière du 23 novembre 2018, qui s'est traduite en clôture par une baisse du cours de 55%.

Les termes du communiqué du troisième trimestre introduisent l'idée d'un retournement brutal et inattendu du marché des drones grands publics qui a pénalisé la Société. Ainsi, dans son commentaire qui ouvre le communiqué des résultats du troisième trimestre de Parrot, le PDG de la Société annonce : « Cette fin d'année est compliquée par une forte baisse, inattendue, du marché des drones grand public qui est intervenue au moment du lancement de notre nouveau drone, le Parrot Anafi. ».

Cette idée est reprise par les deux analystes qui couvrent le titre :

- dans sa note publiée le 23 novembre 2018 à 8h38, l'analyste Oddo BHF abaisse son objectif de cours de 5,00 € à 3,20 € en indiquant : « Le groupe évoque un retournement brutal du marché cet été (forte baisse des volumes), non compensé par le lancement du nouveau drone ANAFI » ;
- dans sa note publiée le 26 novembre 2018, l'analyste Invest Securities abaisse son objectif de cours de 7,1 € à 1,4 € en indiquant : « [...] les chiffres sont catastrophiques. Le marché des drones GP s'est violemment retourné de manière inattendue ».

La Société met en avant une baisse de 40% en volume et de 33% du segment des drones de 500 euros à 800 euros⁽⁶⁾, mais, sur l'ensemble du marché des drones grands public, les données de marché reprises en p.16 du rapport Finexsi indiquent que le marché s'est contracté dès le quatrième trimestre 2017 et pas davantage au troisième trimestre 2018 qu'au deuxième trimestre.

⁽⁵⁾ On note par ailleurs à ce sujet que l'expert indépendant ne mentionne pas dans son rapport l'acquisition de 115 000 titres Parrot réalisés les 23 et 26 novembre à un cours compris entre 1,50 € et 1,65 € par le directeur général délégué de Parrot et une personne qui lui est liée au sens des déclarations AMF d'achat/vente de titres de dirigeants et mandataires (article L.621-18-2 du Code monétaire et financier)

⁽⁶⁾ Source : Invest Securities – 26 novembre 2018

Les baisses trimestrielles successives ressortent ainsi à :

- -6% au 4^{ème} trimestre 2017
- -12% au 1^{er} trimestre 2018
- -20% au 2^{ème} trimestre 2018
- -20% au 3^{ème} trimestre 2018

Selon ces observations, pour l'ensemble du marché des drones grands publics, la baisse enregistrée au T3 2018 est du même niveau que celle enregistrée au T2 2018 et succède à trois trimestres consécutifs de baisse.

Par ailleurs, au deuxième trimestre 2018, la Société a fortement abaissé les tarifs du drone Bebop 2 (de 599 euros à 399 euros en moyenne en Europe)⁽⁷⁾, provoquant une forte hausse des ventes du deuxième trimestre qui sont ressorties à +23% dans un marché global en baisse de -20%.

Dans ce contexte, le drone Anafi⁽⁸⁾ a été mis en vente au prix de 699 € le 1^{er} juillet 2018, soit un tarif qui ressortait 75% au-dessus de celui du drone Bebop 2⁽⁹⁾.

Les tarifs du drone Anafi ont depuis cette date été fortement revus à la baisse. Le drone Anafi est aujourd'hui disponible sur Amazon à 549 \$ aux Etats-Unis (contre 699 \$ en juillet 2018) et à 599 € en France (contre 699 € en juillet 2018). Le suivi des tarifs est rappelé dans les graphiques ci-après. On note à ce sujet qu'aucune baisse de tarif n'est intervenue avant le quatrième trimestre 2018.

Suivi du tarif Amazon du drone Anafi aux Etats-Unis



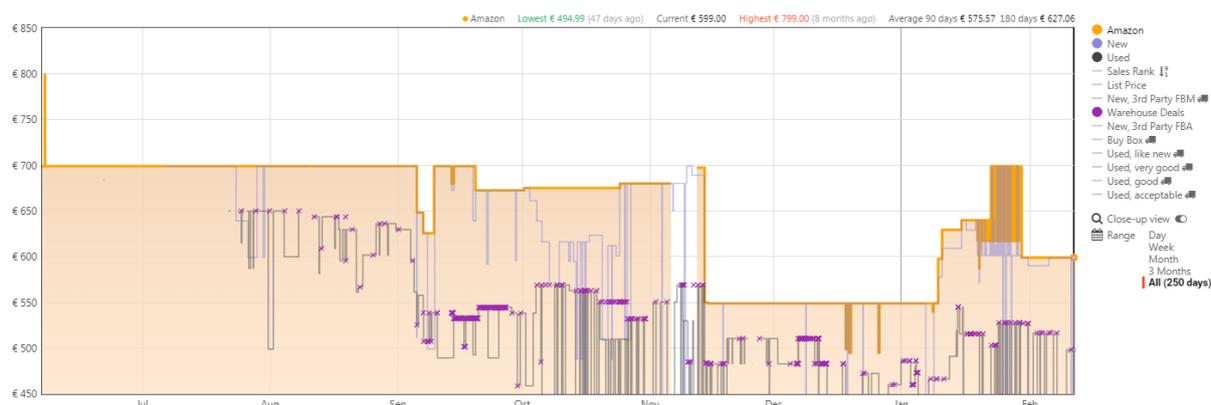
Source : Keepa.com

⁽⁷⁾ Source : Communiqué trimestriel des résultats du deuxième trimestre 2018 - Parrot

⁽⁸⁾ Dont le PDG indique le 8 juin 2018 « C'est un produit très important pour nous. Nous avons le sentiment que ce drone correspond à ce que veut le marché et à ce que recherchent les clients. Parrot est devenu une entreprise de drones à 100 %, avec un gros focus technologique. Nous étions une entreprise de télécoms travaillant sur des technologies liées au smartphone. Nous avons cédé à Faurecia toute notre partie automotive et objets connectés [suite au partenariat stratégique et capitalistique signé avec Faurecia le 24 mars 2017]. Nous avons également arrêté l'audio parce que nous pensons que le drone doit être au centre de notre activité. Et nous croyons en la convergence entre le grand public et le professionnel. »
<https://www.lesnumeriques.com/drone/parrot-anafi-est-drone-reconquete-a3773.html>

⁽⁹⁾ Source : Le PDG a été interrogé sur ce niveau de tarif le 7 juin 2018 : « 699 € pour le drone, est-ce selon vous le bon prix pour adresser le plus grand monde ? »
 « Oui. Le prix repose sur des considérations techniques et doit prendre en compte la concurrence. Ce qui compte c'est ce que l'on a pour ce prix par rapport à la concurrence. »
<https://www.lesnumeriques.com/drone/parrot-anafi-est-drone-reconquete-a3773.html>

Suivi du tarif Amazon du drone Anafi en France



Source : Keepa.com

Dans ce contexte, le rapport de l'expert indépendant ne fait nulle mention de l'hypothèse selon laquelle les conditions tarifaires du drone Anafi auraient pu être en décalage avec les attentes du marché (ce qui semble attesté par l'évolution des tarifs depuis octobre) ni ne rappelle qu'en baissant de 33% les tarifs du modèle précédent au 2^{ème} trimestre 2018 et en provoquant une hausse des ventes de 23% dans un marché en recul de 20% sur ce 2^{ème} trimestre, la Société a pu *de facto* limiter la demande initiale pour le drone Anafi.

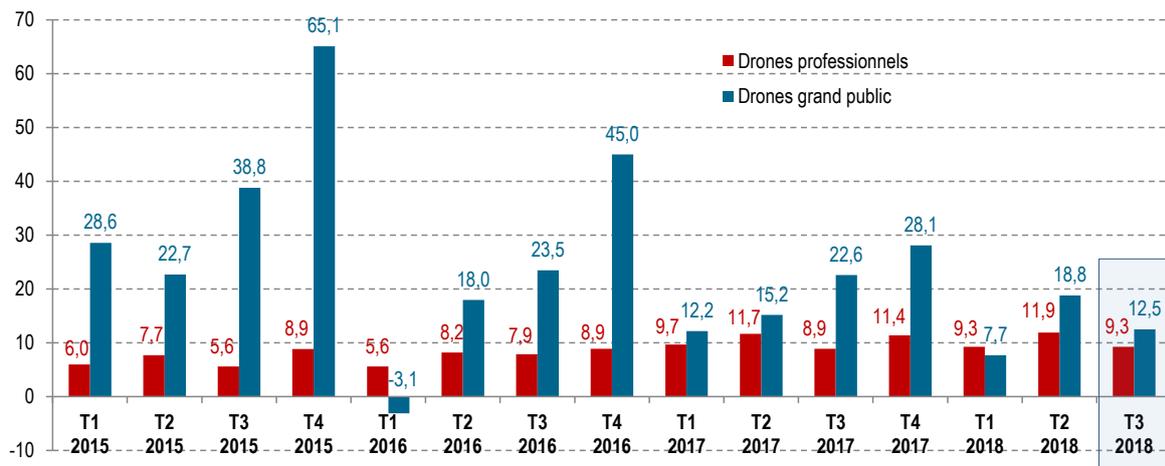
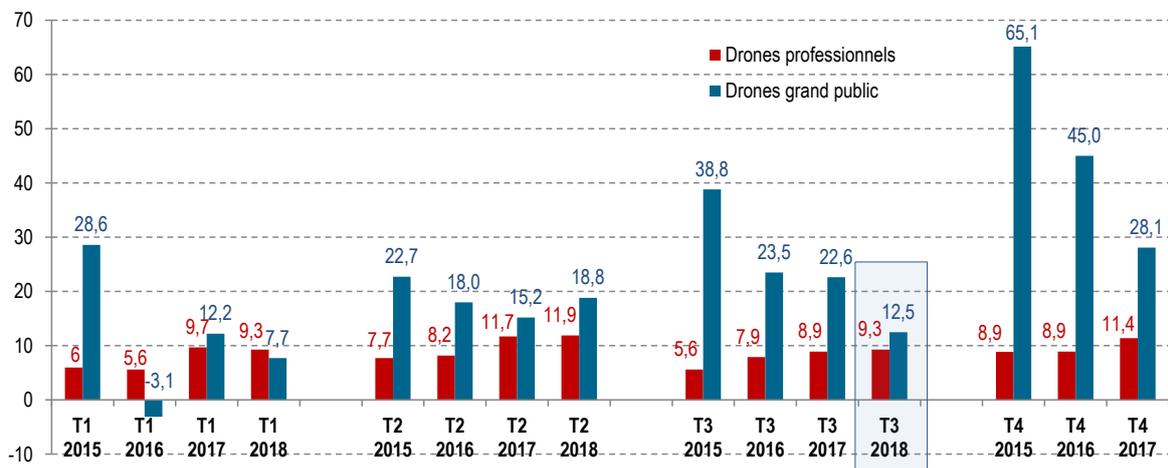
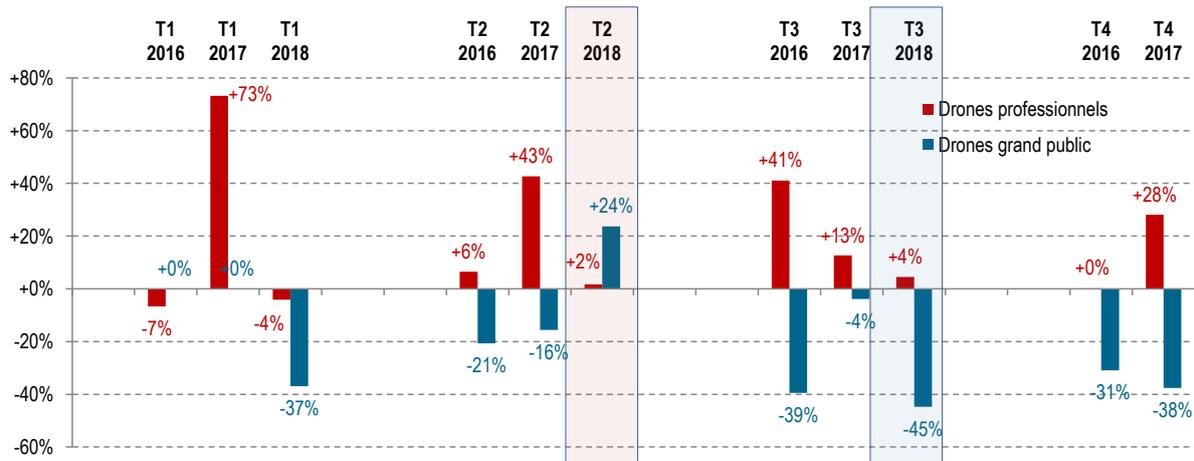
Ainsi, si l'on considère la période de 6 mois T2 + T3, les ventes de Parrot en drones grand public ressortent à 37,8 M€ en 2017 et à 31,3 M€ en 2018, soit une baisse de -17,2% alors que l'ensemble des ventes de drones grands public selon les données reprises par l'expert indépendant en p.16 de son rapport ont diminué de -20,5%.

Parrot a ainsi gagné des parts de marché, ce qui est explicitement confirmé dans le communiqué du T3, mais les analystes et intervenants de marché n'ont semble-t-il concentré leur attention que sur le « *retournement* » du marché évoqué.

Les données trimestrielles issues des communiqués de la Société depuis le T1 2015 sont présentées dans les graphiques ci-après.

Ils soulignent que la baisse de -45% enregistrée par Parrot sur l'activité drone grand public entre le T3 2018 et le T3 2017 n'est pas (malheureusement) d'un niveau exceptionnel dans l'histoire récente de la Société :

- des baisses consécutives de -21% et -39% ont ainsi été enregistrées au T2 et au T3 2016 respectivement ;
- des baisses consécutives de -38% et -37% ont été enregistrées au T4 2017 et au T1 2018 respectivement.

Chiffre d'affaires trimestriel (M€) des activités Drones de Parrot depuis le 1^{er} trimestre 2015

Chiffre d'affaires trimestriel (M€) des activités Drones de Parrot depuis 2015 – Présentation par trimestre

Idem – variation YoY


Source : Communiqués trimestriels Parrot

VI. L'expert indépendant fait ressortir une valorisation de l'activité de drones grand public (Parrot Drones) comprise entre -106 M€ et -66 M€ par somme de flux de trésorerie annuels estimés, correspondant, pour la borne basse, à un arrêt de l'activité fin 2020 (scénario introduit par l'expert) et pour la borne haute à la reconnaissance d'une valeur nulle de l'activité à fin 2023

Si une telle perspective (soit au mieux la reconnaissance d'une valeur nulle à fin 2023 sur l'activité de drones grand public) était partagée par le management de la Société, elle conduirait logiquement celui-ci à arrêter au plus vite cette activité.

Le 9 janvier 2017, Parrot a annoncé un plan de réduction d'effectifs de 290 postes sur les 840 que comptait alors l'activité grand public, pour un coût estimé de 45 millions d'euros.

Le plan de réduction d'effectifs annoncé le 23 novembre 2018 porte sur une centaine de postes sur les 291 que compte l'activité grand public à cette date (Parrot Drone). Le coût annoncé dans le communiqué de presse du troisième trimestre est de « 15 à 20 M€ ».

Ainsi, il devrait rester moins de 200 salariés à l'issue de ce plan de départ et on comprend mal, sur la base des coûts précédemment avancés, comment le coût total de fermeture de cette activité pourrait excéder 50 millions d'euros (il est du reste estimé à 30 millions d'euros par l'expert dans un scénario d'arrêt à fin 2020), le coût de fermeture devenant dans ces conditions un minorant de la valeur qui peut être associée à Parrot Drones.

Cette hypothèse est par ailleurs en contradiction avec la vision du PDG de Parrot (et initiateur de l'offre publique Horizon) telle qu'il l'a exprimée à plusieurs reprises et notamment le 7 juin 2018 dans un entretien avec l'équipe du site web *Les Numériques* :

« Notre division Drones business solutions représentent 27% du chiffre d'affaires quand celle grand public pèse 51%. Le B-to-B reste un petit marché, même si nous margeons plus sur ce segment. Nous débutons. Nous avons, par exemple, lancé en février dernier un drone pour l'agriculture dont les premiers retours sont excellents. Mais il y a aussi l'architecture, la 3D des bâtiments... L'idée est de développer une technologie et de l'adapter aux deux marchés. Si le hardware est le même, c'est le software qui va faire la différence. Et c'est ce qui est dur dans cette industrie. C'est sur le soft qu'il faut investir. Mais le gros business pour nous, c'est de vendre des drones en centaine de milliers d'exemplaires. Si dans la high-tech, le business professionnel des drones doit encore trouver sa place, je suis persuadé que le produit qu'il faut tirera sa technologie des produits grand public. Si vous regardez les smartphones, leurs processeurs et leurs capteurs photo, leur niveau technologique est extraordinaire. On ne fait pas mieux sur le marché et ce sont des produits pour le plus grand nombre. »⁽¹⁰⁾

VII. L'expert indépendant retient sans justification une valeur -56,3 M€ à -51 M€ pour Parrot SA par capitalisation à l'infini de « coûts de fonctionnement futurs du holding » de 5 M€ par an, majorés au taux annuel de 1,5%

Les hypothèses retenues par l'expert indépendant sur Parrot Drones correspondent de facto à l'arrêt des activités de la division grand public à brève échéance. Alors que 85% de

⁽¹⁰⁾ <https://www.lesnumeriques.com/drone/parrot-anafi-est-drone-reconquete-a3773.html>

l'activité drones professionnels est réalisée par deux filiales suisses autonomes, on peut s'interroger sur l'intérêt pour les actionnaires de la Société d'avoir à supporter « à l'infini » de tels « *coûts de fonctionnement futurs du holding* », majorés annuellement de « *l'inflation attendue des coûts du holding* » (Section 6.3.3.9, p.61 du rapport de l'expert indépendant).

On rappelle à ce sujet les termes employés par le directeur général délégué de Parrot lors de la présentation des résultats du troisième trimestre 2018 le 23 novembre dernier⁽¹¹⁾ :

« [...] Deuxième certitude : nous disposons d'un portefeuille de sociétés et de participations de premier plan, unique au monde. Sur un marché toujours en croissance, nous devons libérer la création de valeur de nos filiales et participations professionnelles et leur permettre de saisir toutes les opportunités de développement commercial. Nous passons à un mode de gestion autonome et indépendant ».

⁽¹¹⁾ Présentation téléphonique au format MP3 des résultats du 3^{ème} trimestre 2018 accessible depuis le site <https://www.parrot.com/fr/espace-finance>

Conclusion

Le dispositif réglementaire applicable en France aux offres publiques d'acquisition prévoit, dans certaines situations dont celle dans laquelle s'inscrit l'Offre de la société Horizon, la reconnaissance du caractère équitable des conditions financières proposées aux actionnaires minoritaires.

Indépendamment des qualités présumées de l'Offre pour la Société et pour l'ensemble des parties prenantes à son activité – et des débats d'experts qui peuvent être attachés à la portée de la notion d'équité en matière de réglementation boursière –, les points d'attention soulignés dans la présente note à l'endroit du travail de l'expert indépendant – dont les exigences de publicité imposées par la réglementation facilitent l'analyse contradictoire et contribuent ainsi à la préservation des intérêts patrimoniaux des actionnaires minoritaires – rendent incertaines les conditions qui permettraient au régulateur de reconnaître en l'état la conformité de l'Offre aux dispositions réglementaires existantes.

*