

PROJET DE NOTE ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT SES ACTIONS

INITIE PAR

HOLDING TIVOLY



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») le 19 avril 2022, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »).

Le projet d'offre publique d'achat simplifiée (l' « OPAS ») et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1, I, 1°, 2°, 4° et II du RGAMF, le rapport du cabinet Crowe Haf, représenté par M. Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans ce Projet de Note en Réponse.

Ce Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de Tivoly (www.tivoly.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais et sur simple demande auprès de Tivoly (266 Route Porte de Tarentaise, 73790, Tours en Savoie).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Tivoly seront mise à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'OPAS, selon les mêmes modalités, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE.....	4
1.1	Présentation de l'Offre	4
1.2	Contexte de l'Offre.....	5
1.2.1	Motifs de l'Offre.....	5
1.2.2	Acquisition du Bloc.....	6
1.2.3	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société.....	7
1.2.4	Déclaration de franchissement des seuils et d'intention.....	7
1.3	Caractéristiques de l'Offre	8
1.3.1	Termes de l'Offre	8
1.3.2	Modalités de l'Offre	8
1.3.3	Procédure d'apport à l'Offre	8
1.3.4	Calendrier indicatif de l'Offre	8
1.3.5	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	8
1.4	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	9
1.4.1	Contrat d'Acquisition en date du 15 mars 2022.....	9
1.4.2	Pacte d'Associés.....	9
1.4.3	Convention de prestations de services.....	9
1.4.4	Avenants aux baux commerciaux.....	9
1.4.5	Rémunération des principaux dirigeants	9
1.4.6	Autres accords dont la Société a connaissance.....	9
2	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	9
2.1	Composition du conseil d'administration de la Société	9
2.2	Avis motivé du conseil d'administration de la Société	10
3	INFORMATION DES SALARIES DE LA SOCIETE SUR L'OFFRE.....	16
4	INTENTION DES ADMINISTRATEURS.....	17
5	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	18
6	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	18
7	ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE	
	INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	19
7.1	Structure du capital de la Société	19
7.1.1	Répartition du capital et des droits de vote de la Société	19
7.1.2	Instruments donnant accès au capital	19
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	19
7.2.1	Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils.....	19
7.2.2	Transfert d'actions.....	20

7.3	Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société	20
7.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titre.....	20
7.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	20
7.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	20
7.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote	20
7.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	21
7.8.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs	21
7.8.2	Règles applicables à la modification des statuts.....	21
7.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	21
7.10	Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société	22
7.11	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs, les salariés ou les dirigeants, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	22
7.12	Mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la Société a mis en œuvre ou décidé de mettre en œuvre	22
8	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES RELATIVES A LA SOCIETE	22
9	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	22
ANNEXE 1	23

1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 du RGAMF, la société Holding Tivoly, une société par actions simplifiée, au capital social de 828.443,00 euros, dont le siège social est situé 39-41, rue Louis Blanc – 92400 Courbevoie et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 325 507 994 RCS Nanterre (« **Holding Tivoly** » ou l'« **Initiateur** ») propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Tivoly, société anonyme au capital social de 11.079.900,00 euros, dont le siège social est situé 266, route Porte de Tarentaise – 73790 Tours en Savoie, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Chambéry sous le numéro 076 120 021 (« **Tivoly** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises sur Euronext Growth sous le code ISIN FR0000060949, mnémonique ALTIV, d'acquérir, la totalité de leurs actions Tivoly (les « **Actions** ») au prix unitaire de 42,05 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »). Il est rappelé que les Actions ont fait l'objet d'un transfert du marché Euronext au système multilatéral de négociation Euronext Growth le 25 janvier 2021, et qu'en conséquence, les dispositions de l'article 231-1, 4° du RGAMF s'appliquent à l'Initiateur et à la présentation de l'Offre

L'Offre fait suite aux acquisitions suivantes :

- L'acquisition par la société Peugeot Frères Industrie, société par actions simplifiée à associé unique, au capital de 4.158.760 euros, dont le siège social est situé 66, avenue Charles de Gaulle – 92200 Neuilly sur Seine, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 832 128 375 (« **Peugeot Frères Industrie** »), le 15 mars 2022, d'un nombre total de 8.401 actions de l'Initiateur, représentant 78,08% du capital et des droits de vote de ce dernier ; et
- L'acquisition par l'Initiateur, le 15 mars 2022, de 32.806 actions et droits de vote additionnels de la Société représentant 2,96% du capital de la Société (les « **Actions Tivoly Additionnelles Cédées** »), portant sa participation de 777.307 Actions auxquelles étaient attachés 1.554.614 droits de vote représentant 70,15 % du capital et 77,78 % théoriques des droits de vote de Tivoly, à 810.113 Actions et 1.587.420 droits de vote représentant 73,12% du capital et 80,49% des droits de vote théoriques de la Société en date du 1^{er} avril 2022.

(ensemble, l'« **Acquisition du Bloc** »).

Au résultat de l'Acquisition du Bloc, Peugeot Frères Industrie détient, indirectement par l'intermédiaire de l'Initiateur, 810.113 Actions et 1.587.420 droits de vote représentant 73,12% du capital et 80,49% des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 1.107.990 Actions représentant 1.972.289 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du RGAMF.

L'Offre fait suite à l'Acquisition du Bloc et revêt donc un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du RGAMF, en raison du franchissement par Peugeot Frères Industrie, indirectement par l'intermédiaire de l'Initiateur, du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF.

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions émises non-détenues par l'Initiateur, à l'exclusion des 5.269 actions auto-détenues par la Société, soit, à la

connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximum de 292.608 Actions représentant 26,41% du capital et 19,25% des droits de vote de la Société.

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les conditions des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF seraient réunies, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dès la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire portant sur la totalité des Actions non apportées à l'Offre à l'exception des actions de la Société auto-détenues (le « **Retrait Obligatoire** »), moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix de l'Offre (soit 42,05 euros par Action), nette de tous frais.

L'Offre est présentée par Société Générale qui garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Contexte de l'Offre

1.2.1 Motifs de l'Offre

L'Offre, ainsi que l'Acquisition du Bloc à la suite de laquelle elle s'inscrit, est motivée par la volonté de Peugeot Frères Industrie de se renforcer dans l'outillage, secteur d'origine de la marque Peugeot.

Créé en 1917, le groupe Tivoly conçoit, produit et commercialise des outils de coupe destinés à l'industrie, aux professionnels et aux particuliers. Basée à Tours-en-Savoie, la société est également implantée en Espagne, au Royaume-Uni, en Chine, au Mexique et aux Etats-Unis, et compte plus de 600 employés. Son savoir-faire reconnu et son champ de compétences étendu lui ont permis de devenir un acteur diversifié en France et à l'étranger. La marque Tivoly dispose d'une forte notoriété en France, due à la qualité et à la technicité de ses produits et sa capacité d'innovation. Sa large gamme est destinée à des industriels de rang mondial dans la haute technologie (aéronautique et médical notamment), mais aussi aux artisans et aux particuliers.

La combinaison de la marque Tivoly, référence dans le secteur, et de la marque Peugeot, a vocation à contribuer à accélérer le développement de l'activité dans un marché de plus en plus concurrentiel. Le groupe Peugeot entend ainsi fournir, grâce à l'ADN commun de technicité, de performance et d'ancrage familial des deux groupes, des solutions toujours plus innovantes à ses clients. Peugeot Frères Industrie est par ailleurs l'un des actionnaires du Groupe Sigma qui développe et commercialise notamment les outils stationnaires et électroportatifs Peugeot.

L'Offre, qui sera suivie du Retrait Obligatoire (si les conditions réglementaires sont remplies), a également pour objectif de mettre fin à la cotation des Actions sur Euronext Growth, simplifiant ainsi le fonctionnement opérationnel de la Société et par conséquent mettant fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations. En outre, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échange sur les Actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié.

1.2.2 Acquisition du Bloc

A la suite de contacts établis avec l'Initiateur, Peugeot Frères Industrie a fait part de son intérêt pour un rapprochement par une lettre d'intention en date du 8 juillet 2021.

Peugeot Frères Industrie est entré en négociations exclusives avec la famille Tivoly en vue de l'acquisition par Peugeot Frères Industrie d'une participation majoritaire dans l'Initiateur ainsi que l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly d'Actions de la Société.

Peugeot Frères Industrie a conclu, en date du 2 février 2022, une promesse irrévocable d'achat avec M. Jean-Michel Tivoly, M. Jean François Tivoly, M. Marc Tivoly, M. Edouard Tivoly, Mme. Virginie Tivoly, Mme. Alexandra Tivoly, Mme. Sarah Tivoly, Mme. Charline Tivoly, Mme. Marie-Fanny Tivoly et Mme. Emma Tivoly en vertu de laquelle Peugeot Frères Industrie s'est engagé, sous réserve de l'avis favorable des instances représentatives du personnel de la Société et de sa filiale, FFDM Tivoly, à procéder à l'Acquisition du Bloc.

La signature de cette promesse a fait l'objet d'un communiqué de presse commun de Peugeot Frères Industrie et de la Société publié le 3 février 2022. Cette publication a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 3 février 2022 sous le numéro 222C0283.

Le conseil d'administration de la Société a, lors de sa réunion du 15 mars 2022, désigné le cabinet Crowe Haf, représenté par M. Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), afin d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et de l'éventuel Retrait Obligatoire, en application de l'article 261-1 I et II du RGAMF, étant précisé que l'AMF a confirmé sa non-opposition à cette nomination le 14 mars 2022.

Lors de cette même séance, le conseil d'administration de la Société a apporté à l'unanimité son soutien au principe de l'Offre, étant précisé qu'il sera amené à rendre un avis motivé après l'émission de son rapport par l'Expert Indépendant.

Les avis favorables des CSE de la Société et de FFDM Tivoly sur l'Acquisition du Bloc ont été obtenus en date du 25 février 2022. Le Contrat d'Acquisition (cf. section 1.3.1 du Projet de Note d'Information) a été conclu le 15 mars 2022 et l'Acquisition du Bloc est intervenue le même jour conformément au Contrat d'Acquisition.

La réalisation de l'Acquisition du Bloc a fait l'objet d'un communiqué de presse commun de Peugeot Frères Industrie et de la Société publié le 15 mars 2022. Il est précisé que dans ce cadre, Peugeot Frères Industrie, l'Initiateur et M. Jean-François Tivoly ont déclaré agir de concert vis-à-vis de la Société.

1.2.3 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

Préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc (en ce compris l'acquisition des Actions Tivoly Additionnelles Cédées), le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques ¹	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Holding Tivoly	777.307	70,15%	1.554.614	77,58%
Cédants	36.094	3,26%	68.206	3,40%
Flottant	289.320	26,11%	375.706	18,75%
Auto-détention	5.269	0,48%	5.269	0,26%
Total	1.107.990	100%	2.003.795	100%

Postérieurement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc (en ce compris l'acquisition des Actions Tivoly Additionnelles Cédées), le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques ²	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Holding Tivoly	810.113	73,12%	1.587.420	80,49%
Cédants	3.288	0,30%	3.894	0,20%
Flottant	289.320	26,11%	375.706	19,05%
Auto-détention	5.269	0,48%	5.269	0,27%
Total	1.107.990	100%	1.972.289	100%

A l'exception de l'acquisition des Actions Tivoly Additionnelles Cédées, l'Initiateur n'a pas procédé, directement ou indirectement, seul ou de concert, à l'acquisition d'Actions au cours des 12 mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information étant par ailleurs précisé que Peugeot Frères Industrie ne détenait aucune Action, directement ou indirectement, seul ou de concert, préalablement à l'Acquisition du Bloc.

1.2.4 Déclaration de franchissement des seuils et d'intention

Conformément aux articles 223-11 et suivants du RGAMF et aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, Peugeot Frères Industrie a déclaré à l'AMF, par courrier reçu le 18 mars 2022 complété par un courrier reçu le 22 mars 2022, avoir franchi le 15 mars 2022, indirectement en hausse, par l'intermédiaire de l'Initiateur, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société, et détenir indirectement 810.113 actions de la Société représentant 1.587.420 droits de vote, soit 73,12% du capital et 80,49% des droits de vote de la Société.

¹ Sur la base d'un capital composé au 1^{er} mars 2022 de 1.107.990 Actions auxquelles sont attachés 2.003.795 droits de vote théoriques, tel que publié par la Société le 1^{er} mars 2022. Conformément aux dispositions de l'article 223-11, alinéa 2 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

² Sur la base d'un capital composé au 1^{er} avril 2022 de 1.107.990 Actions auxquelles sont attachés 1.972.289 droits de vote théoriques, tel que publié par la Société le 1^{er} avril 2022. Conformément aux dispositions de l'article 223-11, alinéa 2 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

Par le même courrier et en application des dispositions de l'article L. 233-7, VII du Code de commerce et de l'article 223-17, I du RGAMF, Peugeot Frères Industrie a déclaré ses intentions pour les six prochains mois.

Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 23 mars 2022 (avis n°222C0673).

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et en application de l'article 14 e) des statuts de la Société, Peugeot Frères Industrie et l'Initiateur ont notifié à la Société par courrier envoyé le 29 mars 2022, le fait que :

- Peugeot Frères Industrie a franchi indirectement en hausse, par l'intermédiaire de l'Initiateur, les seuils de 3% du capital et des droits de vote de la Société ainsi que toutes les fractions supplémentaires du capital et des droits de vote égales à 1% jusqu'aux seuils de respectivement 73% du capital et 80% des droits de vote de la Société ; et
- l'Initiateur a franchi le seuil statutaire de 73% du capital à la suite de l'acquisition de 32.806 Actions et droits de vote de la Société et n'a franchi aucun seuil de droit de vote de la Société.

1.3 Caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits à la section 2.1 (*Termes de l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.3.2 Modalités de l'Offre

Les modalités de l'Offre sont décrites à la section 2.3 (*Modalités de l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.3.3 Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.4 (*Procédure d'apport à l'Offre*) ainsi qu'à la section du Projet de Note d'Information.

1.3.4 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.6 (*Calendrier indicatif de l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.8 (*Restrictions concernant l'Offre à l'étranger*) du Projet de Note d'Information.

1.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

1.4.1 Contrat d'Acquisition en date du 15 mars 2022

Le Contrat d'Acquisition en date du 15 mars 2022 est décrit à la section 1.3.1 (*Contrat d'Acquisition en date du 15 mars 2022*) du Projet de Note d'Information.

1.4.2 Pacte d'Associés

Le Pacte d'Associés est décrit à la section 1.3.2 (*Pacte d'Associés*) du Projet de Note d'Information.

1.4.3 Convention de prestations de services

La convention de prestations de service est décrite à la section 1.3.3 (*Convention de prestations de service*) du Projet de Note d'Information.

1.4.4 Avenants aux baux commerciaux

Les avenants aux baux commerciaux sont décrits à la section 1.3.4 (*Avenants aux baux commerciaux*) du Projet de Note d'Information.

1.4.5 Rémunération des principaux dirigeants

La rémunération des principaux dirigeants est décrite à la section 1.3.5 (*Rémunération des principaux dirigeants*) du Projet de Note d'Information.

1.4.6 Autres accords dont la Société a connaissance

La Société n'a pas connaissance d'autre accord et n'est partie à aucun accord en lien avec l'Offre ou qui serait de nature à avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

2.1 Composition du conseil d'administration de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Jean-François Tivoly, Président du Conseil d'administration et Directeur Général ;
- Madame Isabelle Duranthon, administrateur ;
- HOLDING TIVOLY SAS représentée par Monsieur Thibault Martin-Dondo, administrateur ;
- Monsieur Edouard Tivoly, administrateur ;
- Monsieur Frédéric Villain, administrateur ;
- Madame Camille Volant, administrateur ;
- Madame Sophie Vernier-Reiffers, administrateur

2.2 Avis motivé du conseil d'administration de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 14 avril 2022, sur convocation de son président, Monsieur Jean-François Tivoly, faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour Tivoly, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant.

Préalablement à la réunion du Conseil d'administration de la Société, les membres du Conseil d'administration ont reçu les documents suivants :

- La lettre de mission du Cabinet Crowe Haf, Expert indépendant ;
- Le projet d'avis motivé ;
- Le projet de communiqué normé ;
- Le procès-verbal de la réunion du Conseil d'administration en date du 15 mars 2022 (8h30) ;
- Le procès-verbal de la réunion du Conseil d'administration en date du 15 mars 2022 (18h) ;
- Le projet de note d'information de l'Initiateur établi conformément aux articles 231-13, 231-16 et 231-18 RGAMF, contenant notamment le contexte de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur, la banque Société Générale ;
- Rapport du cabinet Crowe Haf, Expert Indépendant, représenté par Monsieur Olivier Grivillers ;
- Le projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 RGAMF.

Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents physiquement ou par visio-conférence.

Les administrateurs présents ou représentés réunissant plus de la moitié des membres en fonction, le Conseil d'administration de la Société a pu valablement délibérer. L'avis motivé a été rendu à l'unanimité des membres du Conseil d'administration de la Société, étant précisé que les administrateurs cooptés sur proposition de l'Initiateur se sont abstenus de participer aux votes des délibérations concernant l'OPAS.

L'avis motivé du conseil d'administration rendu le 14 avril 2022 est reproduit *in extenso* ci-après :

*« Le Président rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), le Conseil d'administration doit rendre son avis motivé sur l'intérêt du projet d'offre publique qui sera déposé par Holding Tivoly (l'« **Initiateur** ») sur le solde du capital et des droits de vote de la Société (l'« **Offre** ») au prix de 42,05€ par action de la Société (le « **Prix de l'Offre** »).*

*Le Président rappelle que l'Offre fait suite à l'acquisition par la société Peugeot Frères Industrie, société par actions simplifiée, dont le siège social est situé au 66 avenue Charles de Gaulle – 92200 Neuilly Sur Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 832 128 375 (« **PFI** ») auprès des membres de la famille Tivoly de 8.401 actions de la société Holding Tivoly, le 15 mars 2022, et à l'acquisition hors marché par l'Initiateur de 32.806 actions Tivoly SA supplémentaires à cette même date (l'« **Acquisition de Bloc** ») et avec l'Offre, l'« **Opération** »).*

Le Président rappelle qu'à l'issue de la réalisation de l'Acquisition de Bloc, PFI détient, indirectement par l'intermédiaire de l'Initiateur, 810.113 actions et 1.587.420 droits de vote représentant 73,12% du capital et 80,49% des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 1.107.990 actions représentant 1.972.289 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du RGAMF.

Dans le respect des meilleures pratiques de gouvernance s'agissant d'une société cotée, les administrateurs en situation de conflits d'intérêts s'abstiennent en principe de participer aux débats et aux votes des délibérations concernant l'Offre. Par conséquent (i) Monsieur Jean-François Tivoly, Président du Conseil d'administration et Directeur Général, agissant de concert avec l'Initiateur, (ii) l'Initiateur (représenté par Monsieur Thibault

Martin-Dondoz) administrateur, (iii) Monsieur Frédéric Villain, administrateur, coopté sur proposition de l'Initiateur et (iv) Madame Sophie Vernier-Reiffers, administrateur, cooptée sur proposition de l'Initiateur se sont abstenus de participer aux votes des délibérations concernant l'Offre.

Le Président indique toutefois que Monsieur Jean-François Tivoly, l'Initiateur, représenté par Monsieur Thibault Martin-Dondoz, Monsieur Frédéric Villain, et Madame Sophie Vernier-Reiffers ont participé aux débats sur l'Offre uniquement afin d'assurer une parfaite information de Madame Isabelle Duranthon et Madame Camille Volant.

a. Désignation de l'Expert Indépendant

*Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration que lors de sa séance du 15 mars 2022, à 8 heures 30, ce dernier a décidé, à la suite de la non-opposition de l'AMF, de ratifier la nomination du Cabinet Crowe Haf représenté par Monsieur Olivier Grivillers en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions prévues à l'article 261-1 I 1°, 2°, 4° et II du RGAMF en raison de conflits d'intérêt potentiels au sein du Conseil d'administration de la Société et du fait que l'Offre pourrait être suivie d'une procédure de retrait obligatoire.*

b. Suivi des travaux de l'Expert indépendant par deux administrateurs

Le Président rappelle que lors de la séance du Conseil d'administration en date du 15 mars 2022, ce dernier a décidé qu'il n'était pas opportun de constituer un comité ad hoc dans la mesure où l'Expert Indépendant a déjà été désigné conformément à la procédure rappelée ci-dessus.

Le Conseil a décidé que Madame Camille Volant et Madame Isabelle Duranthon seront plus précisément en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant, de préparer un projet d'avis motivé et de rendre compte de leurs travaux auprès du Conseil d'administration afin qu'il se prononce sur l'Offre.

Concernant le suivi des travaux de l'Expert Indépendant, le Président indique que :

- *Madame Camille Volant et Madame Isabelle Duranthon ont organisé un point le 11 avril 2022 avec l'Expert Indépendant notamment afin de (i) s'assurer que l'Expert Indépendant a eu accès à toutes les informations et aux personnes utiles à la réalisation de sa mission, et (ii) apprécier les rendus et conclusions de l'Expert Indépendant en vue de la préparation de l'avis motivé du Conseil d'administration ;*
- *En outre, l'Expert Indépendant a régulièrement échangé avec la direction générale ainsi que les conseils juridiques et financiers de la Société, ainsi que les dirigeants de l'Initiateur et l'établissement présentateur choisi par ce dernier ;*
- *L'Expert indépendant a eu notamment accès aux documents suivants :*
 - *La promesse d'achat du 2 février 2022 et ses annexes ;*
 - *Le contrat de cession et d'acquisition (et ses annexes) conclu entre, notamment, PFI, Monsieur Jean-François Tivoly, Monsieur Marc Tivoly, la société TR-i représentée par Monsieur Edouard Tivoly, Monsieur Jean-Michel Tivoly, et portant sur l'Acquisition du Bloc (le « **Contrat d'Acquisition** ») ;*
 - *Les annexes suivantes du Contrat d'Acquisition :*
 - *Le renouvellement (par voie d'avenants) des baux du site de Tours-en-Savoie conclus entre les sociétés Immotiv et Tivoly (et les actes y afférent),*
 - *Le renouvellement du bail du site espagnol conclu entre les sociétés Nec Immo et NECO ;*
 - *La convention de prestations de services conclue entre TR-i et Tivoly ;*
 - *La convention de prestations de services conclue entre PFI et Tivoly ;*
 - *Le pacte d'associés de la société Holding Tivoly conclu entre Monsieur Jean-François Tivoly et PFI, prévoyant notamment des promesses de cession et d'achat ;*

- *La lettre de PFI relative à la rémunération de Monsieur Jean-François Tivoly ;*
- *La lettre de PFI relative à la rémunération de Monsieur Marc Tivoly ;*
- *Le procès-verbal de la réunion du Conseil d'administration en date du 15 mars 2022 (8h30) ;*
- *Le procès-verbal de la réunion du Conseil d'administration en date du 15 mars 2022 (18h00) ;*
- *l'ensemble des informations financières notamment visées à la section 2.6.4 du rapport de l'Expert Indépendant, et que ce dernier a jugé nécessaire à la réalisation de ses travaux*
- *L'Expert Indépendant a notamment effectué la liste des travaux suivants :*
 - *Eléments d'appréciation du prix proposé ;*
 - *Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur ;*
 - *Analyse des accords connexes à l'Offre ;*
 - *Analyse des observations écrites d'actionnaires ;*
 - *Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.*
- *Le Conseil d'administration observe que les éléments financiers et juridiques auxquels l'Expert Indépendant a eu accès représentent la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et ne font pas état de différences significatives dans son contenu avec la communication financière de la Société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ; et*
- *A l'issue de leurs travaux de suivi, Madame Camille Volant et Madame Isabelle Duranthon font le constat de l'absence de réception d'observation d'actionnaires et n'ont pas relevé d'élément de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant, le détail des interactions entre ces deux administratrices et l'Expert Indépendant figurant de manière exhaustive à la section 2.6 du rapport de l'Expert Indépendant.*

Le Président rappelle les éléments suivants relatifs à l'Offre :

- *Le concert composé de PFI, l'Initiateur et M. Jean-François Tivoly a franchi en hausse les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société le 15 mars 2022. L'Offre sera donc déposée par l'Initiateur à titre obligatoire et selon la procédure simplifiée, en application des articles 233-1 et suivants du RGAMF ;*
- *Au jour du dépôt du projet de note en réponse, l'Initiateur détient 810.113 actions et 1.587.420 droits de vote représentant 73,12% du capital et 80,49% des droits de vote de la Société ;*
- *L'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non-détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions auto-détenues ;*
- *Dans l'hypothèse où les conditions réglementaires sont remplies, l'Offre sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire au Prix de l'Offre, en application des articles L. 433-4 du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF (le « **Retrait Obligatoire** »).*

Après avoir pris connaissance des documents relatifs à l'Offre qui lui ont été communiqués dont (i) les termes de l'Offre, (ii) les éléments de valorisation préparés par la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, (iii) les accords en relation avec l'Offre et (iv) le rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration constate que :

- *L'Opération est mise en œuvre par PFI qui est contrôlée par la famille Peugeot. L'Opération permet tout à la fois d'assurer à la Société la pérennité d'un actionnariat familial (à la suite de la sortie de la famille Tivoly) et le développement de la Société avec le soutien des équipes de PFI et l'accompagnement de Monsieur Jean-François Tivoly qui restera actionnaire minoritaire du nouvel ensemble et restera impliqué dans la gouvernance de la Société.*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *Le Prix de l'Offre, soit 42,05€ par action de la Société, extériorise une prime de +106,1% par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives (3 février 2022), de +111,5% par rapport au cours de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des trois derniers mois précédant cette annonce, et de +105,6% par rapport au cours de clôture sur la moyenne pondérée par les volumes des six derniers mois précédant cette annonce.*
- *Le Prix de l'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, préparés par la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, et figurant à la Section 3 du projet de note d'information de l'Initiateur.*

Le Conseil d'administration note par ailleurs les intentions suivantes de l'Initiateur, telles que décrites à la Section 1.2 du projet de note d'information :

- *concernant la stratégie et politique industrielle, commerciale et financière, l'Initiateur a l'intention de poursuivre le développement de la Société dans une vision de long terme en lui apportant, dans le cadre d'une gouvernance pérennisée, l'expertise des équipes de Peugeot Frères Industrie et en lui faisant bénéficier des autres ressources, tant humaine que financière, de Peugeot Frères Industrie ;*
- *concernant la gouvernance de la Société, la composition du Conseil d'administration a été modifiée au jour de la réalisation de l'Acquisition de Bloc (le 15 mars 2022), et sera modifiée à l'issue de l'Offre comme décrit dans le projet de note d'information préparé par l'Initiateur ;*
- *concernant les orientations en matière d'emploi, l'Opération s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et de continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société. Par conséquent, elle ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;*
- *Concernant les fusions et autres réorganisations, aucun projet n'est pour l'heure envisagé, mais l'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à toute réorganisation de la Société ;*
- *Concernant le retrait obligatoire et la radiation de la cote, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, immédiatement à l'issue de l'Offre et si les conditions réglementaires sont remplies, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF, au Prix de l'Offre ;*
- *Concernant la politique de distribution de dividendes, l'Initiateur envisage de poursuivre la politique de distribution de dividendes de la Société (tel que préalablement mise en œuvre) pour les prochains exercices, étant précisé que le Conseil d'administration proposera à l'assemblée générale annuelle des actionnaires de ne distribuer aucun dividende au titre de l'exercice 2021 ;*
- *Concernant les synergies envisagées, dans la mesure où l'Initiateur est une société holding ayant pour objet la prise de participation et la gestion de la Société, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie.*

Le Conseil d'administration a également noté les accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue tels que décrits à la Section 1.3 du projet de note d'information.

Le Conseil d'administration a enfin pris note des conclusions de l'Expert Indépendant :

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 42,05€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence*		42,05 €		42,05 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	27,09 €	30,73 €	35,17 €	31,82 €	32,2%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 2 février 2022)		20,40 €		20,40 €	106,1%
Cours moyen pondéré 20 jours**		n.a.		20,10 €	109,2%
Cours moyen pondéré 1 mois**		20,18 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 60 jours**		19,79 €		19,76 €	112,9%
Cours moyen pondéré 120 jours**		n.a.		20,37 €	106,4%
Cours moyen pondéré 6 mois**		20,45 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 180 jours**		n.a.		20,42 €	106,0%
Cours moyen pondéré 1 an**		20,38 €		n.a.	n.a.
Méthodes secondaires :					
Méthode des comparables boursiers	36,88 €	n.a.	37,93 €	31,37 €	34,1%
Méthode des transactions comparables	33,55 €	n.a.	36,14 €	38,67 €	8,7%

n.a. : non applicable

*acquisition par PFI portant sur 73,12% du capital de Tivoly (opérations réalisées le 15 mars 2022)

**calcul des cours moyen pondérés au 2/02/2022

Il est rappelé que, conformément aux accords préliminaires qui ont été conclus le 2 février 2022 et qui ont fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 3 février 2022, la famille Tivoly et la société PFI ont finalisé le 15 mars 2022 leur accord portant sur :

- l'acquisition par PFI, d'actions de Holding Tivoly correspondant à 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly, qui elle-même détient environ 70,15% du capital social et 77,78% des droits de vote théoriques de Tivoly, et sur ;
- l'acquisition par Holding Tivoly, d'actions de Tivoly, détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly, correspondant à 2,96% du capital social et 1,67% des droits de vote théoriques de Tivoly.

Les opérations suivantes ont été réalisées sur la base d'un prix de l'action Tivoly de 42,05€.

A l'issue de cette opération, Holding Tivoly a porté sa participation dans le capital de Tivoly de 70,15% à 73,12%, et PFI détient 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly (le solde de Holding Tivoly restant détenu par Jean-François Tivoly et Jean-Michel Tivoly dans le cadre d'un pacte d'associés conclu avec PFI) et a pris le contrôle indirectement de Tivoly.

Dans ce contexte et en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, Holding Tivoly, désormais contrôlée par PFI, dépose une Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions Tivoly.

L'Offre revêt ainsi un caractère obligatoire, en raison du franchissement par Peugeot Frères Industrie du seuil de détention directe et indirecte de 30% du capital et des droits de vote de Tivoly. Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions de l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 42,05€ par action, égale au prix d'Offre.

En dehors de l'atteinte du seuil relatif à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires de Tivoly.

Elle permet aux actionnaires de Tivoly qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action Tivoly fait ressortir des valeurs de :

42,05€ pour la référence à la transaction récente sur le capital portant sur 73,12% du capital de Tivoly,

31,82€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;

19,76€ (cours moyen pondéré 60 jours) à 20,10€ (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 20,40€ pour le cours spot au 2 février 2022, dernière date d'échanges sur le titre précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération ;

31,37€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire) ;

38,67€ pour la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 42,05€ par action dans le cadre de la présente Offre :

ni prime ni décote pour la référence à la transaction récente sur le capital portant sur 73,12% du capital de Tivoly, présente une prime de 32,2% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;

présente des primes comprises entre 106,1% (cours de clôture au 2 février 2022) et 112,9% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse ;

présente une prime de 34,1% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;

présente une prime de 8,7% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des transactions comparables.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire à celui de la transaction de référence conclue le 15 mars 2022 avec la famille Tivoly et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur le dernier cours avant annonce de l'opération (2 février 2022) et sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et analogiques (méthode des comparables boursiers et transactions comparables) mise en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 42,05€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Tivoly. »

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration :

- **décide** à l'unanimité d'émettre un avis favorable sur le projet d'offre en ce que l'Offre est conforme aux intérêts :
 - o de la Société, qui, avec l'appui d'un actionnaire comme PFI, va pouvoir poursuivre le développement de son activité ;
 - o des actionnaires de la Société qui pourront bénéficier d'une opportunité de liquidité immédiate et attractive sur l'intégralité de leur participation à un prix par action de la Société égal à celui de 42,05€ par action de la Société lors de l'Acquisition du Bloc ce qui représente une prime conséquente sur le cours de bourse ;
 - o des salariés de la Société compte tenu du fait que l'Offre n'a pas d'incidence sur la préservation des effectifs et qu'elle maintient la politique salariale et de ressources humaines de la Société ;
- **décide**, à l'unanimité, en conséquence, de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre étant rappelé que, sous réserve de remplir les conditions de l'article 236-3 du RGAMF, les actions non présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire qui suivra immédiatement l'Offre et moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre de 42,05 euros par action ;
- **approuve**, à l'unanimité, le projet de note en réponse de la Société, le projet de communiqué normé relatif au dépôt du projet de note en réponse de la Société, ainsi que le projet de communiqué de presse préparé en application de l'article 231-17 du RGAMF ;

- **confirme**, en tant que de besoin, que les 5 269 actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre ;
- **donne** tous pouvoirs à Monsieur Jean-François Tivoly, en sa qualité de Président du Conseil d'administration et de Directeur général de la Société, à l'effet de :
 - o finaliser, signer et déposer au nom et pour le compte de la Société, le projet de note en réponse de la Société, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société, et tout autre attestation, lettre, contrat, engagement, obligation ou document nécessaire ou utile à l'Offre, ou tout autre document qui pourrait être demandé par l'AMF et/ou Euronext Growth (la « **Documentation d'Offre** ») ; et
 - o plus généralement, prendre toute décision et effectuer tout acte au nom et pour le compte de la Société, utile au dépôt et à la signature de la Documentation d'Offre et à la réalisation de l'ensemble des opérations relatives à l'Offre, y compris, sans limitation, la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation applicable, toute formalité légale ou réglementaire imposée par les dispositions légales et réglementaires ou les juridictions compétentes, ainsi que la publication, le dépôt, la signature, l'authentification, la certification et la délivrance de la Documentation d'Offre ou de tout contrat, engagement, obligation ou document relatif ou lié à la Documentation d'Offre, et plus généralement à l'Offre.

Enfin, le Président rappelle que les membres du Conseil d'administration détiennent des actions de la Société de la façon suivante :

- Monsieur Jean-François Tivoly détient 2642 actions de la Société ;
- Madame Isabelle Duranthon détient 50 actions de la Société ;
- HOLDING TIVOLY SAS représentée par Monsieur Thibault Martin-Dondoiz détient 810.113 actions de la Société.

étant précisé que Monsieur Edouard Tivoly, Monsieur Frédéric Villain, Madame Camille Volant et Madame Sophie Vernier-Reiffers, ayant été désignés par cooptation le 15 mars 2022, sont dans l'obligation de régulariser leur situation et acquérir au minimum 50 actions avant le 15 juin 2022, conformément à l'article 19 des statuts de la Société. »

3 INFORMATION DES SALAIRES DE LA SOCIETE SUR L'OFFRE

Immédiatement après la signature de la Promesse d'Achat, la Société a engagé la procédure d'information-consultation du comité social et économique prévue à l'article L. 2312-8 du Code du travail, au terme de laquelle le comité économique et social de la Société a rendu, le 25 février 2022, à l'unanimité un avis sur le projet de rachat de la Société par l'Initiateur.

La procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt de l'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société, conformément aux dispositions de l'article L. 2312-52 du Code du travail.

Le comité de groupe de la Société recevra les documents liés à l'Offre au plus tard dans les trois jours suivants le dépôt de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article L. 2312-44 du Code du travail.

4 INTENTION DES ADMINISTRATEURS

Les administrateurs ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 2.2 ont fait part de leur intention comme suit :

Nom	Fonction	Nombres d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention ³
M. Jean-François Tivoly	Président du conseil d'administration et directeur général de la Société	2.642	Engagement d'apport à l'Offre de la totalité de ses Actions de la Société, soit 2.642 Actions de la Société, étant précisé que l'Initiateur prêtera sous la forme d'un prêt de consommation 50 actions de la Société à M. Jean-François Tivoly à l'issue de l'Offre afin de respecter les dispositions de l'article 19 des statuts de la Société.
Mme. Isabelle Duranthon	Administrateur	50	Conservation de ses 50 Actions conformément aux dispositions de l'article 19 des statuts de la Société.
Holding Tivoly SAS, représentée par M. Thibault Martin-Dondo	Administrateur	810.113	Les actions de la Société détenus par l'Initiateur ne sont pas visés par l'Offre et ne seront donc pas apportés à l'Offre.
M. Edouard Tivoly	Administrateur	0	M. Edouard Tivoly ne détient pas, à la date du présent projet de note en réponse, d'actions de la Société.
M. Frédéric Villain	Administrateur	0	M. Frédéric Villain ne détient pas, à la date du présent projet de note en réponse, d'actions de la Société.
Mme. Camille Volant	Administrateur	0	Mme. Camille Volant ne détient pas, à la date du présent projet de note en réponse,

³ Etant précisé que les administrateurs de Tivoly ont l'obligation statutaire d'être propriétaire de 50 actions Tivoly.

			d'actions de la Société.
Mme. Sophie Vernier-Reiffers	Administrateur	0	Mme. Sophie Vernier-Reiffers ne détient pas, à la date du présent projet de note en réponse, d'actions de la Société.

5 INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, 5.269 actions sont auto-détenues par la Société, étant précisé que le contrat de liquidité conclu avec la société Gilbert Dupont a été suspendu le 4 février 2022. Ces actions auto-détenues ne sont pas visées par l'Offre et ne seront donc pas apportées à l'Offre.

6 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 15 mars 2022 préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le conseil d'administration de la Société a ratifié à l'unanimité la nomination du cabinet Crowe Haf en qualité d'Expert Indépendant, conformément à l'article 261-1-1 I du RGAMF. Le Collège de l'AMF ne s'y étant pas opposé, cette désignation a pris effet le 15 mars 2022.

Crowe Haf, représenté par M. Olivier Grivillers, était alors chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de la Société.

L'Expert Indépendant a conduit sa mission sur le fondement de l'article 261-1, I, 1°, 2°, 4° et II du RGAMF.

Le 15 mars 2022, à l'issue de la réalisation de l'Acquisition du Bloc le conseil d'administration de la Société a décidé qu'il n'était pas opportun de constituer un comité *ad hoc* dans la mesure où l'expert indépendant avait déjà été désigné conformément à la procédure rappelée ci-dessus. Mme. Camille Volant et Mme. Isabelle Duranthon, administrateurs de la Société, ont été désignées, lors de cette réunion du conseil d'administration de la Société, pour suivre les travaux de l'Expert Indépendant, préparer un projet d'avis motivé et rendre compte de leurs travaux auprès du conseil d'administration afin qu'il se prononce sur l'Offre.

Le rapport de Crowe Haf, dont la conclusion prend la forme d'une attestation d'équité, est reproduit intégralement en **Annexe 1**, en application de l'article 231-19, 3° du RGAMF.

7 ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital de la Société

7.1.1 Répartition du capital et des droits de vote de la Société

Le capital de la Société s'élève à 11.079.900 euros, divisé en 1.107.990 actions d'une valeur nominale de 10 euros chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 1.972.289⁴.

Selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période d'offre, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques ⁵	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Holding Tivoly	810.113	73,12%	1.587.420	80,49%
Cédants	3.288	0,30%	3.894	0,20%
Flottant	289.320	26,11%	375.706	19,05%
Auto-détention	5.269	0,48%	5.269	0,27%
Total	1.107.990	100%	1.972.289	100%

7.1.2 Instruments donnant accès au capital

Il n'existe aucun instrument donnant accès au capital de la Société.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

7.2.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Selon l'article 14 e) des statuts de la Société, toute personne physique ou morale qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant 3 % du capital ou des droits de vote de la Société, ou au-delà du seuil de 3 % du capital ou des droits de vote de la Société, toute fraction supplémentaire égale à 1 % du capital ou des droits de vote de la Société, doit en informer la Société par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, dans un délai de quinze jours à compter du franchissement dudit seuil, en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus. La même obligation s'impose, dans les mêmes délais, lorsque la participation d'un actionnaire devient inférieure aux seuils mentionnés ci-dessus.

A la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble au moins 3 % du capital social, le non-respect de cette obligation est sanctionné, pour les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, par la privation du droit de vote pour toute

⁴ Information publiée sur le site Internet de Tivoly le 1^{er} avril 2022 conformément à l'article 223-16 du RGAMF.

⁵ Sur la base d'un capital composé au 1^{er} avril 2022 de 1.107.990 Actions auxquelles sont attachés 1.972.289 droits de vote théoriques, tel que publié par la Société le 1^{er} avril 2022. Conformément aux dispositions de l'article 223-11, alinéa 2 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

A l'obligation d'information ci-dessus, s'ajoute l'obligation d'information des franchissements de seuils prévue par les dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce.

7.2.2 Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société.

7.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Néant.

7.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titre

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1.1 ci-dessus.

Les participations au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils sont décrites à la section 1.2.4 ci-dessus.

7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Conformément à l'article 30 des statuts de la Société, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifiée d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire.

7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote

A la date du Projet de Note en Réponse, à l'exception du Pacte d'Associés mentionné à la section 1.4.2 du Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Conformément à l'article 19 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois à dix-huit membres, personnes physiques ou morales, nommées pour trois années par l'assemblée générale des actionnaires.

Tout membre du conseil d'administration est rééligible. Les membres du conseil d'administration sont réputés démissionnaires, à défaut de démission volontaire, lors de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice au cours duquel ils auront atteint l'âge de quatre-vingts ans, et qui nomme, le cas échéant, un nouveau membre en remplacement. La personne morale, membre du conseil d'administration est tenue de désigner sans délai le remplaçant de son représentant permanent atteint par la limite d'âge.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre dont le mandat n'est pas expiré, ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir sur le mandat de son prédécesseur.

Un salarié ne peut être nommé membre du conseil d'administration que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif.

Chaque administrateur doit être propriétaire de cinquante actions de la Société, à l'exclusion de toutes actions à dividende prioritaire sans droits de vote. Si lors de sa nomination, l'un d'eux ne détient pas le nombre d'actions de la société requis ou si en cours de mandat, l'un d'eux cesse d'être propriétaire du nombre d'actions requis, il dispose d'un délai de trois mois pour régulariser la situation. Si cette régularisation n'est pas effectuée dans le délai de trois mois, il est réputé démissionnaire d'office.

Sous cette réserve, le régime juridique de ces actions est identique à celui des actions détenues par les autres actionnaires.

Les administrateurs peuvent recevoir de la société toutes rémunérations telles que prévues par la loi.

7.8.2 Règles applicables à la modification des statuts

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi.

7.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le tableau ci-dessous présente les résolutions financières en vigueur à la date du Projet de Note en Réponse :

AG / résolution	Objet de la résolution	Limites	Durée
21 mai 2021 <i>6^{ème} résolution</i>	Autorisation à conférer au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	Prix d'achat maximum : 70 euros par action (hors frais) Plafond global : 7.755.930 d'euros	18 mois

7.10 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

Le contrat de liquidité conclu avec la société Gilbert Dupont a été suspendu d'office le 4 février 2022.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs, les salariés ou les dirigeants, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

7.12 Mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la Société a mis en œuvre ou décidé de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8 INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Jean-François Tivoly, Président-directeur général de Tivoly,

ANNEXE 1
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Tivoly

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Tivoly initiée par la société Holding Tivoly

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte.....	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice.....	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre.....	2
1.1.2.1 - Activité de Tivoly	2
1.1.2.2 - Historique de Tivoly	4
1.1.2.3 - Actionnariat de Tivoly	4
1.1.2.4 - Description du marché.....	5
1.1.2.5 - Comptes consolidés de Tivoly	7
1.1.2.6 - Performance financière historique 2019-2021	9
1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie	15
1.2 - Contexte et opération envisagée	18
1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération.....	18
1.2.2 - Termes de l'Offre	19
2 - Présentation de l'expert indépendant	20
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global.....	20
2.1.1 - Présentation générale	20
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes ».....	21
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	22
2.3 - Déclaration d'indépendance	22
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	23
2.5 - Rémunération	23
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante.....	23
2.6.1 - Programme de travail	23
2.6.2 - Calendrier de l'étude	25
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	25
2.6.4 - Informations utilisées.....	26
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	28
3 - Eléments d'appréciation du prix proposé.....	28
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	28
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	28
3.1.2 - Dette financière nette ajustée	29
3.1.3 - Plan d'affaires	31
3.1.3.1 - Construction et approbation.....	31
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon.....	31
3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)	32
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	33
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC).....	33

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)	33
3.2.3 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	34
3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes.....	34
3.2.5 - Référence à la valeur nette comptable des titres Tivoly dans les comptes de Holding Tivoly	34
3.2.6 - Référence aux augmentations de capital récentes.....	35
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	35
3.3.1 - Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.....	35
3.3.1.1 - Référence à l'acquisition de blocs d'actions par l'Initiateur	35
3.3.1.2 - Conclusion	39
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	39
3.3.2.1 - Définition de la méthode	39
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de Tivoly.....	39
3.3.2.3 - Analyse de la cohérence du budget 2022 sur la base du chiffre d'affaires à fin mars 2022	44
3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	44
3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation	45
3.3.2.6 - Calcul de la valeur terminale.....	47
3.3.2.7 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	47
3.3.2.8 - Résultats chiffrés.....	48
3.3.2.9 - Analyse de sensibilité	48
3.3.3 - Référence au cours de bourse.....	49
3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	49
3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse	50
3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	52
3.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire	53
3.4.1 - Méthode des comparables boursiers	53
3.4.1.1 - Echantillon de sociétés comparables retenu	53
3.4.1.2 - Analyse des comparables boursiers	54
3.4.1.3 - Multiples obtenus et choix des multiples	55
3.4.1.4 - Application de la méthode	56
3.4.1.5 - Résultats.....	56
3.4.2 - Méthode des transactions comparables.....	57
3.4.2.1 - Choix des transactions	57
3.4.2.2 - Analyse des transactions.....	57
3.4.2.3 - Multiples obtenus	58
3.4.2.4 - Application de la méthode	59
3.4.2.5 - Résultats.....	59
4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur	60
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées	60
4.2 - Méthodes d'évaluations retenues	60

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Tivoly SA le 15 mars 2022 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire. Le Conseil d'Administration de Tivoly SA ne disposant pas d'un nombre d'administrateurs indépendants suffisant pour constituer un comité adhoc en vue de désigner un expert indépendant, Tivoly SA a soumis à l'AMF l'identité de l'expert indépendant qu'elle envisageait de désigner sans que l'AMF ne s'oppose à cette désignation. Le 14 mars 2022, en application des dispositions des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général, l'AMF a rendu une décision de non-opposition concernant la désignation du cabinet Crowe HAF dans le cadre du projet d'OPAS déposé par Holding Tivoly.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE TIVOLY INITIEE PAR LA SOCIETE HOLDING TIVOLY

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS ») portant sur les actions de la société Tivoly SA (ci-après « Tivoly », la « Société » ou la « Cible ») initiée par la société Holding Tivoly (contrôlée par Peugeot Frères Industrie), nous avons été nommés le 15 mars 2022 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article :

- 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil, la Société étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par l'initiateur de l'Offre ; et l'initiateur ayant conclu des accords avec les dirigeants de la société visée d'une part et d'autres accords connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix d'Offre d'autre part.
- 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de Tivoly dans le cadre de l'Offre s'établit à 42,05€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Tivoly, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Analyse des accords connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

Holding Tivoly est une société par actions simplifiée, dont le siège social est sis 39-41 rue Louis Blanc, 92400 Courbevoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 325.507.994 (ci-après l' « Initiateur »). Son activité principale consiste notamment à gérer la participation qu'elle détient dans Tivoly.

Depuis l'acquisition par Peugeot Frères Industrie d'une participation majoritaire à la famille Tivoly, 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly est désormais détenue par Peugeot Frères Industrie (ci-après « PFI ») qui agit de concert avec Holding Tivoly dans le cadre de la présente offre.

PFI est une société par actions simplifiée à associé unique dont le siège social est sis 66 avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 832.128.375.

PFI est une filiale à 100% des Établissements Peugeot Frères, la holding de tête du Groupe familial Peugeot. Au travers de ses propres filiales, participations, licences et projets, PFI a pour mission de développer la marque Peugeot hors activité automobile ainsi que d'autres marques partageant le même ADN d'ingéniosité au service du quotidien. PFI détient des participations majoritaires dans Peugeot Saveurs, Monbento, Bretagne Ceramique Industrie et une participation minoritaire dans Groupe Sigma.

Holding Tivoly détient au jour du dépôt de l'Offre 810.113 actions de Tivoly S.A. représentant environ 73,12 % de son capital social et 80,49 % de ses droits de vote théoriques de la Société.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La société Tivoly, est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 11.079.900 euros dont le siège social est situé au 266 route Portes de Tarentaise - 73790 Tours-en-Savoie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Chambéry, sous le numéro 076.120.021, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris¹ sous le code ISIN FR0000060949.

1.1.2.1 - Activité de Tivoly

Tivoly est un groupe industriel intervenant dans la conception, la production et la commercialisation d'outils de coupe et de produits et services associés destinés aux artisans et aux particuliers, ainsi qu'aux professionnels de la fabrication et de la maintenance, dans les secteurs aéronautique, automobile, et médical (dentaire notamment). Le cœur du métier consiste en la fabrication de forets en acier rapide et d'autres outils coupants, ainsi que la distribution d'accessoires pour l'électroportatif.

Depuis sa création en 1917 en Savoie jusqu'aux années 1980, le Groupe s'est constitué autour d'un modèle de croissance organique notamment, avec des investissements en Savoie, et en

¹ Transfert depuis Euronext Paris le 25 janvier 2021

intégrant le marché du « *Do It Yourself* » (DIY). A compter de 1979, la croissance de Tivoly est devenue essentiellement externe, via l'acquisition de concurrents européens dans un premier temps (Deltal, Cogeform, Perfor et Ardatz). L'introduction en bourse de Tivoly, effective en 1986, a permis à l'entreprise d'accélérer son expansion vers l'international grâce aux fonds levés, et d'intégrer les marchés espagnols, américains, britannique et chinois. Tivoly dispose aujourd'hui de plusieurs filiales en Europe, en Asie et en Amérique du Nord lui permettant de fabriquer et commercialiser ses produits au travers de ses propres filiales.

Les produits de Tivoly s'adressent à deux segments : *Consumer* (Consommateur) et *Industry* (Industrie).

Le segment *Consumer* regroupe les marchés de bricolage pour les particuliers et les professionnels, proposant une gamme complète d'outils et d'accessoires pour machines électroportatives, et de bâtiment/maintenance pour les professionnels. Les produits proposés sont principalement relatifs aux travaux de perçage, de sciage, de tronçonnage, de défonçage, d'affûtage, de ponçage, de filetage, de fraisage, de vissage, de broissage et de serrage. Il s'agit notamment de forêts en acier rapide, d'outils coupants et de tarauds.

Le segment *Industry* se caractérise par l'accompagnement d'une équipe d'experts spécialisée dans le conseil et l'intégration de solutions complètes d'usinage sur-mesure. L'expertise de Tivoly sur le segment industriel s'étend sur des secteurs d'activité tels que l'aéronautique, le médical (notamment via FFDM), ou encore l'automobile.

Le segment *Consumer* est devenu aujourd'hui majoritaire dans l'activité de Tivoly depuis la survenance des confinements successifs liés au Covid-19 et de l'engouement pour le bricolage qui en a découlé ; tandis que l'activité « Industrie » a été fortement impactée par le Covid-19.

La distribution des produits se fait différemment en fonction du segment adressé (*Consumer* ou *Industry*), du client final et de l'entité produisant les outils. Pour le segment *Consumer*, la vente de produits s'effectue au travers de magasins d'outillage (Grandes Surfaces de Bricolage et distributeurs professionnels) et dans une moindre mesure en ligne (sur Amazon). La distribution des produits à destination de la clientèle industrielle s'opère via des distributeurs ou directement sur les sites de production des clients. Il convient de préciser que la Société a également une activité de négoce, qui est notamment relative aux accessoires électroportatifs n'étant pas liés au métal (brosses, abrasifs, ...). A l'exception du marché américain, les produits sont essentiellement distribués sous la marque Tivoly (certains produits étant également commercialisés sous la marque Triplex sur le segment *Consumer* et sous les marques Thomas et Pneumat pour le segment *Industry*).

Les développements les plus récents du groupe incluent :

- un accent mis sur l'innovation, avec une équipe de Recherche & Développement (R&D) dédiée composée d'un docteur entouré d'ingénieurs et de deux doctorants, et des programmes de type partenariat/co-développement avec des universités (ENSAM de Cluny, ENISE-CENTRALE Lyon, ...). Tivoly a également dévoilé en février 2021 un projet d'investissement de 3m€, dont 1,2m€ financé par l'État dans le cadre du Plan de relance. Celui-ci vise le développement d'outillage pour l'usinage de nouveaux matériaux très légers (alliages de titane et de composites) pour l'aéronautique notamment ;
- un développement inédit du segment *Consumer*, intervenu notamment à l'occasion de la Covid-19 et à l'origine d'une part du chiffre d'affaires devenue majoritaire dans le courant de l'année 2021, tandis que l'activité *Industry* a été fortement impactée par la crise sanitaire, en particulier le segment de l'aéronautique ;
- une volonté de renforcement des ventes sur le canal digital accélérée par la crise sanitaire, avec en novembre 2020, la mise en ligne du premier E-catalogue Tivoly destiné aux particuliers (DIY, Bricolage).

Aujourd'hui, le groupe a pour objectif, sur le marché *Consumer*, d'accélérer les synergies entre les entités présentes en Europe, de continuer à croître à l'international et de renforcer ses ventes sur les nouveaux canaux dont le digital. D'autre part, sur le segment *Industry*, un renforcement sur le marché aéronautique est souhaité, ainsi qu'un renforcement de l'investissement en R&D afin de délivrer une offre à haute valeur ajoutée.

1.1.2.2 - Historique de Tivoly

La naissance de la marque Tivoly remonte à 1917, date à laquelle Lucien Tivoly obtient une permission spéciale pour acheter ses premières machines en Angleterre, suite à quoi les premiers forets sortirent de l'usine de Tours-en-Savoie en novembre 1917. En 1929, il innova dans le conditionnement des forets en inventant des meubles de classement en bois, suivi du lancement en 1935 du foret extra-court, adapté aux perceuses électriques.

Dans l'après-guerre, Lucien Tivoly poursuit le développement de la société en se spécialisant dans la fabrication d'outils de haute qualité, en acier rapide ou cobalt. À la mort de Lucien Tivoly en 1961, son petit-fils Jamy Tivoly reprend les rênes de l'entreprise, crée la société Tivoly et développe la Société par croissance externe mais surtout par croissance organique en innovant dans le conditionnement avec des meubles de classement et coffrets métalliques, et grâce au lancement des premiers outils à destination du marché du bricolage pour les particuliers qui est en pleine expansion.

La poursuite du développement de Tivoly se traduit par l'acquisition de son concurrent français Deltal en 1979, et la création de la SFPP (Société des Forets de Plan Pitton) à Queige (Savoie) spécialisée dans les petits forets.

Ce développement s'accélère de manière exponentielle à partir de 1986, qui comprend plusieurs événements marquants dont l'introduction en bourse de Tivoly, l'acquisition de la société Cogefom et l'inauguration d'une nouvelle unité de production à Tours-en-Savoie (Savoie), commune sur laquelle se situe aujourd'hui le siège social de Tivoly. Les années suivantes sont tout aussi riches en croissance externe avec l'acquisition de la société Perfor, spécialisée en outils coupants, en 1987 et l'acquisition de la société espagnole d'outils coupants Ardatz en 1988, devenue par la suite Tivoly Neco. En 1988, Tivoly s'implante aux Etats-Unis en faisant l'acquisition de Union Butterfield (devenue Tivoly Inc. en 1991) à Derby Line (état du Vermont). La Société construit également un site logistique à Albertville en Savoie d'une superficie de 5 000m².

Le début des années 2000 est marqué par la poursuite de la croissance externe avec la création et la mise en service de la filiale Tivoly Tools à Shanghai suivie quelques années après par la création de Tivelon Packaging et Conditionnement (filiale chinoise), l'absorption de la société Triplex (secteur du bricolage) en 2005 et l'acquisition de l'outilier Elite Tooling situé au Royaume-Uni en 2006. Cette décennie marque aussi l'investissement grandissant des membres de la famille Tivoly dans l'entreprise familiale, avec la nomination de plusieurs membres de la famille à des postes de direction de Tivoly S.A. ou de ses filiales.

Conformément à la stratégie de développement de Tivoly visant à s'implanter dans des marchés porteurs, Tivoly implante une filiale de distribution au Mexique (Tivoly DF) en 2015, année au cours de laquelle Jean-François Tivoly devient Président Directeur Général de Tivoly ; puis effectue l'acquisition en 2016 de FFDM Pneumat (devenue depuis FFDM Tivoly), société spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de fraises et outils coupants carbure monobloc, d'outils pneumatiques et électriques, de forets d'implantologie et de fraises dentaires et d'instruments endodontiques.

Enfin, au cours de l'exercice 2020, Tivoly, qui digitalise son offre et sa communication et transfère la cotation de ses actions sur Euronext Growth, est lauréat du plan de relance Aéro, qui générerait d'importantes subventions pour développer des matériaux innovants pour les "avions du futur".

1.1.2.3 - Actionnariat de Tivoly

A notre connaissance, l'actionnariat de Tivoly se présente comme suit à la date du dépôt du projet de note d'information :

Tivoly - Actionnariat				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Holding Tivoly*	810 113	73,12%	1 587 420	80,49%
Actionnaires Cédants**	3 288	0,30%	3 894	0,20%
Public (flottant)	289 320	26,11%	375 706	19,05%
Auto-contrôle	5 269	0,48%	5 269	0,27%
Total	1 107 990	100,00%	1 972 289	100,00%

*contrôlée à 78,08% par PFI

**Jean François Tivoly, Marc Tivoly et Virginie Tivoly

Source : Projet de note d'information

1.1.2.4 - Description du marché

1.1.2.4.1 - *Le marché de la fabrication d'outillages*

Résultat de près de 110 ans de développement, Tivoly présente aujourd'hui un portefeuille de produits diversifié et se positionne sur plusieurs marchés. La Société figure aujourd'hui parmi les principaux acteurs du marché français de la fabrication d'outillages, positionnée dans la production d'outils de coupe destinés à l'usinage, et dans les services aux industriels, aux professionnels de la maintenance, aux artisans et aux particuliers. Elle intervient principalement en France (69% de son chiffre d'affaires en 2021) ; de ce fait, nous nous référerons aux évolutions du marché français comme base d'analyse.

L'activité de la Société s'inscrit dans le marché de la fabrication d'outillages, qui comprend trois principales catégories de produits :

- les outils mécaniques pour le travail du métal (outils de coupe, de découpage, de formage, etc.), principalement utilisés dans l'industrie (métallurgie, automobile, aéronautique, etc.) ;
- les outils à main destinés à travailler tous types de matériaux (tels que marteaux, truelles, couteaux à enduire, pelles, etc.), à destination principalement des professionnels du BTP, des réparateurs de machines et équipements, des agriculteurs ou encore des ménages dans le cadre d'une activité de bricolage ou de jardinage ;
- les outils électroportatifs utilisés aussi bien par les professionnels que les particuliers (perceuses, visseuses, ponceuses, etc).

Tivoly est notamment présente sur la première catégorie de produits, ainsi que celle des accessoires d'outils électroportatifs permettant d'équiper perceuse, visseuse, ponceuse, scie sauteuse ou circulaire. Ses principaux concurrents sur le marché français sont, par ordre de prépondérance sur ce marché, les multinationales Bosch (Allemagne), Sandvik (Suède) et Stanley Black & Decker (Etats-Unis) avec des chiffres d'affaires respectifs de 8,2mds€ et 12,7mds€ en 2020, ainsi que les acteurs de plus petite taille comme Diager et Izar. Le marché de l'industrie de l'outillage se caractérise par son caractère atomisé avec un nombre important de TPE dans le secteur².

La demande en provenance de l'industrie manufacturière constitue le premier débouché des fabricants d'outillages mécaniques et à main (métallurgistes, fabricants de machines et équipements de l'industrie du transport, ...). Le reste de la demande se répartit entre le BTP, les réparateurs-installateurs, et les particuliers.

² Les entreprises employant moins de 50 salariés représentant près de 47% du chiffre d'affaires du panel Xerfi de fabrication d'outillages en 2019.

1.1.2.4.2 - Evolutions récentes du marché de la fabrication d'outillages et impact de la Covid-19

Avant même la survenance de la crise liée à la Covid-19, le secteur connaissait une contraction en raison principalement des difficultés rencontrées par l'industrie automobile. Dans ce contexte, Tivoly voyait son chiffre d'affaires baisser de 2,2% en 2018 avant de connaître une croissance modérée en 2019 de 2,9%.

Le marché de la fabrication d'outillages a ensuite connu une chute significative en 2020, avec un premier confinement ayant fortement affecté le secteur. Le chiffre d'affaires des fabricants d'outillages mécaniques et à main en France a ainsi chuté de 16,0% en 2020, tandis que celui des fabricants d'outillages portatifs à moteur intégré a baissé de 17,3%. Ces décroissances sont en ligne avec la baisse d'activité observée chez Tivoly en 2020 (recul du chiffre d'affaires de 16,8%).

Les mesures sanitaires déployées en mars et en avril 2020 ont eu un effet significatif sur la demande d'outillages mécaniques et à main en France et en Europe, avec notamment la fermeture des usines automobiles (production d'automobiles quasi-nulle en France, avec l'arrêt de l'ensemble des usines terminales) et l'arrêt de nombreux chantiers de BTP en avril. Face à cette mise à l'arrêt, de nombreux fabricants d'outillages ont significativement réduit leurs cadences de production et ont eu recours au chômage partiel.

Sur le reste de l'année, les ventes d'outillages ont connu une reprise progressive, sans néanmoins retrouver leur niveau normatif du fait d'une conjoncture toujours dégradée. La reprise a d'autre part été inégale ; le BTP a pu retrouver un niveau normatif dès l'été 2020, tandis que l'industrie manufacturière a été pénalisée par les difficultés de l'aéronautique et de l'automobile. Au terme de l'année 2020, l'activité BTP a reculé de 14,4%, tandis que la production manufacturière signe une diminution de 11,6%.

Dans ce contexte défavorable, le recul a pu être freiné par la hausse des prix de l'outillage (+1,8% en 2020 pour l'outillage hors portatif à moteur, +1,3% pour l'outillage portatif à moteur). D'autre part, les débouchés à l'export, bien qu'ayant chuté de 11,9% en valeur, ont progressé en volume en 2020. Enfin, les ventes d'outillages à moteur aux particuliers ont connu une augmentation significative en 2020 (+6,8%), grâce à l'essor du bricolage et du jardinage lié notamment au premier confinement.

1.1.2.4.3 - Enjeux et perspectives du marché de la fabrication d'outillages

Les dernières prévisions établissaient un rebond du chiffre d'affaires des fabricants d'outils à mains et mécaniques en 2021 (+10%), avec une production de l'industrie manufacturière qui devait repartir à la hausse (+7,5% contre -11,6% en 2020). La reprise ne permettrait néanmoins pas un retour à un niveau d'activité d'avant-crise. Cette vision est notamment nourrie par le constat d'industries aéronautique et automobile en difficulté de façon durable, sur la base de décisions d'acteurs tournés vers ces débouchés (fermeture annoncée en 2021 de deux sites de production chez Sandvik spécialisés dans la production d'outils coupants pour l'industrie automobile et aéronautique notamment ; placement en liquidation judiciaire du fabricant d'outillages pour l'aéronautique Saci Atlantique en novembre 2020).

Si l'augmentation des ventes en volumes devrait s'avérer limitée par ces débouchés majeurs en difficulté, l'envolée des cours de l'acier ainsi que de la plupart des matières premières devrait continuer de tirer les prix de l'outillage vers le haut.

Au regard des performances récemment publiées des acteurs majeurs du secteur, la reprise au terme de l'année 2021 s'est avérée légèrement supérieure aux estimations. Outre Tivoly et sa croissance de 17,1%, Sandvik et Stanley Black & Decker réalisent respectivement une progression de +14,7% (-16,3% en 2020) et +19,6% (+1,1% en 2020) sur l'année. Ce dernier acteur a par ailleurs dévoilé une *guidance* 2022 d'environ 7% de croissance organique.

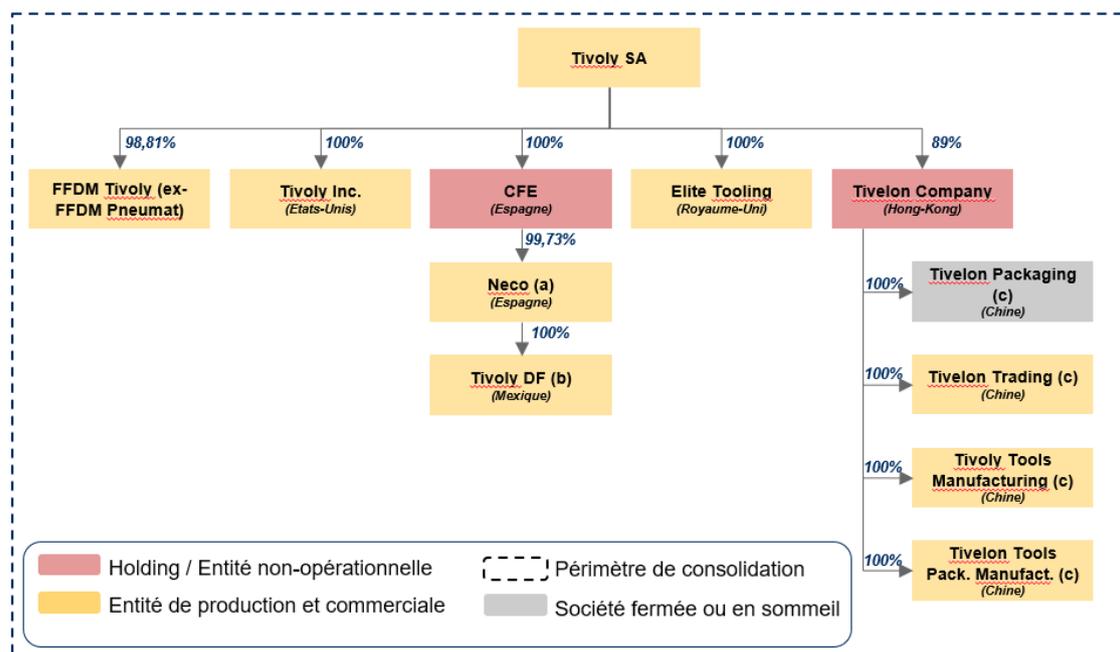
Par ailleurs, dans un environnement de concurrence internationale accrue, avec des fabricants allemands et italiens positionnés sur le haut de gamme, et des acteurs chinois en entrée et milieu de gamme, l'innovation pourrait constituer un nouveau levier de croissance en France. Tivoly a ainsi dévoilé un projet d'investissement de 3m€, dont 1,2m€ financés par l'Etat dans le cadre du Plan de relance, visant le développement de solutions d'usinage pour les matériaux très légers pour l'aéronautique ; Sam Outillage, acteur de l'outillage à main, a résolu d'investir 2m€ en 2021 dans un nouveau bâtiment dédié à l'innovation.

En tant qu'acteur du secteur de la fabrication d'outillages principalement positionné sur les segments des outils mécaniques pour le travail du métal et des accessoires d'outils électroportatifs, Tivoly a donc été fortement impacté par la crise de la Covid-19, à l'instar des autres acteurs du secteur, avec une sensibilité importante aux contreperformances des industries métallurgique, aéronautique et automobile. Néanmoins, les publications récentes de certaines entreprises cotées du secteur vont dans le sens d'un rebond du marché à court terme (déjà observable en 2021) vers des niveaux d'activité proches de ceux d'avant-crise.

1.1.2.5 - Comptes consolidés de Tivoly

Le périmètre de consolidation du groupe Tivoly, dont la société tête de groupe est Tivoly S.A, comprend 12 sociétés, créées dans le cadre du développement du groupe en France et à l'international (Espagne, Etats-Unis, Royaume-Uni, Chine et Mexique), qui sont toutes détenues majoritairement et consolidées par intégration globale.

Au 31 décembre 2021, le périmètre de consolidation du groupe Tivoly comprenait les sociétés suivantes :



- (a) Détention indirecte par l'intermédiaire de CFE de 99,73%
- (b) Détention indirecte par l'intermédiaire de Neco de 99,73%
- (c) Détention indirecte par l'intermédiaire de Tivelon Company de 89%

Au 31 décembre 2021, le Groupe possède 11 filiales toutes situées à l'étranger (Chine, Etats-Unis, Espagne, Mexique et Royaume-Uni) à l'exception de FFDM Tivoly, filiale française située à Bourges et acquise en 2016.

FFDM Tivoly est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de fraises et outils coupants carbure monobloc, d'outils pneumatiques et électriques, de forets d'implantologie et de fraises dentaires et d'instruments endodontiques. Elle est détenue à 98,81% par Tivoly.

Tivoly détient 89,00 % de Tivelon Company, société holding basée à Hong Kong détenant depuis décembre 2012 Tivelon Trading et Tivelon Packaging basées à Shanghai, puis, les sociétés créées fin 2017 Tivelon Tools Packaging Manufacturing et Tivoly Tool Manufacturing basées à Changshu. Ces sociétés détenues par Tivelon Company fabriquent (notamment pour les autres entités du Groupe) et commercialisent des outils coupants, ainsi que des emballages.

Tivoly Inc. est l'un des principaux fabricants de tarauds HSS³ en Amérique du Nord. La société distribue ses produits sur le marché industriel. Elle est détenue à 100 % par Tivoly.

Tivoly détient 100 % de la société Elite Tooling Ltd, fabricant anglais d'outils coupants haute performance.

Neco est l'un des principaux fabricants d'outils coupants en Espagne. Neco commercialise ses produits sur les marchés Professionnel et Industriel. La participation indirecte de Tivoly dans Neco par l'intermédiaire de CFE est de 99,73 %. Neco détient une société de distribution au Mexique (Tivoly DF).

Du fait de sa cotation sur Euronext Growth Paris, la Société a choisi d'appliquer le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés qui devraient être certifiés sans réserve⁴ par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021.

La Société applique notamment, depuis l'exercice 2019, les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, les impacts de cette norme s'observant notamment au niveau des immobilisations (corporelles notamment) et de la dette de location au bilan et des charges externes, dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt au compte de résultat.

Les travaux de valorisation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont fondés sur des agrégats financiers qui n'intègrent pas les effets de la norme IFRS 16 (agrégats de certaines sociétés comparables et comptes 2018 et préalable de Tivoly) ou que nous avons retraités des effets de cette norme (comme le plan d'affaires de la Société qui nous a été présenté).

³ High Speed Steel (Acier Rapide Supérieur)

⁴ Sur la base du procès-verbal du Conseil d'Administration du 15 mars 2022 arrêtant les comptes qui met en exergue l'opinion que les commissaires aux comptes de Tivoly prévoient de rendre sur les comptes 2021

1.1.2.6 - Performance financière historique 2019-2021

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des quatre derniers exercices se présente comme suit :

Tivoly - Compte de résultat				
En k€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Chiffre d'affaires	80 533	82 888	68 944	80 734
<i>Croissance (%)</i>	-2,2%	2,9%	-16,8%	17,1%
Achats consommés	-28 034	-28 122	-26 569	-29 467
Variation de stock de produits finis	2 235	-602	-940	-788
Autres charges externes	-14 565	-13 455	-10 417	-11 616
Impôts et taxes	-1 487	-1 231	-959	-857
Charges de personnel	-31 801	-32 469	-29 006	-31 841
Subventions d'exploitation	347	580	3 704	2 099
Autres produits et charges opérationnels courants	204	-63	-479	-134
EBITDA	7 433	7 524	4 277	8 128
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	9,2%	9,1%	6,2%	10,1%
Dotations aux amortissements	-3 393	-4 501	-4 840	-4 702
Résultat opérationnel courant	4 040	3 023	-563	3 426
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	5,0%	3,6%	-0,8%	4,2%
Autres produits et charges opérationnels non courants	494	0	0	0
Résultat opérationnel (EBIT)	4 534	3 023	-563	3 426
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	5,6%	3,6%	-0,8%	4,2%
<i>Coût de l'endettement financier brut</i>	-314	-300	-274	-364
<i>Autres produits et charges financiers</i>	122	106	-888	466
Résultat financier	-192	-194	-1 162	102
Impôt sur le résultat	-971	-867	31	-542
Résultat net	3 372	1 962	-1 693	2 986
<i>dont :</i>				
<i>Part du Groupe</i>	3 374	1 934	-1 637	2 966
<i>Part des minoritaires</i>	-3	29	-56	20
Agrégats en % du chiffre d'affaires				
Achats consommés et variation de stock de produits finis	-32%	-35%	-40%	-37%
Marge brute	68,0%	65,3%	60,1%	62,5%
Charges de personnel	-39%	-39%	-42%	-39%
Autres charges externes	-18%	-16%	-15%	-14%
EBITDA pré-IFRS 16	7 433	6 080	3 154	7 117
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	9,2%	7,3%	4,6%	8,8%
EBIT pré-IFRS 16	4 534	3 012	-278	3 628
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	5,6%	3,6%	-0,4%	4,5%

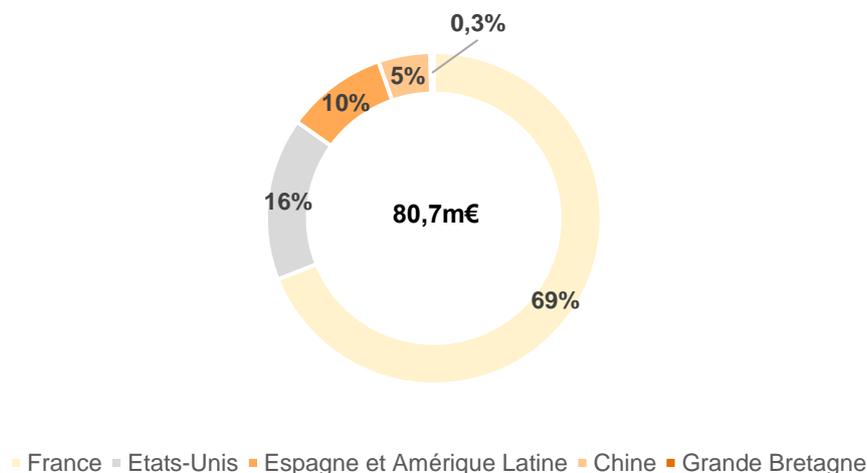
Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2018, 2019, 2020 et 2021 de Tivoly

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de Tivoly est réparti entre cinq segments, correspondant aux zones géographiques de référence. La France, segment historique du groupe, représente 69% du chiffre d'affaires 2021. La Société est également implantée aux Etats-Unis, et, dans une moindre mesure, en Espagne et Amérique Latine, en Chine et en Grande Bretagne.

La contribution respective des différents segments au chiffre d'affaires de l'exercice clos en décembre 2021 est présentée ci-après :

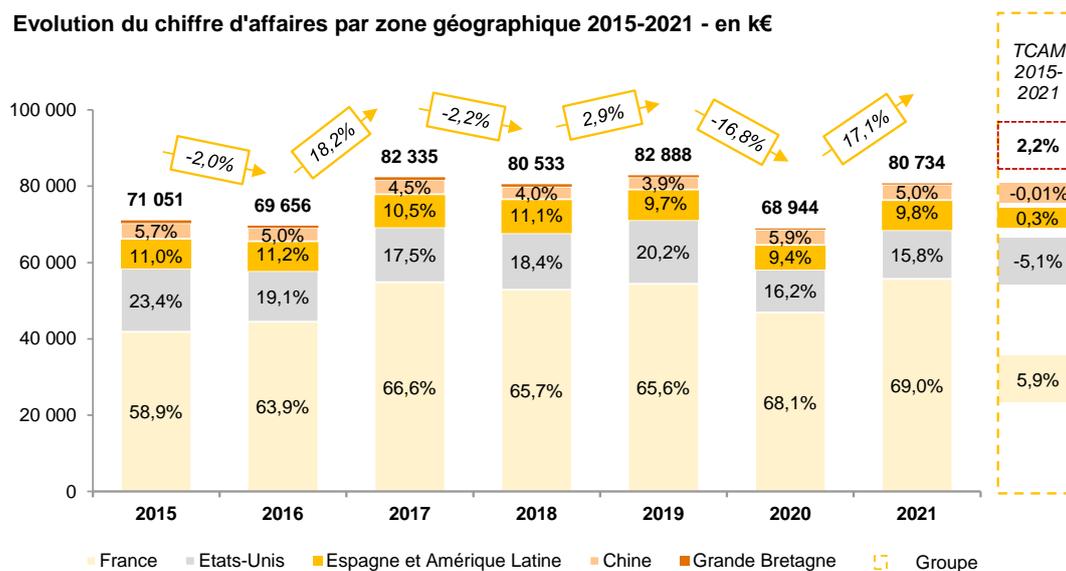
Répartition du chiffre d'affaires 2021 par zone géographique



Présente à l'international, Tivoly a une présence non significative en Ukraine et en Russie, le chiffre d'affaires réalisé au titre de son activité en Russie représentant moins de 0,3m€ en 2021.

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du chiffre d'affaires de Tivoly du 31 décembre 2015 au 31 décembre 2021, par zone géographique :

Evolution du chiffre d'affaires par zone géographique 2015-2021 - en k€



Source : Comptes consolidés annuels 2015 à 2021 de Tivoly

Le taux de croissance annuel moyen de la Société sur la période 2015-2021 est de 2,2% et met en exergue des niveaux de croissance de l'activité disparates selon les années sur la période.

Le poids de la France dans le chiffre d'affaires de la Société évolue de 59% à 69% sur la période observée (2015-2021), aux dépens notamment de celui des Etats-Unis, évoluant de 23% à 16%.

Le tableau ci-dessous détaille l'évolution du chiffre d'affaires de Tivoly du 31 décembre 2015 au 31 décembre 2021 par zone géographique :

Chiffre d'affaires par zone géographique							
En k€	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
France	41 859	44 506	54 850	52 932	54 412	46 953	55 712
Etats-Unis	16 615	13 309	14 381	14 781	16 729	11 170	12 789
Espagne et Amérique Latine	7 794	7 768	8 670	8 918	8 016	6 508	7 915
Chine	4 048	3 472	3 736	3 252	3 202	4 037	4 046
Grande Bretagne	736	600	699	650	530	277	271
Chiffre d'affaires	71 051	69 656	82 335	80 533	82 888	68 944	80 734
Croissance (%)	n/a	-2,0%	18,2%	-2,2%	2,9%	-16,8%	17,1%

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2018, 2019, 2020 et 2021 de Tivoly

Le chiffre d'affaires 2016 de Tivoly s'élève à 69,7m€, en léger retrait par rapport à 2015 (-2,0%) en raison notamment de la faiblesse de la demande aux Etats-Unis dans un marché local impacté par la crise pétrolière. Les ventes constatées aux Etats-Unis reculent ainsi de 20%. L'impact de cette diminution est atténué par la bonne performance française (+6,3%), nourrie par l'intégration de 3 mois d'activité de FFDM (Fabrique de Fraises Dentaires et Mécaniques), intervenue en octobre 2016.

Sur l'exercice 2017, le chiffre d'affaires du groupe s'établit à 82,3m€, en forte croissance (18,2%) du fait du changement de périmètre résultant de l'acquisition susmentionnée. A périmètre constant, la dynamique de croissance se maintient (+4%). La croissance est notamment portée par la France où la conjoncture redevenue porteuse tire notamment les marchés aéronautiques et médicaux mais également les produits pour la distribution ainsi que par les Etats-Unis où les ventes ont repris une orientation positive de l'ordre de 10% après une année électorale incertaine.

La période 2018-2021 est marquée par une forte baisse de l'activité en 2020 dans le contexte de la pandémie de Covid-19 avant une forte reprise de l'activité en 2021 à un niveau proche de celle observé en 2019.

Tivoly enregistre en 2018 dans un contexte d'investissements significatifs sur cet exercice une légère contraction (-2,2%) de son chiffre d'affaires qui s'établit à 80,5m€, notamment du fait d'une diminution de l'activité en France (-3,5%) du fait de la perte de certains référencement chez un client GSB, d'impacts négatifs des blocages des clients distributeurs lors des week-ends du dernier trimestre 2018 et de mesures de redéploiement de la production de l'activité Pneumat ayant engendré un décalage de chiffre d'affaires de 800k€.

La tendance s'inverse l'année suivante, avec un exercice 2019 qui extériorise une croissance de 2,9% avec un chiffre d'affaires de 82,9m€, dans le cadre d'une année marquée par une dynamique commerciale résiliente. La croissance observée est portée par la France (+2,8%) et les Etats-Unis (+13,2%) malgré un ralentissement dans l'industrie en France sur le dernier trimestre et un contexte géopolitique tendu aux Etats-Unis (politiques tarifaires douanières) provoquant un ralentissement général de l'économie sur le dernier trimestre. Ces progressions en France et aux Etats-Unis surcompensent les décroissances observées sur les autres zones et notamment en Espagne (ralentissement dans l'industrie sur les derniers mois de l'année 2019), au Royaume-Uni (perturbations inhérentes au Brexit) et la Chine (du fait de la nouvelle reconfiguration autour des sites de Changshu).

L'année 2020 est marquée par la survenance de la crise sanitaire du Covid-19 et la fermeture temporaire ou la production réduite des usines du Groupe, avec un chiffre d'affaires sur l'exercice clos 2020 qui s'établit à 68,9m€, en recul de 16,8%. L'impact du Covid-19 est notamment significatif sur le secteur de l'*Industry*, en particulier l'aéronautique et l'automobile, et a pu être partiellement atténué par une forte activité sur le Bricolage (alimentée par la demande liée aux confinements successifs) et le Pro.

L'exercice 2021 met en exergue un rebond de l'activité rapprochant le chiffre d'affaires de son niveau d'avant-crise sanitaire (80,7m€ soit une hausse de 17,1%, contre 82,9m€ en 2019 et 80,5m€ en 2018). En France et en Europe, la demande dans le « *Consumer* » reste soutenue, tandis que l'activité « *Industry* » reprend lentement en Europe, et de manière plus marquée en Amérique du Nord. En Asie, l'activité se maintient dans un contexte qui reste touché par les

difficultés d'approvisionnement liées à la gestion de la Covid en Chine (fermeture de zones géographiques entières) et l'inflation constatée, avec une forte pression tant sur les tarifs de l'énergie que sur les prix d'achat.

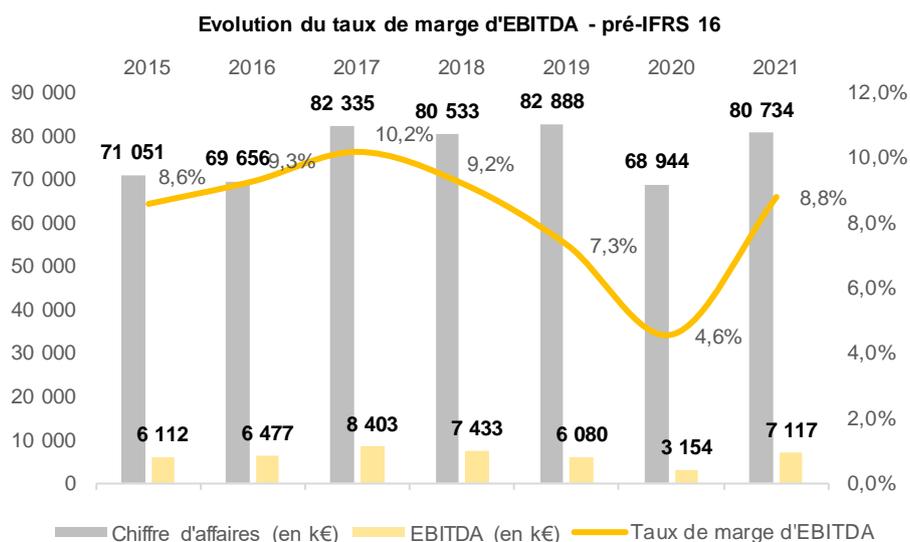
EBITDA⁵

Les charges opérationnelles courantes de Tivoly intègrent notamment les achats consommés et variation de stock de produits finis, les charges de personnel, ainsi que les autres charges externes, représentant respectivement 37%, 39% et 14% du chiffre d'affaires sur l'exercice 2021.

Les achats consommés (37% du chiffre d'affaires en 2021) correspondent majoritairement à des coûts d'achat d'acier qui dépendent fortement du cours de l'acier ainsi que des coûts de carbure. Ajustés de la variation de stock de produits finis, ils représentent le coût des ventes de Tivoly. La différence entre le chiffre d'affaires et le coût des ventes, rapportée au chiffre d'affaires, constitue la marge brute de Tivoly.

Les autres charges externes, pour leur part, comprennent principalement les achats non stockés/matériel/fournitures, l'entretien, le transport, les honoraires et les frais de sous-traitance. Elles comprennent également les *management fees* facturés par Holding Tivoly aux différentes entités du Groupe (1.274k€ en 2021).

Le tableau ci-dessous détaille l'évolution de l'EBITDA de Tivoly de 2015 à 2021 retraité de l'impact de la norme IFRS 16⁶ de 2019 à 2021 dans un objectif de comparabilité :



*EBITDA retraités de l'impact de la norme IFRS 16 pour être comparables aux EBITDA des années 2015 à 2018

Les niveaux de marge d'EBITDA historiquement observés entre 2015 et 2017 évoluent favorablement de 6.112k€ (8,6% du chiffre d'affaires) à 8.403k€ (10,2% du chiffre d'affaires), ces taux de marge d'EBITDA étant proches de ceux observés depuis 2011.

A compter de 2018 et jusqu'en 2020, la marge d'EBITDA diminue progressivement du fait de la baisse de la marge brute (60% en 2020 contre 68% en 2018) et de la baisse d'activité en 2020 ne permettant pas l'absorption de charges de structure tels que les charges de personnel fixes (42% du chiffre d'affaires en 2020 contre 39% en 2018 et 2019).

⁵ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization excluant les autres produits et charges opérationnels non courants observés en 2015, 2016 et 2018

⁶ Soustraction des charges de loyer à l'EBITDA sur les années incluant l'application de la norme (2019, 2020 et 2021)

En 2018, l'EBITDA s'établit à 7.433k€ soit 9,2% du chiffre d'affaires, contre 8.403k€ en 2017 (10,2% du chiffre d'affaires). Cette diminution s'explique notamment par l'augmentation des charges de personnel (+4,0%) ainsi que des autres charges externes (+2,9%) en dépit de la baisse d'activité du Groupe (-2,2%). A partir de 2018, une forte augmentation du prix des ébauches en Chine est subie, avec un impact prix important qui n'a pas pu être répercuté sur le prix de vente.

En 2019, l'EBITDA recule à 6.080k€, soit 7,3% du chiffre d'affaires, en lien avec la baisse de la marge brute (65% contre 68% en 2018) s'expliquant par la hausse du coût d'achat des matières premières, avec des augmentations significatives sur l'acier que la Société n'a pas nécessairement répercuté à la vente notamment sur le segment *Industry*.

En 2020, l'EBITDA chute à 3.154k€, soit 4,6% du chiffre d'affaires, du fait de l'impact de la crise sanitaire sur l'activité. La baisse du taux de marge d'EBITDA s'explique par le recul du taux de marge brute (60% contre 65% en 2019) sur l'exercice du fait d'un déstockage important et à des achats de produits négociés en forte augmentation pour servir la clientèle *Consumer*. Cet impact négatif est atténué par des subventions d'exploitation en hausse significative (3.704k€ en 2020 contre 580k€ en 2019) liées notamment à un prêt de l'Etat Fédéral Américain transformé en subvention (2.000k\$, incluant un prêt de l'Etat fédéral du Vermont) et à des aides au chômage partiel obtenus chez Tivoly et FFDM-Tivoly (près de 1.500k€). Dans le même temps, le Groupe met en œuvre une stratégie de contrôle des coûts qui aura pour effet une réduction des autres charges externes (10.417k€ contre 13.455k€) et notamment les frais de maintenance, frais de petits équipements et honoraires.

La tendance s'inverse en 2021, avec un niveau d'EBITDA en hausse s'établissant à 7.117k€, soit 8,8% du chiffre d'affaires. Sur le dernier exercice clos, la marge brute progresse passant de 60% à 63% du fait d'un mix segment (*Consumer vs Industry*) plus favorable. Les subventions d'exploitation, qui se maintiennent à un niveau élevé (2.099k€ en 2021 contre 347k€ et 580k€ respectivement en 2018 et 2019) et la meilleure absorption des coûts de structure (charges de personnel et autres charges externes fixes) du fait de la hausse de l'activité (+17,1%) contribuent au niveau d'EBITDA observé.

EBIT⁷ :

Le passage entre l'EBITDA et l'EBIT s'effectue en tenant compte des postes de dotations aux amortissements, puis des autres produits et charges opérationnels non courants (présents uniquement en 2018).

L'EBIT de Tivoly suit la même tendance que l'EBITDA sur la période 2018-2021.

Tivoly voit ainsi sa marge opérationnelle se dégrader de 2018 à 2020 (perte opérationnelle de -278k€ en 2020 contre un EBIT de 4.534k€ en 2018), étant précisé que l'EBIT 2018 intègre un produit opérationnel non courant de 494k€ correspondant au complément de badwill comptabilisé par le Groupe Tivoly par suite du rachat des participations résiduelles ne donnant pas le contrôle (5,87%) de FFDM Tivoly.

Au même titre que l'EBITDA en lien avec le rebond d'activité postérieurement à l'année 2020 qui avait été impacté fortement par la crise sanitaire, l'EBIT de Tivoly progresse fortement en 2021 pour atteindre 3.628k€.

Les évolutions de l'EBIT sur la période s'expliquent par la hausse des dotations aux amortissements sur la période du fait de nombreux investissements réalisés par le Groupe sur l'année 2018 : réorganisation et augmentation de la capacité de production des outils Pneumat sur le site de Bourges, concentration des fabrications de forets Hight Speed Steel sur deux sites

⁷ EBIT : *Earnings Before Interests and Taxes* (pré-IFRS 16)

de production au lieu de trois, et déménagement des sites de production chinois de Jiading vers Changshu.

Résultat financier :

Le résultat financier de la Société est positif et s'élève à 102k€ sur l'exercice clos 2021. Il est principalement constitué du coût de l'endettement financier brut (364k€), ainsi que d'autres produits et charges financiers (466k€) correspondant majoritairement à des gains/pertes de change.

En effet, une partie des achats (essentiellement en provenance Chine) et une partie des ventes hors Groupe (essentiellement au départ de l'Espagne) sont réglés en dollars US, en yuans ou en Pesos Mexicains, étant précisé que les achats en dollars US et yuans réalisés par Tivoly France et les ventes en dollars US réalisées par Tivelon font l'objet de couvertures de change pour partie.

L'évolution du résultat financier, qui était négatif sur les trois exercices clos précédents (respectivement -192k€, -194k€ et -1.162k€), résulte principalement des gains/pertes de changes qui s'élèvent à 312k€ en 2021 (gains nets de change) contre -625k€ en 2020 (pertes nettes de change).

Résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à 2.986k€ sur l'exercice 2021. Il comprend une charge d'impôt sur les bénéfices de la Société de 542k€.

Sur la période 2018-2019, le résultat net s'affiche en diminution, évoluant de 3.372k€ à 1.962k€ en raison de la dégradation de la marge brute. Il devient négatif en 2020, s'établissant à -1.693k€ à la suite de la survenance de la crise sanitaire. La Société parvient ensuite à rétablir en 2021 un niveau de résultat net supérieur à celui observé 2019 et s'établissant à 2.986k€, du fait d'un retour à un niveau d'activité plus normatif, de charges opérationnelles maîtrisées et d'un résultat financier favorable. Celui-ci reste cependant légèrement en deçà du résultat 2018.

1.1.2.7 - Equilibre bilancier et trésorerie

Bilan économique

Tivoly - Bilan économique				
En k€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Goodwill	5 233	5 241	5 232	5 243
Immobilisations incorporelles	3 277	3 316	2 751	2 320
Immobilisations corporelles	15 933	20 400	17 549	15 728
<i>Titres de participation et créances rattachées</i>	9	8	1	1
<i>Prêts</i>	293	317	529	548
<i>Autres immobilisations financières</i>	0	0	0	308
<i>Avances et dépôts</i>	835	785	704	416
<i>Dépréciation</i>	-161	-49	-195	-195
Actifs financiers	976	1 061	1 039	1 078
Actif immobilisé	25 419	30 018	26 571	24 369
Actif courant	45 562	45 789	42 154	45 990
Passif courant	-21 441	-20 551	-21 969	-24 749
Besoin en Fonds de Roulement	24 121	25 238	20 185	21 241
Impôts différés (nets)	1 153	1 278	2 237	2 667
Capitaux Employés	50 690	56 532	48 993	48 276
Capital social	11 080	11 080	11 080	11 080
Réserves liées au capital	6 051	6 051	6 051	6 051
Réserves et report à nouveau	11 926	14 569	16 094	14 287
Ecart de conversion	199	371	-306	565
Cash flow Hedge	9	-3	-36	60
Résultat de l'exercice	3 374	1 934	-1 637	2 966
Capitaux Propres - part du Groupe	32 639	34 002	31 246	35 009
Intérêts minoritaires	384	392	296	355
Capitaux Propres	33 023	34 394	31 542	35 364
Provisions pour retraite et autres avantages au personnel	3 401	3 683	3 644	3 141
Autres provisions	0	0	143	69
Provisions	3 401	3 683	3 787	3 210
<i>Emprunts et dettes financières</i>	18 869	23 310	35 852	24 904
<i>Mobilisation de créances commerciales</i>	1 651	2 508	0	0
Dettes financières	20 520	25 818	35 852	24 904
<i>Trésorerie et équivalents de trésorerie</i>	-6 118	-7 297	-22 157	-14 924
<i>Dérivés actifs à moins d'un an</i>	-136	-65	-31	-278
Trésorerie et équivalents (dont dérivés)	-6 254	-7 362	-22 188	-15 202
Dettes financières nette	14 266	18 456	13 664	9 702
Capitaux Investis	50 690	56 532	48 993	48 276

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2018, 2019, 2020 et 2021 de Tivoly

Au 31 décembre 2021, l'actif immobilisé de Tivoly s'élève à 24.369k€ et se compose principalement d'immobilisations corporelles et d'écarts d'acquisition (goodwill).

Les écarts d'acquisition comptabilisés au 31 décembre 2021 s'élèvent à 5.243k€ et sont liés à des acquisitions réalisées en 2016 (FFDM Pneumat devenue FFDM Tivoly) ou antérieurement dans le cadre de la croissance externe et à l'international du Groupe.

Les immobilisations incorporelles, d'un montant de 2.320k€ au 31 décembre 2021, correspondent essentiellement à des relations clients (FFDM) ainsi qu'à des marques et fonds commercial reconnues par le Groupe à leur juste valeur suite à la fusion de Triplex dans Tivoly SA.

Les immobilisations corporelles, d'un montant total de 15.728k€, correspondent principalement aux actifs corporels détenus ou utilisés par le Groupe sur les différents sites⁸ de production et distribution. Elles incluent principalement des installations techniques (8,8m€). La hausse des immobilisations corporelles sur la période résulte d'une part de la première application d'IFRS 16 au 1^{er} janvier 2019 (5,8m€ d'actifs de « droit d'utilisation » dont 4,2m€ au titre des constructions) et d'autre part des investissements significatifs d'immobilisations corporelles réalisées par le Groupe au cours de l'exercice 2019 (4,3m€) en comparaison avec ceux réalisés en 2020 (1,4m€) et 2021 (1,8m€) dans un contexte de crise sanitaire et des incertitudes économiques liées au Covid-19.

Les actifs financiers s'établissent à 1.078k€ au 31 décembre 2021 et sont principalement composés de prêts (548k€), d'avances et dépôts (416k€) et d'autres immobilisations financières (308k€). Ce dernier poste, uniquement présent au 31 décembre 2021, correspond à un reclassement de provision pour avantage au personnel⁹. Les actifs financiers sont diminués d'une dépréciation de 195k€, correspondant à une provision pour créance financière douteuse¹⁰ comptabilisée dans la filiale espagnole Neco.

Les impôts différés nets s'élèvent à 2.667k€ et résultent principalement de l'activation de déficits reportables et crédit d'impôts pour 2.109k€ concernant pour l'essentiel les filiales espagnoles du Groupe. Le montant des déficits reportables et crédits d'impôts non activés est estimé à 1.534k€.

Le besoin en fonds de roulement (BFR), est analysé ci-après.

Les capitaux propres de Tivoly s'élèvent à 35.364k€ au 31 décembre 2021 (33.023k€ au 31 décembre 2018) pour un capital social de 11.080k€, stable sur la période allant de fin 2018 à fin 2021.

L'évolution des capitaux propres de la Société résulte essentiellement des résultats nets de la Société, bénéficiaires à l'exception de celui de l'exercice 2020 (-1.693k€), et des distributions de dividendes sur la période (entre environ 600k€ et 660k€ selon les années). Les capitaux propres au 31 décembre 2021 incluent 355k€ d'intérêts minoritaires.

Les provisions s'élèvent à 3.210k€ au 31 décembre 2021. Elles sont constituées de provisions pour indemnités de départ à la retraite à hauteur de 3.141k€, et de provisions pour risques et charges à hauteur de 69k€, de nature prudhomme.

La dette financière nette comptable de Tivoly s'élève à 9.702k€ au 31 décembre 2021. Elle est constituée de dettes financières pour 24.904k€, de trésorerie et équivalents de trésorerie pour 14.924k€ et d'instruments financiers dérivés (juste valeur des contrats de change à terme) pour 278k€. Les dettes financières sont notamment relatives à des emprunts auprès des établissements de crédit pour 22.305k€ et aux dettes de location comptabilisées au titre d'IFRS 16 pour 2.329k€

⁸ Siège social et usine à Tournay-sur-Rhône (Savoie, France), site logistique à Albertville (Savoie), usine à Bourges (FFDM Tivoly), site de R&D à Saint-Etienne, usines de Elorrio (Espagne), Derby Line (Etats-Unis), Rotherham (Royaume-Uni), usine et unité de conception et de packaging dans la région de Shanghai (Chine), site de ventes au Mexique

⁹ La valeur actuelle des actifs du régime étant supérieure à la valeur actuelle de l'engagement au 31/12/2021 pour un montant de 308k€.

¹⁰ S'agissant d'avances de commissions réalisées par un agent commercial pour 195k€, devant être originellement remboursées par des commissions générées par le chiffre d'affaires apporté par l'agent.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Tivoly - Besoin en Fonds de Roulement				
En k€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Stocks	28 175	28 005	23 950	27 634
<i>en jours de CA</i>	<i>128 jours</i>	<i>123 jours</i>	<i>127 jours</i>	<i>125 jours</i>
Créances clients & autres débiteurs	13 012	13 852	13 331	13 602
<i>en jours de CA</i>	<i>59 jours</i>	<i>61 jours</i>	<i>71 jours</i>	<i>61 jours</i>
Autres créances	4 375	3 932	4 873	4 754
<i>en jours de CA</i>	<i>20 jours</i>	<i>17 jours</i>	<i>26 jours</i>	<i>21 jours</i>
Actif courant	45 562	45 789	42 154	45 990
<i>en jours de CA</i>	<i>207 jours</i>	<i>202 jours</i>	<i>223 jours</i>	<i>208 jours</i>
Dettes fournisseurs	-12 009	-10 432	-12 069	-13 072
<i>en jours de CA</i>	<i>-54 jours</i>	<i>-46 jours</i>	<i>-64 jours</i>	<i>-59 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-5 642	-5 248	-6 013	-7 203
<i>en jours de CA</i>	<i>-26 jours</i>	<i>-23 jours</i>	<i>-32 jours</i>	<i>-33 jours</i>
Autres dettes	-3 790	-4 871	-3 887	-4 474
<i>en jours de CA</i>	<i>-17 jours</i>	<i>-21 jours</i>	<i>-21 jours</i>	<i>-20 jours</i>
Passif courant	-21 441	-20 551	-21 969	-24 749
<i>en jours de CA</i>	<i>-97 jours</i>	<i>-90 jours</i>	<i>-116 jours</i>	<i>-112 jours</i>
BFR	24 121	25 238	20 185	21 241
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>80 533</i>	<i>82 888</i>	<i>68 944</i>	<i>80 734</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>109 jours</i>	<i>111 jours</i>	<i>107 jours</i>	<i>96 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,4%</i>	<i>29,3%</i>	<i>26,3%</i>

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2018, 2019, 2020 et 2021 de Tivoly

L'actif courant se compose principalement de stocks et de créances clients & autres débiteurs. Le passif circulant est essentiellement constitué de dettes fournisseurs et de dettes fiscales et sociales.

Au 31 décembre 2021, les stocks regroupent essentiellement des produits finis (10,2m€) et des marchandises (9,2m€), et dans une moindre mesure des matières premières et approvisionnements (6,1m€) ainsi que des en-cours de production (2,1m€). Les créances clients et autres débiteurs s'établissent à 13.602k€ au 31 décembre 2021. Enfin, les autres créances, d'un montant de 4.754k€ au 31 décembre 2021, sont principalement constituées de créances fiscales, de débiteurs divers (avances payées à des fournisseurs), ainsi qu'à des dépôts bloqués sur des comptes à terme¹¹ par la filiale chinoise Tivelon Trading (470k€ au 31/12/2021). La Société n'a par ailleurs pas recours à l'affacturage.

L'actif courant se caractérise par une stabilité depuis le 31 décembre 2018, les stocks représentant entre 123 et 128 jours de chiffre d'affaires sur la période et les délais de règlement clients étant très proches de 60 jours, exception faite du 31 décembre 2020 à la clôture d'un exercice impacté par les conséquences de la crise sanitaire du Covid-19 (71 jours de chiffre d'affaires). L'actif courant oscille ainsi sur la période, hors fin 2020, entre un minimum de 202 jours de chiffre d'affaires (31/12/2019) et un maximum de 208 jours (31/12/2021).

Le passif courant est constitué, au 31 décembre 2021, de dettes fournisseurs (13.072k€), de dettes fiscales et sociales (7.203k€) et d'autres dettes (4.474k€) qui s'apparentent majoritairement à des avoirs clients à établir. Les dettes fournisseurs dont les délais de règlement sont de l'ordre de 90 jours représentent entre 46 et 64 jours de chiffre d'affaires sur la période, les dettes fournisseurs atteignant un point haut relativement au chiffre d'affaires fin 2020 du fait de la baisse d'activité sur cet exercice. De ce fait, le passif courant se situe à un niveau plus élevé à fin 2021 par rapport à fin 2019 et 2020.

Le BFR est resté particulièrement stable sur la période allant de fin 2018 à fin 2020, compris entre un minimum de 107 jours de chiffre d'affaires (31/12/2020) et un maximum de 111 jours de chiffre

¹¹ Correspondant à un système de règlement des fournisseurs couramment usité en Chine, où le paiement se fait par traites bancaires. La filiale bloque le montant correspondant à la dette fournisseur et n'y touche plus, comme si le montant était déjà payé, jusqu'à ce que la traite soit encaissée.

d'affaires (31/12/2019). La légère diminution du BFR en jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021 (21.241k€, soit 96 jours de chiffre d'affaires) par rapport à ces niveaux historiques, s'explique notamment par le niveau des dettes fiscales et sociales qui n'est pas revenu au niveau observé fin 2019 et fin 2018.

D'après les informations communiquées par le management, bien que le BFR se caractérise par l'absence de saisonnalité structurelle de l'activité de Tivoly au cours de l'année, nous comprenons que le niveau de BFR observé fin 2021 n'est pas jugé normatif et que le niveau normatif du BFR de la Société se situe davantage autour de celui observé fin 2019 et fin 2018.

Toutefois, nous ne procéderons pas à un ajustement du BFR dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la différence entre le BFR jugé normatif et le BFR observé au 31 décembre 2021, cette hypothèse ne maximisant pas la valeur de l'action Tivoly.

1.2 - Contexte et opération envisagée

1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération

A la suite de contacts établis avec l'Initiateur, PFI a fait part de son intérêt pour un rapprochement par une lettre d'intention en date du 8 juillet 2021. PFI est entré en négociations exclusives avec la famille Tivoly en vue de l'acquisition par PFI d'une participation majoritaire dans l'Initiateur ainsi que l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly d'Actions de la Société.

Le 2 février 2022, la famille Tivoly et la société PFI ont conclu une promesse d'achat, portant sur l'acquisition par PFI d'actions ordinaires de Holding Tivoly et sur l'acquisition, par Holding Tivoly, d'actions ordinaires de Tivoly, détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly.

Conformément aux accords préliminaires qui ont été conclus le 2 février 2022 et qui ont fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 3 février, les opérations suivantes ont donc été réalisées le 15 mars 2022 sur la base d'un prix de 42,05 € par action Tivoly :

- l'acquisition, par PFI, de 8.401 actions ordinaires de Holding Tivoly auprès des membres de la famille Tivoly¹² correspondant à 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly, qui elle-même détient 777.307 actions ordinaires de Tivoly, représentant à cette date environ 70,15% de son capital social et 77,78% de ses droits de vote théoriques, et sur ;
- l'acquisition, par Holding Tivoly, de 32.806 actions ordinaires de Tivoly, détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly¹³, correspondant à 2,96% de son capital social et 1,67% de ses droits de vote théoriques (ensemble, l'« Acquisition »).

A l'issue de la réalisation de l'Acquisition qui a eu lieu le 15 mars 2022, Holding Tivoly a porté sa participation dans le capital de Tivoly de 70,15% à 73,12%, et PFI détient 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly (le solde de Holding Tivoly restant détenu par Jean-François Tivoly et Jean-Michel Tivoly dans le cadre d'un pacte d'associés conclu avec PFI) et a pris le contrôle indirectement de Tivoly. Dans le cadre de cette opération, Jean-François Tivoly conserve ainsi une participation minoritaire de Holding Tivoly.

C'est dans ce contexte et suite à la réalisation de l'Acquisition que Holding Tivoly, qui est désormais contrôlée par PFI, dépose conformément aux dispositions législatives et

¹² Les actionnaires familiaux de Holding Tivoly incluent les actionnaires suivants : Jean-Michel Tivoly, Jean-François Tivoly, Marc Tivoly, Alexandra Tivoly, Sarah Tivoly et la société TR-I SAS

¹³ Les actionnaires familiaux directs de Tivoly incluent les actionnaires suivants : Jean-Michel Tivoly, Jean François Tivoly, Marc Tivoly, Edouard Tivoly et Virginie Tivoly.

réglementaires applicables un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant le solde du capital de Tivoly (à l'exception des actions auto-détenues par Tivoly).

L'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, en raison du franchissement par Peugeot Frères Industrie du seuil de détention directe et indirecte de 30% du capital et des droits de vote de Tivoly SA. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Si les conditions réglementaires sont remplies à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, Holding Tivoly a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire des actions de Tivoly visées par l'offre qui n'auraient pas été apportées à l'Offre aux mêmes conditions financières que celles de l'offre publique d'achat simplifiée.

L'Offre, ainsi que l'Acquisition à la suite de laquelle elle s'inscrit, est motivée par la volonté de PFI de se renforcer dans l'outillage, secteur d'origine de la marque Peugeot. La combinaison de la marque Tivoly, référence dans le secteur, et de la marque Peugeot, a vocation à contribuer à accélérer le développement de l'activité dans un marché de plus en plus concurrentiel. Le groupe Peugeot entend ainsi fournir, grâce à l'ADN commun de technicité, de performance et d'ancrage familial des deux groupes, des solutions plus innovantes à ses clients. PFI est par ailleurs l'un des actionnaires minoritaires du Groupe Sigma qui développe et commercialise notamment les outils stationnaires et électroportatifs Peugeot.

L'Initiateur a l'intention de poursuivre le développement de la Société dans une vision de long terme en lui apportant, dans le cadre d'une gouvernance pérennisée, l'expertise des équipes de PFI et en lui faisant bénéficier des autres ressources, tant humaine que financière, de PFI. L'Initiateur est une société holding, ayant pour objet la prise de participation et la gestion de la Société. Par conséquent, l'Offre ne devrait générer aucune synergie.

A la date du présent rapport, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion de Tivoly avec l'Initiateur. Il est toutefois précisé dans le projet de note d'information que l'Initiateur se réserve la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société.

1.2.2 - Termes de l'Offre

A la date du dépôt de l'Offre, l'Initiateur détient 810.113 actions de Tivoly, représentant 73,12% du capital et 80,49% des droits de vote théoriques de la Société.

A notre connaissance, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante à la date du dépôt de l'Offre :

Tivoly - Actionnariat				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Holding Tivoly*	810 113	73,12%	1 587 420	80,49%
Actionnaires Cédants**	3 288	0,30%	3 894	0,20%
Public (flottant)	289 320	26,11%	375 706	19,05%
Auto-contrôle	5 269	0,48%	5 269	0,27%
Total	1 107 990	100,00%	1 972 289	100,00%

*contrôlée à 78,08% par PFI

**Jean François Tivoly, Marc Tivoly et Virginie Tivoly

Source : Projet de note d'information

L'Offre porte sur les actions de la Société qui sont d'ores et déjà émises, et qui ne sont pas détenues par l'Initiateur, à l'exclusion des 5.269 actions auto-détenues par la Société, soit un nombre total maximum de 292.608 actions représentant 26,41% du capital et 19,25% des droits de vote de la Société.

Il est également précisé qu'à la date du présent rapport, il n'existe, à notre connaissance, aucun titre de capital ou instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société. La Société détient par ailleurs 5.269 de ses propres actions.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 42,05€ par action.

Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de Tivoly, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Tivoly non apportées à l'Offre (le « Retrait Obligatoire »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix de l'Offre, soit 42,05€ par action, nette de tous frais, les actions Tivoly non apportées à l'Offre.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des actions du marché réglementé d'Euronext Growth Paris.

2 - Présentation de l'expert indépendant

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

2.1.1 - Présentation générale

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

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

Fort de 126 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

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

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

- Yohan Bonnet, Directeur, diplômé de l'IAE de Lyon (Master Ingénierie Financière et Transaction) disposant de 10 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Inès Meflah, Analyste Senior, diplômée du Master Grande Ecole de NEOMA Business School (spécialisation Finance d'Entreprise). Elle a récemment rejoint Crowe HAF après une première expérience de 3 ans sur des missions d'expertise indépendante au sein d'une autre structure.

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

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Neuf missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société S.T. Dupont initiée par la société D and D International BV (Décembre 2021, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Etablissements Fauvet-Girel initiée par la société Advanced Biological Laboratories (Décembre 2021, Etablissement présentateur : Banque Delubac & Cie) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Media 6 initiée par la société Vasco (Mai 2021, Etablissement présentateur : Banque Neufelize OBC) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Eurogerm initiée par la société Novagerm (Avril 2021, Etablissement présentateur : Banque Palatine) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société SuperSonic Imagine initiée par la société Hologic Hub Ltd (Mars 2021, Etablissement présentateur : Crédit Agricole Corporate & Investment Bank) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Groupe Open initiée par la société New GO (Novembre 2020, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société IntegraGen initiée par la société OncoDNA (Septembre 2020, Etablissement présentateur : ODDO BHF Corporate Finance) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Dedalus France initiée par la société Dedalus Italia (Juin 2020, Etablissement présentateur : BNP Paribas) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Business & Decision initiée par la société Orange Business Services (Avril 2020, Etablissement présentateur : Portzamparc).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;

- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Tivoly au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 60.000€, hors taxes et hors frais.

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

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 280 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

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

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel la Société opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

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

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction de Tivoly ;

- analyse du plan d'affaires de Tivoly et mise en regard de celui-ci avec les données financières historiques et de sociétés opérant dans le même secteur ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Transaction récente intervenue sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la promesse d'achat puis du contrat de cession conclu entre la famille Tivoly et PFI portant sur l'acquisition d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly qui détient elle-même 70,15% du capital de la Société et l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly de 2,96% du capital de la Société ;
- analyse des accords conclus dans le cadre de la cette cession.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- évaluation de l'action Tivoly ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Tivoly ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux de Tivoly (dette financière nette et EBITDA/EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de Tivoly par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire)

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

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

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

Méthode des dividendes (méthode écartée)

Référence à la valeur nette comptable des titres chez Holding Tivoly (méthode écartée)

Référence aux augmentations de capital récentes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Tivoly ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VI Analyse des accords connexes à l'Offre

VII Analyse des observations écrites des actionnaires

VIII Rédaction du rapport d'évaluation

IX Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la société cible

X Revue indépendante

XI Présentation des conclusions au Conseil d'Administration de Tivoly

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration de Tivoly a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 15 mars 2022.

Notre mission s'est déroulée du 15 mars au 14 avril 2022. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 15 au 21 mars 2022 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec la société Tivoly et ses conseils financier et juridique. Echange avec la direction financière et les conseils financier de Tivoly sur les états financiers.
- du 22 au 29 mars 2022 : Préparation de l'évaluation. Analyse des données historiques et prévisionnelles. Echange avec la direction financière et générale ainsi que les conseils financier de Tivoly sur le plan d'affaires. Analyse de la promesse d'achat puis du contrat de cession conclu entre la famille Tivoly et PFI. Analyse des opérations connexes à l'Offre.
- du 30 mars au 6 avril 2022 : Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation. Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- du 7 au 14 avril 2022 : échange avec les administrateurs indépendants désignés lors du Conseil d'Administration du 15 mars 2022 aux fins de suivre les travaux de l'expert, rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au Conseil d'Administration de Tivoly (14 avril 2022).

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Tivoly (Société objet de l'Offre)

- M. Jean-François Tivoly, Président Directeur Général
- Mme. Evelyne Franiau, Directrice Financière Groupe
- Mme. Isabelle Delarbre, Administrateur indépendant
- Mme. Camille Volant, Administrateur indépendant

Archers (Conseil juridique de Tivoly)

- M. Mark Richardson, Avocat associé
- M. Alex Ebangué, Avocat collaborateur

BNP Paribas (Conseil financier de Tivoly)

- M. Olivier Rinaudo, M&A Managing Director – Advisory for Listed Companies
- M. André-Louis Valiere, M&A Managing Director
- M. Hubert de Monplanet, M&A Director
- Mme. Aurélie Hirzel, M&A Associate
- M. Hugo Schrantz, M&A Analyst

Société Générale (Etablissement présentateur)

- M. Bertrand Zanin, M&A Director
- M. Asgar Sondarjee, M&A Director
- M. Dorian Barthel, M&A Associate
- M. Simon Villautreix, M&A Analyst

2.6.4 - Informations utilisées

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

- l'étude de marché sur le secteur de la fabrication d'outillages en France publiée par Xerfi en juin 2021,
- les informations publiques sur la société Tivoly, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- le communiqué de presse du 3 février 2022 relatif à l'annonce de l'entrée en négociations exclusives de PFI avec la famille Tivoly en vue de l'acquisition par PFI d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly ainsi que l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly d'actions Tivoly,
- le communiqué de presse du 15 mars 2022 relatif à l'annonce de la réalisation ce même jour de l'opération d'acquisition par PFI d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly ainsi que l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly d'actions Tivoly,
- les états financiers historiques de la Société au 31 décembre 2021,
- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques de la Société au 31 décembre 2019 et 2020,
- les rapports (rapport sur les comptes consolidés et rapport spécial sur les conventions réglementées) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2019 et 2020,
- le procès-verbal du Conseil d'Administration du 15 mars 2022 arrêtant les comptes qui met en exergue l'opinion que les commissaires aux comptes de Tivoly prévoient de rendre sur les comptes 2021 de la Société,
- les projets de résolutions soumises aux assemblées générales ordinaires relatives aux exercices clos au 31 décembre 2019 et 2020,
- la promesse d'achat du 2 février 2022 et le contrat de cession et d'acquisition des actions de Holding Tivoly du 15 mars 2022 conclus entre la famille Tivoly et PFI, portant sur l'acquisition par PFI d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly qui détient elle-

même 70,15% du capital de la Société et l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly de 2,96% du capital de la Société ;

- le pacte d'associés relatif à Holding Tivoly conclu entre Jean-François Tivoly et PFI en date du 15 mars 2022 (en présence de Jean-Michel Tivoly et Holding Tivoly),
- les lettres de PFI relatives à la rémunération de Jean-François Tivoly et Marc Tivoly en date du 15 mars 2022,
- la convention de prestation de services conclue entre la société TR-i et la société Tivoly en date du 15 mars 2022,
- la convention de prestation de services conclue entre PFI et la société Tivoly en date du 15 mars 2022,
- les avenants des baux du site de Tours-en-Savoie conclus entre les sociétés Immotiv et Tivoly le 15 mars 2022,
- le renouvellement du bail du site Espagnol conclu entre les sociétés Nec Immo et Neco en date du 24 mars 2022,
- le nombre d'actions composant le capital et du nombre total de droits de vote au 31 janvier 2022 et le bilan semestriel du contrat de liquidité au 31 décembre 2021,
- le listing des actionnaires au nominatif de Tivoly au 1^{er} octobre 2021,
- la due diligence stratégique et financière (*Strategic Financial Review*) préparée par EightAdvisory en octobre 2021,
- la présentation des résultats 2020 de Tivoly et du Groupe et de ses activités en date du 10 mai 2021,
- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2022-2026 de la Société établi par le management de PFI et revu et validé par la direction de Tivoly,
- le projet de procès-verbal de Conseil d'Administration du 14 avril 2022,
- les tests de dépréciation réalisés au 31 décembre 2021 sur les différentes Unités Génératrices de Trésorerie du groupe Tivoly,
- les informations relatives au stock de déficits reportables au 31 décembre 2021 des sociétés FFDM Tivoly, Neco et Tivoly Inc.,
- les expertises immobilières réalisées sur la plupart des actifs immobiliers dont le groupe Tivoly est propriétaire (à l'exception de celui détenu par Tivoly Inc.),
- le procès-verbal de l'Assemblée Générale Ordinaire du 15 mai 2020,
- les procès-verbaux des Conseils d'Administration ayant eu lieu en 2021,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de Tivoly,

- le projet de note d'information relatif à la présente Offre qui sera déposé auprès de l'AMF le 19 avril 2022,
- le rapport d'évaluation de Société Générale intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Maxime Hazim, associé du département Evaluation du cabinet Crowe HAF et membre de l'APEI. Maxime Hazim a 14 ans d'expérience en évaluations d'entreprises et en audit de sociétés cotées et non cotées. Il a participé à plus de 30 expertises indépendantes et dispose ainsi d'une forte compréhension des enjeux d'une revue indépendante. Il est, par ailleurs, l'auteur d'une étude traitant de la pratique de l'expertise indépendante menée sur 300 offres publiques.

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

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé

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

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 1.107.990 actions.

Le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation de Tivoly correspond au nombre d'actions en circulation, soit le nombre d'actions composant le capital à la date d'évaluation diminué de l'auto-détention au 31 décembre 2021¹⁴ (6.068 actions auto-détenues par la Société à cette date).

Tivoly - Nombre d'actions	
	Nb d'actions
Nombre d'actions composant le capital	1 107 990
- Actions autodétenues (autodétention)*	-6 068
Nombre d'actions en circulation	1 101 922

*au 31 décembre 2021

¹⁴ En cohérence avec le solde en espèces au 31 décembre 2021 du contrat de liquidité intégré dans le calcul de la dette financière nette ajustée

A notre connaissance et à la date du présent rapport, la Société n'a pas émis d'instruments ayant un effet dilutif (bons de souscription d'actions, actions gratuites, etc...) sur la valeur de l'action Tivoly.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 1.101.922 actions.

3.1.2 - Dette financière nette ajustée

En cohérence avec le plan d'affaires qui nous a été transmis qui intègre le budget de l'année 2022 et le niveau de besoin en fonds de roulement de la Société observée au 31 décembre 2021, nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation d'endettement financier net de Tivoly au 31 décembre 2021 ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date. La dette nette ajustée de Tivoly repose ainsi sur des données bilancielle récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

La dette financière de Tivoly s'élève à 22.575k€ au 31 décembre 2021 et se compose principalement d'emprunts auprès des établissements de crédit souscrits par les différentes entités du groupe¹⁵ (22.305k€). Par ailleurs, la société n'a plus recours à la mobilisation de créances commerciales¹⁶.

Conformément au plan d'affaires servant de base à nos travaux de valorisation que nous avons retraité de l'impact sur les comptes de la norme IFRS 16, l'endettement financier n'inclut pas la dette de location de 2.329k€ au 31 décembre 2021, comptabilisée au passif du bilan en application de la norme comptable IFRS 16.

Tivoly - Dette financière nette	
En k€	31/12/2021
<i>Découverts bancaires</i>	8
<i>Autres emprunts auprès des ets. de crédit</i>	22 305
<i>IFRS 9 - Instruments financiers</i>	41
<i>Autres emprunts et dettes financières divers</i>	221
Emprunts et dettes financières	22 575
= Dettes financières	22 575
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-14 924
- Dérivés actifs à moins d'un an	-278
= Dette financière nette	7 373

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2021 de Tivoly

Au 31 décembre 2021, la trésorerie de Tivoly et les dérivés actifs à moins d'un an s'élèvent respectivement à 14.924k€ et 278k€, faisant apparaître un endettement financier net de 7.373k€.

Par ailleurs, nous avons intégré à la dette nette ajustée des éléments décaissables au 31 décembre 2021 et des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

A ce titre, nous avons considéré les provisions pour indemnité de départ à la retraite comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons par ailleurs retraité l'économie d'impôt latente sur la provision pour indemnité de départ à la retraite. Au 31 décembre 2021, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés au taux de 25%) s'élève à 2.356k€.

¹⁵ Tivoly SA, FFDM Tivoly, Tivoly Inc. et Neco

¹⁶ Il existe néanmoins toujours une ligne à court terme dont la Société dispose, qui est garantie par le niveau de créances commerciales. Il ne s'agit ni de titrisation, ni d'affacturage.

Suivant la même logique, nous avons également retraité à la dette nette le montant des autres provisions pour risques et charges dont le montant s'élève à 69k€ au 31 décembre 2021.

Il a également été considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, le montant des intérêts minoritaires (réserves et résultat des participations ne donnant pas le contrôle) pour leur valeur comptable, soit 355k€, cette valeur comptable étant représentative de la valeur économique de la quote-part de capitaux propres des participations ne donnant pas le contrôle (FFDM Tivoly, Tivelon et Neco).

La dette nette intègre également les avances et dépôts au 31 décembre 2021, à l'exception des dépôts et cautionnements correspondants à des dépôts de garanties sur des locaux (55k€) qui n'ont pas vocation à être encaissés par la Société dans une optique de continuité d'exploitation. Le total des avances et dépôts pris en compte, qui comprend principalement des gages espèces sur emprunts et le solde espèce du contrat de liquidité, s'élève ainsi à 361k€.

Nous avons également considéré les prêts consentis par le groupe Tivoly, figurant en actifs financiers pour 548k€, comme des éléments à retraiter de la dette financière nette, en intégrant la dépréciation sur actifs financiers y étant associé pour 195k€.

Nous avons également intégré le montant des autres immobilisations financières pour 308k€ correspondant au reclassement de la provision pour avantage au personnel de Tivoly Inc. (filiale américaine) en immobilisations financières, comptabilisée du fait d'une valeur actuelle des actifs du régime (3.190k€) au 31 décembre 2021 supérieure à la valeur actuelle de l'engagement de retraite (2.882k€).

Enfin, nous avons retraité de la dette financière nette les titres de participation¹⁷ pour leur valeur nette comptable (1k€ au 31 décembre 2021). Nous comprenons que la valeur nette comptable de ces titres de participation, non significatifs à l'échelle du groupe, reste proche de leur valeur économique.

La dette financière nette ajustée de Tivoly s'élève ainsi à 9.129k€ au 31 décembre 2021 et se présente comme suit :

Tivoly - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En k€	31/12/2021
Dette financière nette	7 373
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	2 356
+ Intérêts minoritaires	355
+ Provisions pour risques et charges	69
- Avances et dépôts	-361
- Prêts	-548
- Autres immobilisations financières	-308
+ Dépréciation sur actifs financiers	195
- Titres de participation	-1
= Dette nette ajustée	9 129

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2020 de Tivoly

* Nets d'impôts

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de dette nette ajustée de 9.129k€.

¹⁷ correspondant à une participation de Neco dans Elkargi (société de garantie à capital semi-publique au service de la communauté des affaires) et à des parts sociales de France Habitat (lié à la Participation de l'employeur à l'effort de construction)

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires de Tivoly a été élaboré début 2022 par le management de PFI dans le cadre de l'acquisition du groupe. Nous comprenons que, dans le cadre de l'opération, la direction de Tivoly a revu de manière approfondie le plan d'affaires et validé la cohérence de celui-ci.

Le Conseil d'Administration de la Société en séance le 14 avril 2022 a pris acte que le plan d'affaires représentait la meilleure estimation raisonnable des perspectives de la Société par le management.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires de Tivoly est un business plan consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 5 ans et tient compte de l'évolution du périmètre actuel du Groupe. Le plan d'affaires n'intègre pas en revanche d'opérations de croissance externe. Par ailleurs, le plan d'affaires n'intègre pas l'éventuel impact (principalement via la hausse des coûts des matières premières et de l'énergie et de manière non significative par les clients de Tivoly implantés en Russie) que pourrait avoir le conflit en Ukraine sur l'activité de Tivoly. Il intègre en revanche des difficultés d'approvisionnement en matières premières liées à la reprise post Covid-19 qui ont marqué le début de l'année 2022.

Le plan d'affaires résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel, et intègre la croissance mécanique des marchés adressés, le développement du e-commerce, l'accompagnement des clients GSB¹⁸ présents à l'international, le rattrapage anticipé du segment *Industry* suite à l'impact défavorable du Covid-19 (notamment dans l'aéronautique et l'automobile), la hausse des prix, ainsi que les menaces et risques telles que les gains de parts de marché des marques de distributeur en GSB,
- à l'évolution de la marge brute qui repose sur l'évolution du coût des achats consommés à travers le prix d'achat des matières premières (acier et carbure), du mix-segment et du mode de distribution sur le segment Consumer (en GSB versus en e-commerce),
- au niveau du taux de marge d'EBITDA fondé sur la prépondérance des charges de personnel et des autres charges externes (achats non stockés, maintenance, honoraires, transport, sous-traitance, etc...),
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) intégrant en sus les dotations aux amortissements.
- aux investissements, amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques de la Société et des impacts de la pandémie de Covid-19 sur l'activité de la Société, de la croissance du marché sur lequel la Société opère.

¹⁸ Grande Surface de Bricolage

3.1.3.3 - Tests de dépréciation (impairment tests)

Des tests de dépréciation (« impairment test ») ont été effectués au 31 décembre 2021 sur les écarts d'acquisition affectés aux UGT des différentes filiales, à savoir l'UGT « Tivoly + Triplex » (France), l'UGT « FFDM Tivoly » (France), l'UGT « Tivoly Inc. » (Etats-Unis), l'UGT « Neco » incluant Tivoly DF (Espagne et Amérique Latine), l'UGT « Elite Tooling » (Grande Bretagne), et l'UGT « Tivelon (HK + Trad + Pack) + Tivoly Tools » (Chine).

Ces tests de dépréciation se basent sur des plans d'affaires sur la période 2022-2026.

Nous comprenons que ces prévisions résultent de l'établissement par chacune des filiales ou UGT du groupe de leur budget 2022 (pour le chiffre d'affaires et l'EBITDA) et de projections de 2023 à 2026 qui découlent de ce budget ; étant précisé que le budget 2022 (par UGT et consolidé) présenté à la direction générale de Tivoly en octobre 2021 repose lui-même sur un atterrissage 2021 basé sur la clôture mensuelle à fin août 2021.

En ce qui concerne le chiffre d'affaires, la consolidation des plans d'affaires 2022-2026 utilisés pour l'exercice des tests de dépréciation de Tivoly met en exergue un chiffre d'affaires supérieur de 16% à celui budgété pour 2022 dans le business plan utilisé pour la présente opération. Nous comprenons que cet écart s'explique par le décalage de plusieurs mois existant entre les prévisions issues des tests de dépréciation (reposant sur un atterrissage 2021 établi à fin août 2021 qui était 13% supérieur au chiffre d'affaires réalisé en 2021, soit 80,7m€) et les prévisions utilisées dans le cadre de la présente opération (établies en mars 2022 et qui intègrent les difficultés d'approvisionnement en matières premières liées à la reprise post Covid-19).

La consolidation des plans d'affaires 2022-2026 utilisés pour l'exercice des tests de dépréciation de Tivoly fait toutefois apparaître une hypothèse de croissance du chiffre d'affaires en ligne (bien que légèrement plus volontariste) avec le plan d'affaires fourni dans le cadre de nos travaux. Dans le plan d'affaires utilisé pour l'exercice des tests de dépréciation de Tivoly, le chiffre d'affaires évolue selon un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 4,4% sur la période 2021-2026, comparativement à un TCAM de 3,6% sur la même période du plan d'affaires construit pour les besoins de l'opération.

S'agissant de la marge d'EBITDA, la consolidation des plans d'affaires 2022-2026 utilisés pour l'exercice des tests de dépréciation fait apparaître des hypothèses de profitabilité plus volontariste dans le plan d'affaires utilisé pour les tests de dépréciation, atteignant en 2026 12,5% d'EBITDA post-IFRS 16 (soit 11,3% en EBITDA pré-IFRS 16) contre respectivement 11,3% (10,1% en EBITDA pré-IFRS 16) en 2026 et 12,2% (11,0% en EBITDA pré-IFRS 16) sur le flux normatif dans le plan d'affaires utilisé pour les besoins de l'opération.

Les flux issus du plan d'affaires sont actualisés dans le cadre des tests de dépréciation à un taux différent selon les UGT, de 10,2% pour les UGT en France et aux Etats-Unis, de 10,5% pour l'UGT au Royaume-Uni et de 10,6% pour les UGT en Chine et en Espagne et Amérique Latine. Le CMPC provenant de notre calcul (10,09%) est légèrement inférieur aux taux d'actualisation retenus dans le cadre des tests de dépréciation tout en restant proche de ces derniers.

Bien que corrigé du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA réalisées en 2021, les hypothèses de croissance (chiffre d'affaires) et de profitabilité (marge d'EBITDA) des prévisions de 2022 à 2026 utilisées pour les tests de dépréciation restent légèrement plus volontariste que celles utilisées dans le plan d'affaires construit pour les besoins de l'opération. Par conséquent, nous avons modélisé les flux de trésorerie actualisés également sur la base des prévisions de chiffre d'affaires et d'EBITDA utilisées pour les tests de dépréciation que nous avons rebasées¹⁹ sur le réalisé 2021. A titre informatif, la valeur à laquelle nous aboutissons par ces prévisions de croissance et profitabilité reste inférieure au prix d'Offre.

¹⁹ corrigées de l'écart entre l'atterrissage 2021 et le réalisé 2021

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs,
- Référence à la valeur nette comptable des titres Tivoly dans les comptes de Holding Tivoly,
- Référence aux augmentations de capital récentes,
- Méthodes des transactions comparables.

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

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de Tivoly. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la Société.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres part du groupe) au 31 décembre 2021 s'élève à 35.009k€, soit une valeur de 31,77€ par action. Le prix d'Offre proposé de 42,05€ offre une prime de 32,4% sur cette valeur.

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

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

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

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

Cette approche n'est donc pas pertinente pour évaluer une société comme Tivoly. Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

Il n'existe pas à notre connaissance d'actifs dissociables de l'exploitation. La valeur des actifs immobiliers, qui consistent principalement en des bâtiments et installations industriels ainsi que des bureaux d'exploitation, est par ailleurs intégrée directement dans la méthode des flux de trésorerie actualisés dans le plan d'affaires au travers des revenus générés et des charges supportées par les différents sites de production.

Nous avons toutefois pris connaissance et revu les expertises immobilières réalisées en 2020 et 2021 sur les actifs immobiliers (terrains et bâtiments) de la plupart des sites de production dont Tivoly est propriétaire (à l'exception du site de Tivoly Inc. qui n'avait pas fait l'objet d'une expertise immobilière). A titre purement informatif, après réévaluation des actifs immobiliers concernés, l'Actif Net Réévalué de Tivoly reste inférieur au prix d'Offre.

3.2.3 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

Tivoly a procédé à des distributions de dividendes compris entre 0,50€ et 0,60€ par action entre 2016 et 2020, soit des dividendes versés compris entre environ 550k€ et 660k€ selon les années.

Néanmoins, le taux de distribution associé à ces versements annuels varie significativement à compter de 2019 d'un exercice à l'autre selon le résultat net réalisé. De surcroît, la situation actuelle, caractérisée par un manque de visibilité, limite la capacité du groupe à définir une politique de distribution de dividendes futurs et ne permet pas d'établir une estimation fiable des dividendes anticipés à moyen ou long terme.

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

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

Malgré la récurrence des dividendes versés, nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur de l'action Tivoly ne faisant pas l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers.

3.2.5 - Référence à la valeur nette comptable des titres Tivoly dans les comptes de Holding Tivoly

La référence à la valeur nette comptable des titres consiste à évaluer une société par référence à la valeur d'inventaire des titres détenus par sa société mère, soit Holding Tivoly dans le cas présent.

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

Les titres Tivoly sont détenus à la date du dépôt de l'Offre à hauteur de 73,12% par Holding Tivoly, société holding animatrice du groupe Tivoly. Préalablement à l'acquisition le 15 mars 2022 par Holding Tivoly de 32.806 actions de Tivoly détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly, correspondant à 2,96% de son capital social, Holding Tivoly détenait 777.307 actions Tivoly représentant 70,15% du capital social de cette dernière.

Cette référence de valorisation n'est pas pertinente dans le cas présent car la majeure partie du capital détenu aujourd'hui par Holding Tivoly résulte d'acquisitions qui remontent à plusieurs années et n'ont donc pas un caractère récent.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode. A titre informatif seulement, le prix de revient des titres Tivoly chez Holding Tivoly (en ce non compris les 32.806 titres Tivoly acquis par Holding Tivoly dans le cadre de l'Acquisition) qui représentait avant l'Acquisition 70,15% du capital de la Société, s'élevait à environ 11,2€ par action, le prix d'Offre extériorisant une prime de près de 275% sur ce prix de revient unitaire.

3.2.6 - Référence aux augmentations de capital récentes

Cette méthode consiste à analyser la valeur de la société extériorisée lors des principales augmentations de capital de Tivoly.

Nous n'avons pas identifié d'augmentations de capital significatives récentes (moins de deux ans) pouvant constituer une référence en matière de valeur de l'action Tivoly.

Par conséquent, nous n'avons pas mis en œuvre cette méthode.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes d'évaluation suivantes :

- transactions récentes intervenues sur le capital de la Société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, et
- référence au cours de bourse.

3.3.1 - Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à analyser la valeur de la société extériorisée lors des principales transactions récentes sur le capital de Tivoly.

La transaction récente intervenue sur le capital de la Société à laquelle il est fait référence correspond à l'acquisition conclue par Peugeot Frères Industrie avec la famille Tivoly le 2 février 2022 et finalisée le 15 mars 2022, portant sur l'acquisition par PFI d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly (78,08% du capital et des droits de vote de cette dernière) qui détient elle-même 70,15% du capital de la Société et l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly de 2,96% du capital de la Société.

Il n'existe pas à notre connaissance d'autres transactions récentes significatives sur le capital de la Société, étant précisé que la référence aux augmentations de capital récentes est écartée pour les motifs évoqués au 3.2.6 du présent rapport.

3.3.1.1 - Référence à l'acquisition de blocs d'actions par l'Initiateur

Le 2 février 2022, la famille Tivoly et la société PFI ont conclu une promesse d'achat, portant sur l'acquisition par PFI d'actions ordinaires de Holding Tivoly auprès des membres de la famille Tivoly et sur l'acquisition, par Holding Tivoly, d'actions ordinaires de Tivoly, détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly.

Conformément aux accords préliminaires qui ont été conclus le 2 février 2022 et qui ont fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 3 février 2022, les opérations suivantes ont donc été réalisées le 15 mars 2022 sur la base d'un prix de 42,05 € par action Tivoly :

- l'acquisition, par PFI, de 8.401 actions ordinaires de Holding Tivoly auprès des membres de la famille Tivoly²⁰ correspondant à 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly, qui elle-même détient 777.307 actions ordinaires de Tivoly, représentant à cette date environ 70,15% de son capital social et 77,78% de ses droits de vote théoriques (les « Actions Bloc Tivoly »), et sur ;
- l'acquisition, par Holding Tivoly, de 32.806 actions ordinaires de Tivoly, détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly²¹ (ci-après les « Actionnaires Cédants »), correspondant à 2,96% de son capital social et 1,67% de ses droits de vote théoriques (ensemble, l'« Acquisition »).

Préalablement à l'Acquisition, l'actionnariat de Holding Tivoly, société par laquelle Tivoly était contrôlée et sur laquelle porte l'acquisition par PFI du bloc de contrôle du groupe Tivoly, se présentait comme suit :

Actionnariat de Holding Tivoly pré-Acquisition						
Actionnaires	Nombre d'actions			Pourcentage (%)		
	Pleine propriété	Nue-propriété	Usufruit	Pleine propriété	Nue-propriété	Usufruit
Jean-Michel Tivoly	13	-	7 017	0,12%	-	65,22%
Jean-François Tivoly	76	3 068	-	0,71%	28,52%	-
Marc Francis Tivoly	75	3 509	-	0,70%	32,61%	-
Edouard Tivoly	70	-	-	0,65%	-	-
TR-i	3 508	-	-	32,61%	-	-
Alexandra Tivoly	-	220	-	-	2,04%	-
Sarah Tivoly	-	220	-	-	2,04%	-
Total	3 742	7 017	7 017	34,78%	65,22%	65,22%

Source : Contrat de cession et d'acquisition des actions de la société

Préalablement à l'Acquisition, l'actionnariat de Tivoly se présentait quant à lui comme suit :

Actionnariat de Tivoly pré-Acquisition				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Holding Tivoly	777 307	70,15%	1 554 614	77,58%
Actionnaires Cédants*	36 094	3,26%	68 206	3,40%
Public (flottant)	289 320	26,11%	375 706	18,75%
Auto-détention	5 269	0,48%	5 269	0,26%
Total	1 107 990	100,00%	2 003 795	100,00%

Source : Projet de note d'information et contrat de cession et d'acquisition des actions de la société

*Jean-Michel Tivoly, Jean François Tivoly, Marc Tivoly, Edouard Tivoly et Virginie Tivoly

Les Actionnaires Cédants détenaient en direct préalablement à l'Acquisition 36.094 actions Tivoly, conformément à ce qui suit (les « Actions Tivoly Additionnelles ») :

²⁰ Les actionnaires familiaux de Holding Tivoly incluent les actionnaires suivants : Jean-Michel Tivoly, Jean-François Tivoly, Marc Tivoly, Alexandra Tivoly, Sarah Tivoly et la société TR-I SAS

²¹ Les actionnaires familiaux directs de Tivoly incluent les actionnaires suivants : Jean-Michel Tivoly, Jean François Tivoly, Marc Tivoly, Edouard Tivoly et Virginie Tivoly.

Répartition des Actions Tivoly Additionnelles cédées à Holding Tivoly						
Actionnaires	Nombre d'actions			Pourcentage (%)		
	Pleine propriété	Nue-propriété	Usufruit*	Pleine propriété	Nue-propriété	Usufruit*
Actions Tivoly Additionnelles Cédées						
Jean-Michel Tivoly	900	-	30 000	0,08%	-	2,71%
Jean-François Tivoly	1 464	10 000	-	0,13%	0,90%	-
Marc Francis Tivoly	-	10 000	-	-	0,90%	-
Edouard Tivoly	442	10 000	-	0,04%	0,90%	-
<i>Sous-total</i>	<i>2 806</i>	<i>30 000</i>	<i>30 000</i>	<i>0,25%</i>	<i>2,71%</i>	<i>2,71%</i>
Actions Tivoly Additionnelles Apportées à l'Offre Publique						
Jean-François Tivoly (détenues via un PEA)	2 642	-	-	0,238%	-	-
Marc Francis Tivoly (détenues au nominatif administré)	606	-	-	0,055%	-	-
Virginie Tivoly (détenues au porteur)	40	-	-	0,004%	-	-
<i>Sous-total</i>	<i>3 288</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>0,297%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Total	6 094	30 000	30 000	0,55%	2,71%	2,71%

Source : Contrat de cession et d'acquisition des actions de la société

* Usufruit des Actions Tivoly Additionnelles Cédées cédé par Monsieur Jean-Michel Tivoly concomitamment à la nue-propriété desdites Actions Tivoly Additionnelles Cédées

Dans le cadre de l'Acquisition, les Actionnaires Cédants ont cédé 32.806 actions Actions Tivoly Additionnelles (les « Actions Tivoly Additionnelles Cédées »).

Les Actionnaires Cédants se sont par ailleurs engagés à travers le contrat de cession et d'acquisition des actions de Holding Tivoly à apporter les 3.288 Actions Tivoly Additionnelles à l'Offre.

Dans le cadre de l'acquisition par PFI de 8.401 actions ordinaires de Holding Tivoly auprès des membres de la famille Tivoly correspondant à 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly, la proportion des actions Holding Tivoly cédées est la suivante :

Proportion des actions de Holding Tivoly cédées par la famille Tivoly						
Cédants	Nombre d'actions			Pourcentage (%)		
	Pleine propriété	Nue-propriété	Usufruit	Pleine propriété	Nue-propriété	Usufruit
Jean-Michel Tivoly	13	-	4 716	0,12%	-	43,83%
Jean-François Tivoly	19	767	-	0,18%	7,13%	-
Marc Francis Tivoly	75	3 509	-	0,70%	32,61%	-
Edouard Tivoly	70	-	-	0,65%	-	-
TR-i	3 508	-	-	32,61%	-	-
Alexandra Tivoly	-	220	-	-	2,04%	-
Sarah Tivoly	-	220	-	-	2,04%	-
Total	3 685	4 716	4 716	34,25%	43,83%	43,83%

Source : Contrat de cession et d'acquisition des actions de la société

Jean-Michel Tivoly qui était détenteur de l'usufruit de 65,22% des actions de Holding Tivoly, s'est engagé à céder l'usufruit de 43,83% de actions Holding Tivoly (correspondant à 4.716 actions cédées), concomitamment à la cession par les autres cédants de la nue-propriété correspondante desdites actions cédées.

A l'issue de la réalisation de l'Acquisition qui a eu lieu le 15 mars 2022, le capital de Holding Tivoly se répartit comme suit :

Actionnariat de Holding Tivoly post-Acquisition						
Actionnaires	Nombre d'actions			Pourcentage (%)		
	Pleine propriété	Nue-propriété	Usufruit	Pleine propriété	Nue-propriété	Usufruit
Peugeot Frères Industrie	8 401	-	-	78,08%	-	-
Jean-François Tivoly	57	2 301	-	0,53%	21,39%	-
Jean-Michel Tivoly*	-	-	2 301	-	-	21,39%
Total	8 458	2 301	2 301	78,61%	21,39%	21,39%

Source : Contrat de cession et d'acquisition des actions de la société

* Usufruit des Actions Tivoly Additionnelles Cédées par Monsieur Jean-Michel Tivoly concomitamment à la nue-propriété desdites Actions Tivoly Additionnelles Cédées

Postérieurement à l'Acquisition par Holding Tivoly des Actions Tivoly Additionnelles Cédées aux Actionnaires Cédants, l'actionnariat de Tivoly se présente comme suit :

Actionnariat de Tivoly post-Acquisition				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Holding Tivoly*	810 113	73,12%	1 587 420	80,49%
Actionnaires Cédants**	3 288	0,30%	3 894	0,20%
Public (flottant)	289 320	26,11%	375 706	19,05%
Auto-détention	5 269	0,48%	5 269	0,27%
Total	1 107 990	100,00%	1 972 289	100,00%

Source : Projet de note d'information et contrat de cession et d'acquisition des actions de la société

*contrôlée par PFI

**Jean François Tivoly, Marc Tivoly et Virginie Tivoly

Holding Tivoly détient en conséquence postérieurement à l'Acquisition 810.113 actions et a porté sa participation dans le capital de Tivoly de 70,15% à 73,12%. PFI détient 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly (le solde de Holding Tivoly restant détenu par Jean-François Tivoly et Jean-Michel Tivoly dans le cadre d'un pacte d'associés conclu avec PFI) et a pris le contrôle indirectement de Tivoly.

Dans le cadre de cette opération, Jean-François Tivoly, qui a cédé 25% de ses actions Holding Tivoly, conserve ainsi une participation minoritaire de Holding Tivoly (près de 22% du capital). Le reste des membres de la famille Tivoly ont cédé en intégralité leur actions Holding Tivoly et Tivoly ou se sont engagés à apportés à l'Offre les 3.288 Actions Tivoly Additionnelles qui ne pouvaient pas être cédées dans le cadre de la transaction.

L'Acquisition a été conclue :

- sur la base d'un prix de l'action Tivoly de 42,05€ pour les actions Holding Tivoly acquises par PFI à la famille Tivoly, le prix d'acquisition des actions Holding Tivoly (2.900,59€ par action²²) ayant été déterminé par transparence à partir de la revalorisation (au prix de 42,05€ par action) des titres de Tivoly détenues par Holding Tivoly et de l'endettement financier net de Holding Tivoly au 31 décembre 2021 ;
- à un prix de 42,05€ pour les actions Tivoly acquises par Holding Tivoly à certains membres de la famille Tivoly.

Cette Acquisition intègre par ailleurs des engagements spécifiques de Jean-François Tivoly, Marc Tivoly et Edouard Tivoly qui porte sur leur fonction opérationnelle au sein de Tivoly suite à l'Acquisition, la conclusion d'un pacte d'associés relatif à la société Holding Tivoly conclu entre Jean-François Tivoly et PFI, ainsi que des engagements relatifs au renouvellement et à la prorogation de baux existants entre des sociétés du groupe Tivoly et des sociétés détenues par la famille Tivoly.

²² Soit 24.367.822 euros au total pour les 8.401 actions Holding Tivoly

Ces accords connexes sont décrits dans la partie 5 « Analyse des accords connexes à l'Offre » du présent rapport.

3.3.1.2 - Conclusion

Les transactions récentes identifiées sur le capital de Tivoly consistent en l'Acquisition par PFI de blocs d'actions auprès de la famille Tivoly le 15 mars 2022 lui permettant de prendre le contrôle indirectement de la Société.

Cette Acquisition, conclue il y a environ 1 mois, est récente et porte sur une participation majoritaire de Holding Tivoly, société holding de Tivoly détenant elle-même majoritairement le capital de Tivoly et permettant à PFI de prendre le contrôle de la Société.

Cette transaction extériorise une valeur de l'action Tivoly de 42,05€. Nous retiendrons cette référence à titre principal pour une valeur de 42,05€.

Le prix de cession retenu (pour les actions Tivoly), et servant de base à la détermination du prix (pour les actions Holding Tivoly) pour les actions cédées, est égal au prix d'Offre (42,05€). Le prix d'Offre ne fait donc ressortir ni prime ni décote par référence à cette transaction.

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.2.1 - Définition de la méthode

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

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'à l'exercice clos au 31 décembre 2026 d'après le plan d'affaires construit début mars 2022 par le management de PFI, qui a été revu de manière approfondie et dont la cohérence des hypothèses a été validée par la direction générale et financière de Tivoly²³. Pour rappel, ce plan d'affaires, établi par PFI en intégrant les effets de la norme IFRS 16, a été retraité des effets de cette norme par nos soins.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires de Tivoly

Analyse du chiffre d'affaires

Les prévisions de croissance de chiffre d'affaires reposent essentiellement sur des projections de croissance des marchés adressés en Europe à horizon 2025, ainsi que sur le développement du e-commerce. Dans un premier temps, sur la période 2022-2023 notamment, la croissance sera additionnellement portée par le rattrapage du marché Industrie (aéronautique et automobile) dans un contexte post Covid-19, ainsi que par des hausses de prix dans un contexte inflationniste.

²³ Soumis au Conseil d'Administration de la Société en séance le 14 avril 2022

Le plan d'affaires anticipe ainsi :

- une croissance mécanique, relative aux évolutions attendues du marché, stable sur la durée du plan, de l'ordre de 2% en moyenne par an sur la période ;
- une croissance des ventes de e-commerce (Amazon, en propre et via des distributeurs en ligne d'outils de bricolage) de l'ordre de 1m€ par an porté par les ventes via des sites de e-commerce (Amazon et sites spécialisées dans les outils de bricolage et de jardinage) et le lancement d'un nouveau site de e-commerce propre à Tivoly en juin 2022 ;
- des effets conjoncturels (pris en compte seulement jusqu'en 2024) liés à la reprise du marché Industrie (aéronautique et automobile) post Covid-19 (3% en moyenne par an jusqu'en 2024²⁴ permettant le retour à un niveau pré Covid-19 à cet horizon) ainsi qu'à une hausse des prix attendue dans un environnement inflationniste (3% en moyenne sur la période 2022-2023) ;
- une croissance permise par l'accompagnement des clients GSB en-dehors de la France (notamment en Europe de l'Ouest et plus particulièrement sur la péninsule ibérique), clients avec qui le chiffre d'affaires progresserait jusqu'en 2025 (de 3% en 2022 jusque 1% en 2025).

Il est également projeté des menaces et risques pesant sur l'activité liés notamment aux gains de parts de marché des marques de distributeurs en GSB représentant une érosion du chiffre d'affaires d'environ 1% par an sur la base existante en 2021. Cette estimation retranscrit une tendance observée chez certains clients, allant vers un élargissement de leur offre MDD.

En intégrant l'ensemble de ces facteurs, le chiffre d'affaires de Tivoly devrait connaître un taux de croissance de +6,2% en 2022 avant un ralentissement de la croissance pour atteindre +2,1% à l'horizon 2026, induisant un taux de croissance annuel moyen de l'ordre de 3,6% sur la période 2021-2026).

Il est rappelé que le taux de croissance annuel moyen de Tivoly, société qui a atteint un stade de maturité, s'établissait à 2,2% sur la période 2015-2021.

Analyse de la marge brute

La marge brute de Tivoly correspond à la différence entre le chiffre d'affaires et le coût des ventes (achats consommés et variation de stock), rapportée au chiffre d'affaires.

Les projections de marge brute de la Société ont été réalisées en cohérence avec le niveau de marge brute observé sur la période historique 2017-2019 du coût des ventes (consommation de matières premières et coût d'achat des marchandises), se traduisant par une forte amélioration de la marge brute dès 2022 à 66,5%.

Cette amélioration de la marge brute devrait se poursuivre progressivement après 2022 pour atteindre 67,5% en 2026, portée notamment par le développement du e-commerce.

Analyse de la marge d'EBITDA²⁵

L'EBITDA prévisionnel de Tivoly correspond à son chiffre d'affaires diminué de l'ensemble des charges opérationnelles, hors dotations aux amortissements.

Les différents postes de charges opérationnelles projetés (hors achats de matières premières et de marchandises) ont été établis en cohérence avec le niveau historique moyen observé sur les années 2017 à 2019 relativement au chiffre d'affaires, qui se maintient jusqu'à l'horizon du plan.

²⁴ Estimation sur la base du *ramp-up* de leurs principaux clients en aéronautique (en matière notamment de production d'avions) qui leur ont été communiqués.

²⁵ EBITDA cash : retraité des impacts de la norme IFRS 16 (réintégration des flux de loyer dans l'EBITDA)

Cette politique a été favorisée au regard du contexte inflationniste et de ses conséquences sur les salaires.

Ainsi, le taux de marge d'EBITDA devrait dans un premier temps progresser en 2022 de 8,8% à 9,1%²⁶ en lien avec la forte amélioration de la marge brute, en dépit d'une anticipation de charges externes en augmentation du fait de charges de maintenance revenant à un niveau pré Covid-19 et la reprise de certains déplacements suite à la levée des restrictions liées au Covid-19.

Par la suite, le taux de marge d'EBITDA connaît une légère hausse sur la période du plan d'affaires, évoluant de 9,1% en 2022 à 10,1% à l'horizon 2026²⁷, soit un niveau supérieur aux niveaux observés en 2018 (9,2%) et 2019 (7,3%) tout en restant proche de celui constaté en 2017 (10,2%). La progression de la marge d'EBITDA découle notamment de l'amélioration progressive du taux de marge brute telle que décrite ci-avant. Combinée à la croissance de l'activité, l'EBITDA devrait afficher une hausse progressive en valeur absolue, les autres charges opérationnelles restent quant à elle stables relativement au chiffre d'affaires (la Société anticipant notamment une inflation sur les salaires ne permettant pas l'absorption des frais de personnel fixes).

L'EBITDA intègre par ailleurs sur toute la durée du plan d'affaires des subventions d'exploitation représentant 0,5% du chiffre d'affaires (en ligne avec le niveau moyen observé de 2017 à 2019) et incluant du crédit d'impôt recherche et des subventions attendues chez Neco.

Suite à nos discussions avec la direction de Tivoly, nous comprenons que le plan d'affaires intègre par ailleurs un niveau de *management fees* en ligne avec celui observé historiquement, et ce malgré le remplacement de la convention de prestation de services conclue entre Holding Tivoly et Tivoly par une nouvelle convention de prestation de services conclue entre PFI et Tivoly rémunérée sur la base du coût de revient des prestations supporté par PFI.

Analyse de la marge d'EBIT

L'EBIT prévisionnel de Tivoly correspond à son EBITDA diminué des dotations aux amortissements. Le plan d'affaires ne comprenant pas d'éléments non courants, le résultat opérationnel s'apparente au résultat opérationnel courant et correspond à l'EBIT.

Le taux de marge d'EBIT devrait progresser sur la période du plan d'affaires en cohérence avec l'évolution de l'EBITDA d'une part, et du fait de la relative stabilité des dotations aux amortissements à compter de 2022 (3,8m€) jusqu'à l'horizon du plan (4,3m€).

Le taux de marge d'EBIT opère ainsi un retour progressif à des niveaux observés sur un historique récent (niveaux supérieurs à 5% en 2017 et 2018) en s'établissant à l'horizon du plan d'affaires à 5,6%.

Analyse de l'impôt normatif

Sur la durée du plan d'affaires, le montant de l'impôt sur les sociétés a été calculé sur la base d'une moyenne pondérée d'impôt théorique, fonction de la répartition de l'EBIT par zone géographique entre les périodes 2017-2019, considérées comme les plus normatives pour la Société (en cohérence avec la période privilégiée par l'Initiateur pour l'établissement des projections).

Concernant les résultats imposables :

²⁶ de 10,1% en 2021 à 10,4% en 2022 en marge d'EBITDA post-IFRS 16

²⁷ de 10,4% en 2022 à 11,3% en 2026 en marge d'EBITDA post-IFRS 16

- de Tivoly et FFDM Tivoly en France, une estimation de l'impôt sur la période du plan sur la base de la réglementation fiscale en vigueur en France a été réalisée. Les calculs de l'impôt reposent sur les taux d'impôt sur les sociétés issus de la Loi de Finances 2021 (25% à partir de 2022²⁸) et tiennent compte de la contribution sociale additionnelle sur les bénéficiaires²⁹. Le taux d'impôt théorique après ajout de la contribution additionnelle s'élève ainsi à 25,8% à compter de 2022 ;
- de Tivoly aux Etats-Unis via sa filiale Tivoly Inc. (Derby Line, Vermont), une estimation de l'impôt sur la période du plan sur la base de la réglementation fiscale en vigueur au Vermont a été réalisée. Les calculs de l'impôt reposent sur le taux d'impôt sur les sociétés de l'Etat fédéral (21% en 2022) additionné de la taxe propre à l'Etat du Vermont³⁰. Le taux d'impôt théorique s'établit ainsi à 29,5% ;
- des entités fiscales basés en Espagne et Amérique Latine (Mexique), la majeure partie de l'activité de la zone étant réalisée en Espagne, nous avons considéré le taux d'imposition de cette zone par simplification. A janvier 2022, le taux d'imposition sur les sociétés en vigueur s'établissait à 25% ;
- de Elite Tooling (Grande Bretagne), le taux d'imposition sur les sociétés actuellement en vigueur s'établit à 19%. Ce taux doit augmenter et devenir progressif en avril 2023 ; de ce fait, nous avons retenu un taux d'impôt sur les sociétés théorique de 19% avant 2023, et de 21,9% à compter de 2023 ;
- des entités fiscales en Chine, le taux d'imposition sur les sociétés actuellement en vigueur s'établit à 25%.

Ainsi, sur la période du plan d'affaires, après pondération de l'EBIT par zone géographique entre les années 2017-2019, il a été retenu un taux d'imposition de 26,0%, conformément aux différents taux théoriques exposés ci-avant.

Pour rappel, les économies d'impôts relatives aux déficits reportables sont prises en compte dans le calcul des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan concernent principalement la rénovation d'outils industriels incluant des investissements de rattrapage ainsi que le renouvellement et développement des outils informatiques dans une moindre mesure.

Le montant des investissements devrait rester stable en valeur absolue et être compris entre 4,3m€ et 4,4m€ sur la durée du plan d'affaires (2022-2026). Ils devraient ainsi représenter entre 4,5% et 5% du chiffre d'affaires sur la période prévisionnelle projetée.

Compte tenu de notre analyse des investissements réalisés historiquement et du niveau d'investissement projeté jusqu'en 2026, un niveau d'investissement normatif à l'horizon du plan d'affaires de 4,1% du chiffre d'affaires a été retenu, en cohérence avec le niveau moyen d'investissement observé historiquement sur la période 2015-2019.

Le niveau d'investissement retenu sur la période prévisionnelle est cohérent avec les projets attendus et les investissements historiques de Tivoly.

Analyse du Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

L'analyse historique du BFR a été développée dans la première partie de notre rapport.

²⁸ Pour les sociétés dont le chiffre d'affaires est inférieur à 250m€ : 25% à compter de 2022.

²⁹ La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéficiaires est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€.

³⁰ Consistant, pour les sociétés réalisant un résultat net de plus de 25.001\$, en un taux de 8,50% sur le résultat excédant les 25.000\$ additionné d'un montant de 1.650\$.

Les prévisions de BFR de Tivoly reposent sur une analyse fournie par PFI présentant les différentes composantes du BFR ainsi que leur évolution sur la période 2022-2026.

Après avoir connu un point bas au 31 décembre 2021 pour les raisons évoquées précédemment en partie 1.1.2.7 de notre rapport, le BFR devrait retourner dès fin 2022 à un niveau plus proche de celui observé au 31 décembre 2018 (109 jours), soit 105 jours, puis diminuer légèrement pour atteindre 27,7% du chiffre d'affaires à horizon fin 2026 se rapprochant ainsi du niveau observé fin 2017 (environ 25% du chiffre d'affaires).

Le délai de rotation des stocks, à 125 jours au 31 décembre 2021, diminuerait ainsi progressivement afin de s'établir à 99 jours de chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires (31 décembre 2026) traduisant l'effort de réduction des stocks pour revenir au niveau de fin 2017, qui a précédé une hausse des stocks due à la relocalisation en 2018 d'un site de production en Chine.

Le niveau des créances courantes³¹, représentant 83 jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2021, devrait légèrement augmenter sur la durée du plan pour atteindre 87 jours au 31 décembre 2026 correspondant au point le plus haut observé au cours des 5 dernières années (hors fin 2020).

Le niveau des dettes courantes³² qui connaît un point haut à fin décembre 2020 restant élevé à fin décembre 2021 (respectivement 116 et 112 jours), à l'occasion de la survenance de la crise de la Covid-19, devrait connaître une forte diminution en 2022, la projection s'appuyant sur une moyenne du poste en jours de chiffre d'affaires à horizon 10 ans et pre Covid-19 (de 2010 à 2019). Le délai moyen de règlement des fournisseurs sur la période explicite, qui reste stable jusqu'en 2026, s'établit ainsi à 85 jours de chiffre d'affaires.

Le BFR devrait ainsi augmenter en début de plan, puis diminuer jusqu'en 2026, pour aboutir à 101 jours de chiffre d'affaires (27,7%) en 2026.

ROCE³³

Tivoly - Analyse du ROCE										
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Normatif
ROCE	8,0 %	4,3 %	(0,7)%	7,6 %	6,9 %	7,3 %	7,8 %	8,2 %	8,6 %	10,5 %

Le plan d'affaires table sur un ROCE de 8,6% en fin de plan d'affaires, soit un niveau légèrement supérieur à celui observé en 2018 (8,0%) et 2021 (7,6%).

A l'horizon normatif, le ROCE extériorisé s'établit à 10,5%, soit un niveau supérieur au taux d'actualisation retenu dans nos travaux (10,02%).

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée incluant notamment l'impact de la pandémie de Covid-19 et de la stratégie de développement du Groupe, les hypothèses du plan d'affaires semblent cohérentes, présentant :

- dans un premier temps, une accélération de la croissance sur la base d'éléments observables dès aujourd'hui (rattrapage du marché *Industry* suite au tassement de l'impact de la Covid-19, hausses de prix) ;

³¹ Intégrant les créances clients et autres débiteurs et les autres créances.

³² Intégrant les dettes fournisseurs, les dettes fiscales et sociales et les autres dettes.

³³ *Return On Capital Employed* (rentabilité des capitaux employés)

- dans un second temps, le retour progressif vers un rythme de croisière, s'appuyant essentiellement sur les perspectives de croissance des marchés adressés ainsi que sur le potentiel issu du e-commerce.

Cette accélération de l'activité est couplée à une amélioration de la marge brute en début de plan correspondant à un retour à des niveaux observés historiquement (2017-2019), puis opérant une légère augmentation jusqu'à l'horizon du plan.

L'amélioration de la marge opérationnelle observée résulte essentiellement de ces facteurs, les différents postes de charges opérationnelles étant projetés à des niveaux sur la base de l'historique récent observé pré Covid-19 (moyenne 2017-2019).

Ce plan d'affaires s'inscrit dans le cadre du développement du marché *Consumer*, associé à la reprise progressive de l'activité *Industry*, qui viennent conforter les niveaux d'activité projetés à la hausse sur le début du plan. Au regard des taux de croissance et du niveau d'activité de Tivoly observés sur un historique récent (depuis 2017), les prévisions d'activité du plan d'affaires peuvent être qualifiées de volontariste. Le caractère ambitieux de ces prévisions d'activité apparait néanmoins cohérent et vraisemblable.

Les prévisions de marge opérationnelle qui mettent en exergue le retour à l'horizon 2026 au niveau de profitabilité le plus haut observé au cours des cinq dernières années (10,2% de marge d'EBITDA en 2017) semblent également cohérentes et vraisemblables.

3.3.2.3 - Analyse de la cohérence du budget 2022 sur la base du chiffre d'affaires à fin mars 2022

Afin d'analyser la cohérence du budget 2022 servant au calcul du flux de trésorerie disponible de cette même année, nous nous sommes fait communiquer par la direction financière de la Société le chiffre d'affaires non audité de Tivoly à fin mars 2022.

Ce chiffres d'affaires réalisé à fin mars 2022 met en exergue un chiffre d'affaires inférieur de l'ordre de 6% par rapport au chiffre d'affaires budgété à fin mars 2022.

Nous comprenons par ailleurs que, sur la base du chiffre d'affaires à fin mars 2022, la direction financière de la Société estime que les prévisions du budget 2022 en termes d'activité inclus dans le plan d'affaires de Tivoly sont confirmés.

3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2022 – 2026, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Tivoly - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
EBIT	Résultat opérationnel
- Impôt normatif théorique*	Sur résultat opérationnel
= NOPAT**	Résultat opérationnel après impôts
+ Amortissements	
- Investissements	
+/- Variation de BFR	
= Flux de trésorerie disponible	ou Free Cash-Flows (FCF)

*Moyenne pondérée théorique calculée par zone géographique

**Net Operating Profit After Tax

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1^{er} avril 2022.

3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation

3.3.2.5.1 - Approche court terme

Calcul du CMPC		Tivoly
Taux sans risque	(1)	0,99%
Prime de risque du marché	(2)	7,33%
Beta désendetté	(3)	0,83
Gearing	(4)	20%
Beta endetté	(5)	0,95
Prime de taille	(6)	3,38%
Coût des capitaux propres	(7)	11,33%
Coût de la dette	(8)	1,1%
Taux d'IS	(9)	25,8%
Coût de la dette après impôts		0,8%
D/(D+CP)		16%
CP/(D+CP)		84%
Coût moyen pondéré du capital	(10)	9,60%
(1) OAT 10 ans - au 31 mars 2022		(6) Moyenne Ibbotson/CCEF
(2) Fairness Finance - à fin mars 2022		(7) Formule du modèle CAPM
(3) Médiane 1 an des comparables		(8) Coût de la dette de la Société
(4) Gearing de la Société		(9) Taux d'impôt sur les sociétés
(5) Formule de Hamada		(10) Formule $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 9,60%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque spot au 31 mars 2022 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans, soit 0,99% ;
- une prime de risque du marché actions France de 7,33% calculée par Fairness Finance à fin mars 2022 ;
- un gearing de 20% correspondant au gearing (ratio dette nette / capitalisation boursière) de Tivoly sur la base de sa dette nette ajustée retraitée de l'impact IFRS 16 au 31 décembre 2021, et de la valeur des fonds propres induite par le prix d'Offre ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,83 retenu correspond à la médiane des bêtas 1 an des sociétés cotées comparables à Tivoly affichant un coefficient de détermination R² supérieur à 10%. Il regroupe les sociétés Kennametal Inc., Asahi Diamond, Stanley Black & Decker Inc. Sandvik AB et Makita ;
- la prime de taille retenue (3,38%), est fondée sur la moyenne de la prime extériorisée par l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Duff & Phelps en 2020, et celle de la CCEF³⁴ publiée en 2021. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites, et ;
- un coût de la dette après impôt de 0,8%, obtenu en considérant le coût de la dette moyen pondéré (par le montant des différents emprunts) de 1,1% et un taux d'impôt effectif de 25,8% (l'essentiel de la dette financière du groupe étant porté par les entités françaises).

³⁴ Compagnie des Conseils et Experts Financiers

Par ailleurs, notre analyse du risque pays du groupe met en exergue une prime de risque pays quasiment nul (inférieure à 0,1%). Par conséquent, nous ne l'avons pas retenue dans le calcul du coût des capitaux propres.

3.3.2.5.2 - Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des médianes à long terme (2 ans) :

Calcul du CMPC		Tivoly
Taux sans risque	(1)	0,02%
Prime de risque du marché	(2)	8,04%
Beta désendetté	(3)	0,99
Gearing	(4)	20%
Beta endetté	(5)	1,13
Prime de taille	(6)	3,38%
Coût des capitaux propres	(7)	12,50%
Coût de la dette	(8)	1,1%
Taux d'IS	(9)	25,8%
Coût de la dette après impôts		0,8%
D/(D+CP)		16%
CP/(D+CP)		84%
Coût moyen pondéré du capital	(10)	10,58%

(1) OAT 10 ans - au 31 mars 2022

(2) Fairness Finance - à fin mars 2022

(3) Médiane 2 ans des comparables

(4) Gearing de la Société

(5) Formule de Hamada

(6) Moyenne Ibbotson/CCEF

(7) Formule du modèle CAPM

(8) Coût de la dette de la Société

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

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

Le taux d'actualisation résultant de notre approche long terme s'élève à 10,58%, sur la base des hypothèses suivantes :

- le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 2 ans au 31 mars 2022 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans (0,02%) ;
- la prime de risque du marché actions France retenue est la moyenne sur 2 ans glissants de 8,04% calculée par Fairness Finance à fin mars 2022, et ;
- le bêta désendetté de 0,99 retenu correspond à la médiane des bêtas 2 ans des sociétés cotées comparables à Tivoly affichant un coefficient de détermination R^2 supérieur à 10%.

3.3.2.5.3 - Approche retenue

Nous retiendrons en définitive un taux d'actualisation de 10,09% qui résulte d'une moyenne du taux d'actualisation obtenu sur le « court terme » de 9,60% et du taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » de 10,58%.

Tivoly - Calcul du CMPC	
Approche court terme	9,60%
Approche long terme	10,58%
Coût Moyen Pondéré du Capital retenu	10,09%

À noter que le taux retenu est légèrement inférieur aux taux utilisés par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation qui sont compris selon les UGT entre 10,2% (France et Etats-Unis) et 10,6% (Chine et Espagne/Amérique Latine).

3.3.2.6 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (2026) à partir d'un cash-flow disponible normatif et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 2%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie et de l'inflation sur le long terme pondéré par la répartition géographique du chiffre d'affaires de la Société à l'horizon du plan d'affaires, et tenant compte également des prévisions de croissance à long terme du secteur d'activité de Tivoly ;
- Un niveau de marge d'EBITDA pré-IFRS 16 de 11% du chiffre d'affaires (12,2% en post-IFRS 16) s'inscrivant dans le cadre d'une poursuite de la progression de l'EBITDA observée au terme du plan (10,1% du chiffre d'affaires). Ce niveau de marge d'EBITDA normatif a été définie en cohérence avec la progression attendue des niveaux de marge d'EBITDA de la Société jusqu'en 2026 (10,1%) et permet de se rapprocher du niveau de rentabilité des sociétés issues de notre échantillon de comparables boursiers. Cette hypothèse, volontariste au regard du taux de marge d'EBITDA observé sur la durée du plan d'affaires comme de l'analyse du taux de marge historique, maximise la valeur ;
- Un taux d'impôt normatif de 26,0% équivalent à celui retenu à l'horizon de la période extrapolée (2026) et correspondant au taux d'impôt anticipé dans les différentes zones géographiques dans lesquelles la Société opère, pondéré par l'EBIT, les économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables ayant été calculées séparément ;
- Un niveau d'amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 4,1% du chiffre d'affaires ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini.

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

Nous avons retenu dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, en plus de la dette nette ajustée de 9.129k€ au 31 décembre 2021 telle que déterminée en 3.1.2 du présent rapport, l'actif correspondant aux économies d'impôts liées aux déficits reportables qui devraient être observés sur la base du plan d'affaires.

Les déficits reportables imputés correspondent à ceux de l'entité française FFDM Tivoly pour 2,0m€ ainsi que ceux de filiales espagnole (Neco) et américaine (Tivoly Inc.) pour des montants respectifs de 3,7m€ et 1,2m€, soit un montant total de déficits reportables de 6,9m€ à l'échelle du Groupe.

Concernant FFDM Tivoly, les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels de la filiale au regard de la réglementation fiscale, l'horizon de l'imputation des déficits étant l'exercice clos au 31 décembre 2024.

Pour les reports fiscaux déficitaires de Neco, nous avons considéré qu'ils pourraient être imputés, dans leur intégralité, lors de l'exercice clos au 31 décembre 2033 au regard des prévisions de résultats attendus sur la filiale.

Enfin, les reports fiscaux déficitaires de Tivoly Inc. ont également été imputés sur les bénéfices prévisionnels de la filiale au regard de la réglementation fiscale applicable, l'horizon de l'imputation des déficits étant l'exercice clos au 31 décembre 2024.

La valeur totale obtenue, soit 1.261k€, correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital.

Le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres utilisé dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés représente une dette nette et s'élève à 7.869k€.

3.3.2.8 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	7,8
Valeur terminale actualisée	35,1
Valeur d'entreprise	42,9
Dette financière nette ajustée (-)	-9,1
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	1,3
Valeur des capitaux propres	35,1
Nombre d'actions (en milliers)	1 102
Valeur par action (€)	31,82 €
Prix d'Offre (€)	42,05 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	32,2 %

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 35,1m€.

La valeur unitaire de l'action Tivoly s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 31,82€.

Le prix d'Offre de 42,05€ induit une prime de 32,2% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.2.9 - Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Analyse de sensibilité (en €)		Taux de croissance à l'infini (%)		
		1,50%	2,00%	2,50%
CMPC	9,59%	33,42 €	34,78 €	36,32 €
	10,09%	30,69 €	31,82 €	33,10 €
	10,59%	28,27 €	29,21 €	30,27 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 29,21€ (taux de croissance à l'infini de 2% et taux d'actualisation de 10,59%) et 34,78€ (taux de croissance à l'infini de 2% et taux d'actualisation de 9,59%).

L'analyse de la sensibilité au taux de marge d'EBITDA (pré-IFRS 16) sur le flux normatif et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Analyse de sensibilité (en €)		Marge d'EBITDA normative (%)		
		10,50%	11,00%	11,50%
CMPC	9,59%	31,97 €	34,78 €	37,58 €
	10,09%	29,24 €	31,82 €	34,40 €
	10,59%	26,84 €	29,21 €	31,59 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBITDA sur le flux normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 29,21€ (taux de marge d'EBITDA normatif de 11,0% et taux d'actualisation de 10,59%) et 34,78€ (taux de marge d'EBITDA normatif de 11,0% et taux d'actualisation de 9,59%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 31,82€.

3.3.3 - Référence au cours de bourse

Tivoly a été introduite en bourse en 1986 à la Bourse de Paris (devenue Euronext Paris). Les actions Tivoly ont été transférées d'Euronext Paris à Euronext Growth Paris le 25 janvier 2021 et sont cotées sous le code ISIN FR0000060949 et sous le mnémonique ALTIV.

La capitalisation boursière à l'annonce de l'opération et à la suspension du cours qui en découle (2 février 2022) s'élève à environ 22,6m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *small caps* ».

A notre connaissance, Tivoly ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers. Il n'existe donc pas de consensus d'analystes sur la valeur.

3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

L'actionnariat de Tivoly se répartit comme suit à la date du dépôt du projet de note d'information :

Tivoly - Actionnariat				
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Holding Tivoly*	810 113	73,12%	1 587 420	80,49%
Actionnaires Cédants**	3 288	0,30%	3 894	0,20%
Public (flottant)	289 320	26,11%	375 706	19,05%
Auto-contrôle	5 269	0,48%	5 269	0,27%
Total	1 107 990	100,00%	1 972 289	100,00%

*contrôlée à 78,08% par PFI

**Jean François Tivoly, Marc Tivoly et Virginie Tivoly

Source : Projet de note d'information

L'initiateur, désormais contrôlé par PFI, détient 73,12% du capital et 80,49% des droits de vote de la Société.

Le capital flottant représente 26,11% du capital de la Société.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Tivoly - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total¹	Volume cumulé en % du flottant²
Moyenne 1 mois	359	8 259	0,7%	2,9%
Moyenne 3 mois	365	24 450	2,2%	8,5%
Moyenne 6 mois	426	56 198	5,1%	19,4%
Moyenne 9 mois	444	87 034	7,9%	30,1%
Moyenne 12 mois	467	122 245	11,1%	42,3%

Source : Capital IQ, Euronext au 2 février 2022

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés du fait de la faible part du flottant dans le capital de la Société (26%). Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 359 titres (moyenne 1 mois) et 467 titres (moyenne 12 mois).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 122.245 titres soit 11,1% du nombre total de titres et 42,3% du flottant.

Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération, le nombre total de titres échangés représente 0,7% du nombre total de titres et 2,9% du flottant.

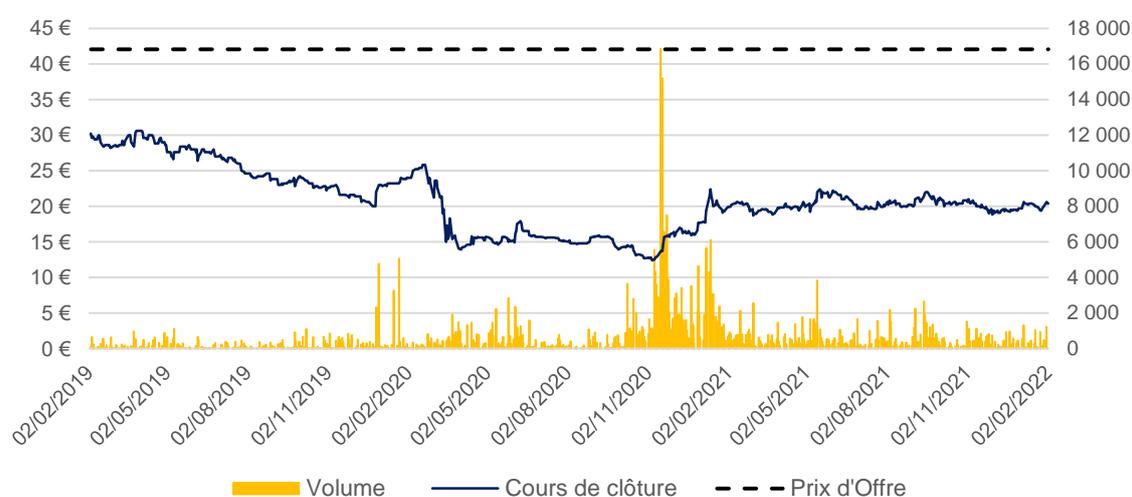
Au regard de ces données, le titre Tivoly, qui fait l'objet de volumes d'échanges disparates selon les journées, présente une liquidité réduite. D'autre part, la Société Tivoly ne fait pas l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers indépendants.

Nous retiendrons toutefois cette méthode, cette valeur demeurant une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire.

3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de Tivoly sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 3 ans de l'action Tivoly



Au début de l'année 2019, le cours s'oriente vers une dynamique baissière, dans un contexte de publication d'une activité 2018 en retrait. Le 25 février 2019, Tivoly communique sur un chiffre d'affaires de 80,5m€, contre 82,3m€ en 2017 (-2,2% et -1% à taux de change constant), sans impact immédiat sur le cours. Une tendance baissière va néanmoins s'ensuivre jusqu'à la fin de l'année 2019 : entre le 1^{er} février 2019 et le 24 décembre 2019, le cours passe de 30,0€ à 20,0€.

Un rebond non corrélé à une publication du groupe est observé le 27 décembre 2019 (+10,0%) puis le 30 décembre 2019 (+4,5%), portant alors le cours à 23,0€. Le cours continue de progresser graduellement jusqu'au 21 février 2020 (25,8€).

Cette progression s'interrompt à compter de la publication du chiffre d'affaires 2019, le 24 février 2020. A l'occasion de l'annonce d'un chiffre d'affaires de 82,9m€, en hausse de 2,9% par rapport à 2018, le cours décroche et perd 7,8% pour s'établir à 23,8€. L'annonce est suivie d'une série de diminutions dans un contexte de début de crise du Covid-19 et d'annonces de fermetures administratives/confinements. Le 16 mars 2020, à la suite de l'annonce du premier confinement de la population française, le cours chute de 23,5%. La publication des résultats annuels 2019 mettant en exergue un recul de la profitabilité du Groupe ne permet pas d'enrayer la baisse du cours qui atteindra un point bas le 2 avril 2021 (13,9€). Au total, sur la période comprise entre le 24 février 2020 et le 9 avril 2020, le cours de Tivoly perd près de 40%. S'ensuit une phase de stagnation du cours, qui fluctue entre 15€ et 16€ de mi-avril à fin mai 2020.

Au début du mois de juin 2020, dans un contexte de publication du rapport financier annuel 2019 le 3 juin 2020, le cours de Tivoly augmente successivement de 9,4% (3 juin 2020) et de 6,7% (5

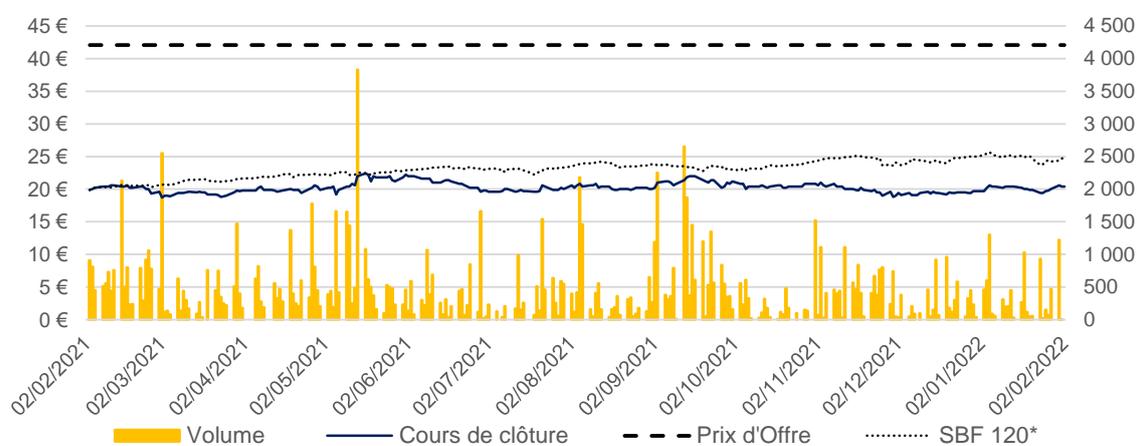
juin 2020), s'établissant alors à 17,5€. Il suit ensuite une tendance plutôt baissière entre le 5 juin et le 14 septembre 2020 (-10% sur la période), l'annonce le 22 juillet 2020 d'un chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2020 en retrait de 25% alimentant cette évolution défavorable du cours. La baisse du cours va s'accroître à la suite de la publication le 15 septembre 2020 des résultats du premier semestre 2020 mettant en exergue une perte opérationnelle de 1,5m€ (-20% entre le 15 septembre 2020 et le 6 novembre 2020, le cours atteignant 12,4€ soit son niveau minimum observé au cours des trois dernières années).

Le cours va ensuite connaître un rebond entre le 10 et le 20 novembre 2020, date à laquelle le cours s'établit à 15,7€. Des pics de volumes échangés sont observés, notamment le 16 novembre 2020 (16.846 titres) et le 18 novembre 2020 (15.168 titres). Le cours va continuer de connaître une tendance haussière jusqu'au 12 janvier 2021 (22,4€).

Il repart ensuite à la baisse jusqu'au 1^{er} février 2021 (19,9€).

Au cours de la dernière année, le cours de bourse de Tivoly a évolué comme suit :

Cours de bourse sur 1 an de l'action Tivoly



*Rebasé au 2 février 2021

Le cours reste particulièrement stable sur la période, avec un écart restreint entre le minimum du cours de clôture 1 an (18,7€) et le maximum sur 1 an (22,4€).

A la fin du mois de février 2021, à la suite de la publication le 24 février du chiffre d'affaires annuel 2020 (-16,8% par rapport au 2019), débute une phase de légère baisse du cours. Entre le 24 février et le 2 mars 2021, le cours diminue de 6,5% pour s'établir à 18,7€.

Si la publication des résultats annuels 2020 le 22 mars 2021, extériorisant une faible perte opérationnelle (-0,6m€), n'a pas d'impact apparent sur le cours et les volumes échangés, le cours de Tivoly remonte à la suite de la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre le 13 mai 2021 (+6,8% le 14 mai, pic de volumes à 3.830 titres) en forte progression (+15,2%) du fait de l'activité très forte en Europe notamment dans le « Consumer » qui est porté par des prises de parts de marchés et par la forte croissance de la demande dans le Bricolage et le Pro. Le cours atteint ainsi pour son maximum sur la période le 17 mai 2021, soit 22,4€.

Le cours s'inscrit ensuite dans une tendance plutôt baissière jusqu'au début du mois d'août 2021, en décrochage par rapport au SBF 120, qui poursuit sur une tendance haussière. Néanmoins, une légère remontée est observée dans un contexte de publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2021 (croissance de 26% à taux de change et périmètre constants), le 22 juillet 2021 (+4,6%) avec un cours s'établissant à 20,6€.

Les faibles variations de cours intervenues par la suite jusqu'au 2 février 2022 apparaissent décorréliées des différentes publications du Groupe sur la période (publication des résultats du

premier semestre 2021 en septembre 2021, publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2021 en octobre 2021).

Sur la période allant du 2 février 2021 au 2 février 2022, le cours de Tivoly est resté stable, gagnant 3% de valeur du fait d'une alternance de phases haussières et baissières. Il se détache de l'évolution du marché, assimilée à celle du SBF 120, suite au pic du 17 mai 2021 ; le SBF 120 maintient quant à lui une tendance haussière sur la période considérée (+24%).

3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours au 2 février 2022, dernier cours précédant la suspension du cours le 3 février 2022 et l'annonce au marché ce même jour du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée de Tivoly au prix de 42,05€ par action.

Tivoly - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en %¹
Cours de clôture (le 2 février 2022)	20,4	106,1%
CMPV* 20 jours	20,1	109,2%
CMPV* 60 jours	19,8	112,9%
CMPV* 120 jours	20,4	106,4%
CMPV* 180 jours	20,4	106,0%
CMPV* 250 jours	20,3	106,9%
<i>Maximum cours de clôture - 1 an</i>	<i>22,4</i>	<i>87,7%</i>
<i>Minimum cours de clôture - 1 an</i>	<i>18,7</i>	<i>124,9%</i>

¹ Pour un prix d'offre de 42,05€ par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Euronext, Capital IQ le 2 février 2022

Les différentes moyennes de cours de bourse s'établissent entre 19,8€ (moyenne 60 jours) et 20,4€ (moyenne 120 et 180 jours).

Le prix proposé de 42,05€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 106,0% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 180 jours) et 112,9% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 60 jours). Il offre une prime de 106,1% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (20,4€ le 2 février 2022) et une prime de 87,7% par rapport au niveau maximum observé au cours de la dernière année (22,4€ le 17 mai 2021).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue. Nous retiendrons également la référence au cours spot en date du 2 février 2022 (dernier cours observé avant la suspension du cours de bourse et l'annonce de l'opération).

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours et 180 jours seront également présentées en synthèse.

3.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

Nous avons retenu, à titre secondaire, les méthodes d'évaluation suivantes :

- méthode des comparables boursiers, et
- méthode des transactions comparables.

3.4.1 - Méthode des comparables boursiers

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Tivoly les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode dans la mesure où les sociétés retenues présentent des activités proches de celle de Tivoly et cette méthode étant une référence d'évaluation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires.

Néanmoins, cette méthode de valorisation n'a été retenue qu'à titre secondaire car :

- bien qu'ayant des activités proches, les sociétés retenues présentent des taux de marge opérationnelle historiques et prévisionnels très hétérogènes selon le niveau de maturité des sociétés de l'échantillon, et supérieures en médiane à ceux de Tivoly ;
- la taille des sociétés de l'échantillon se traduit par des estimations des données financières futures qui sont fondées sur les travaux d'un nombre limité d'analystes.

3.4.1.1 - Echantillon de sociétés comparables retenu

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

Nous avons identifié dans un premier temps les sociétés Diager, Iscar, Apex Tool Group, et Hilti Aktiengesellschaft comme concurrents directs de Tivoly. Néanmoins, bien qu'elles présentent des éléments de comparaison en matière de modèle économique et d'activité avec Tivoly, ces sociétés n'ont pu être retenues dans l'échantillon car elles ne sont pas cotées. De même, nous avons identifié les sociétés Toya S.A. et Rawlplug S.A. qui n'ont pas été retenues en l'absence d'estimations issues de consensus d'analystes.

L'échantillon de sociétés comparables retenu dans un second temps inclut donc des sociétés commercialisant, comme Tivoly, notamment des outils de découpe de métaux et de l'outillage à destination des particuliers, des artisans et des industriels. Afin de tenir compte des spécificités de Tivoly (activité, taille, etc.) et de pouvoir appliquer des multiples pertinents, nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 10 milliards d'euros (*LargeCaps*).

Les critères sélectionnés ci-dessus nous ont conduit à écarter les sociétés Stanley Black & Decker Inc., Sandvik AB et Makita, car celles-ci présentent une taille et une internationalisation significativement supérieure à Tivoly. Par ailleurs, bien qu'elles soient des concurrents directs de Tivoly sur les marchés adressés, leur taille se traduit par une activité diversifiée qui ne se limite pas à la fabrication d'outils interchangeables de découpe mais qui intègre également la fabrication d'outillage portatif à moteur incorporé, ce qui n'est pas le cas de Tivoly.

Nous avons donc retenu cinq sociétés comparables à Tivoly (en termes d'activité et de taille) opérant sur les marchés de la fabrication d'outils en métal pour le bricolage et pour l'industrie :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2021 (en m€)
Kennametal Inc.	Etats-Unis	2 261	1 704
Fervi S.p.A.	Italie	37	38
Trifast plc	Royaume-Uni	190	245
vimi fasteners S.p.a.	Italie	18	47
Asahi Diamond Industrial Co., Ltd.	Japon	247	265
Moyenne		551	460
Médiane		190	245

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 31/03/2022

- Kennametal Inc. (Etats-Unis) est une société spécialisée dans la fabrication d'outils de découpe des métaux. Kennametal conçoit, fabrique et commercialise différents types de produits tels que des produits de perçage, de fraisage, d'outillage pour divers secteurs comme l'aéronautique et l'automobile. Kennametal Inc. est cotée sur le New York Stock Exchange et a réalisé un chiffre d'affaires 2021 de 1,7md€.
- Fervi S.p.A. (Italie) est une société spécialisée dans la fabrication d'outils à destination du marché MRO (*Materials, Repair and Operations*). Fervi conçoit, fabrique, fournit et vend des produits tels que des forets, des fraises, des abrasifs ou encore de la quincaillerie pour une clientèle d'industriels et d'artisans. Fervi S.p.A. est cotée sur la Borsa Italiana et a réalisé un chiffre d'affaires 2021 de 38m€.
- Trifast plc (Royaume-Uni) est une société spécialisée dans la fabrication d'outils de fixation industrielle en métal et opérant en Europe, aux Etats-Unis et en Asie. Trifast conçoit, fabrique et distribue des produits tels que des vis, des boulons, des écrous, de l'outillage et de la quincaillerie pour des clients issus des secteurs de l'automobile, de l'électroménager et de l'industrie médicale. Trifast plc est cotée sur le London Stock Exchange et a réalisé un chiffre d'affaires 2021 de 245m€.
- Vimi fasteners S.p.a. (Italie) est une société spécialisée dans les outils de fixation en métal pour les marchés de l'automobile, des véhicules industriels, du pétrole et du gaz, et de l'aérospatial. Vimi fasteners fabrique différents types de vis, de boulons et de goujons dont certains sont conçus pour des applications à haute température. Vimi fasteners S.p.a. est cotée sur la Borsa Italiana et a réalisé un chiffre d'affaires 2021 de 47m€.
- Asahi Diamond Industrial Co Ltd. (Japon) est une société spécialisée dans la fabrication d'outils de découpe diamantés pour les industries des équipements de transport, des machines-outils et de la construction. Asahi Diamond est cotée sur le Tokyo Stock Exchange et a réalisé un chiffre d'affaires 2021 de 265m€.

3.4.1.2 - Analyse des comparables boursiers

Le taux de croissance du chiffre d'affaires de 2021 à 2024 des sociétés comparables de cet échantillon sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables				
Comparables boursiers	Croissance du chiffre d'affaires			
	20/21	21/22	22/23	23/24
Kennametal Inc.	5,6%	12,5%	5,5%	2,1%
Ferri S.p.A.	44,6%	34,3%	6,5%	5,0%
Trifast plc	10,3%	10,1%	5,6%	4,2%
vimi fasteners S.p.a.	20,5%	6,2%	6,9%	n/a
Asahi Diamond Industrial Co., Ltd.	6,7%	8,4%	5,0%	1,2%
Moyenne	17,5%	14,3%	5,9%	3,1%
Médiane	10,3%	10,1%	5,6%	3,2%
Tivoly	17,1%		4,5%*	

Source : Capital IQ au 31/03/2022

n/a : non applicable en l'absence de prévisions d'analystes

*Taux de croissance annuel moyen sur la période 2021-2024

Nous constatons que la prévision de croissance du chiffre d'affaires de Tivoly est légèrement en-deçà du niveau de croissance prévisionnel médian des sociétés cotées comparables en 2022. Les prévisions de croissance de Tivoly en 2023 et 2024 sont proches de celles attendues pour les sociétés cotées comparables.

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

Analyse des sociétés comparables								
Comparables boursiers	Marge d'EBITDA *				Marge d'EBIT *			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Kennametal Inc.	16,9%	18,9%	19,8%	19,9%	10,0%	12,1%	13,4%	13,3%
Ferri S.p.A.	12,9%	15,0%	15,5%	15,6%	10,9%	9,9%	10,7%	10,9%
Trifast plc	8,5%	9,8%	9,8%	10,2%	6,5%	7,8%	8,0%	8,9%
vimi fasteners S.p.a.	13,1%	13,8%	14,2%	n/a	3,9%	5,3%	7,0%	n/a
Asahi Diamond Industrial Co., Ltd.	13,1%	16,2%	17,7%	18,1%	4,9%	8,0%	9,4%	9,7%
Moyenne	12,9%	14,7%	15,4%	15,9%	7,2%	8,6%	9,7%	10,7%
Médiane	13,1%	15,0%	15,5%	16,8%	6,5%	8,0%	9,4%	10,3%
Tivoly	8,8%		9,4%**		4,5%		4,9%**	

Source : Capital IQ au 31/03/2022

n/a : non applicable en l'absence de prévisions d'analystes

* EBITDA et EBIT retraités de la norme IFRS 16 pour Tivoly et les sociétés cotées comparables concernées

** Moyennes arithmétiques des marges d'EBITDA et d'EBIT sur la période 2022-2024

Sur la période 2022-2024, le taux de marge d'EBITDA médian des sociétés comparables devrait évoluer en moyenne entre 15,0% et 16,8% tandis que le taux de marge d'EBITDA de Tivoly sur la même période devrait évoluer à un niveau proche de 9,4%. Cet écart peut s'expliquer par la taille de certaines sociétés cotées comparables (Kennametal par exemple), leur positionnement géographique ou par la nature des produits proposés par les sociétés comparables qui peuvent présenter une composante technologique plus importante leur permettant d'être plus profitable.

Le taux médian de marge d'EBIT des sociétés comparables sur la période 2022-2024 devrait évoluer entre 8,0% et 10,3%, soit un niveau de marge opérationnelle plus important que celui anticipé pour Tivoly, qui serait proche de 4,9%. Cet écart peut s'expliquer par les mêmes raisons que celles citées précédemment.

3.4.1.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples :

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

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

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car il n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBITDA de notre échantillon se situent à des niveaux globalement supérieurs à ceux de Tivoly.
- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

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

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière des sociétés de l'échantillon :

Multiples des sociétés comparables						
Comparables boursiers	VE/EBITDA *			VE/EBIT *		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Kennametal Inc.	7,9x	7,2x	7,0x	12,4x	10,7x	10,5x
Fervi S.p.A.	6,1x	5,6x	5,2x	9,3x	8,0x	7,5x
Trifast plc	7,4x	7,0x	6,5x	9,2x	8,6x	7,4x
vimi fasteners S.p.a.	4,7x	4,3x	n/a	12,4x	8,7x	n/a
Asahi Diamond Industrial Co., Ltd.	4,3x	3,7x	3,6x	8,6x	7,0x	6,7x
Moyenne	6,1x	5,6x	5,6x	10,4x	8,6x	8,0x
Médiane	6,1x	5,6x	5,8x	9,3x	8,6x	7,5x

Source : Capital IQ au 31/03/2021

n/a : non applicable en l'absence de prévisions d'analystes

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

3.4.1.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples moyens VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 2022, 2023 et 2024 étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport (31 mars 2022) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées, que nous avons appliqués respectivement aux EBITDA et EBIT prévisionnels de Tivoly sur les mêmes années.

Nous n'avons, par ailleurs, pas appliqué de décote de taille sur les multiples de cet échantillon, l'écart entre la capitalisation boursière médiane des comparables boursiers et la capitalisation boursière de la Société n'étant pas significatif.

3.4.1.5 - Résultats

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

Tivoly - Evaluation par la méthode des comparables boursiers									
	VE / EBITDA				VE / EBIT				Moyenne Globale
	2022	2023	2024	Moyenne	2022	2023	2024	Moyenne	
Valeur des fonds propres (m€)	38,6	37,5	40,3	38,8	32,9	29,0	29,1	30,3	34,6
Nombre d'actions (en milliers)	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102	1 102
Valeur par action (€)	35,04 €	34,01 €	36,56 €	35,20 €	29,89 €	26,31 €	26,41 €	27,53 €	31,37 €
Prix d'Offre (€)									42,05 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>									34,1 %

Nous obtenons, en synthèse, une valeur par action Tivoly par la méthode des comparables boursiers de 31,37€.

Le prix d'Offre de 42,05€ fait ressortir une prime de 34,1% sur la valeur obtenue par cette méthode.

Cette valeur repose sur des prévisions d'EBITDA de Tivoly à court et moyen terme qui se fondent sur une amélioration de l'EBITDA à compter de 2022 qui revient à un niveau de similaire aux niveaux observés avant la crise résultant de l'épidémie de Covid-19.

Nous retiendrons la valeur extériorisée par cette méthode à titre secondaire, l'échantillon de sociétés cotées comparables que nous avons retenu restant d'une taille limitée (car composé de seulement cinq sociétés présentant des prévisions d'agrégats financiers) et la comparabilité avec Tivoly en termes de positionnement géographique, de rentabilité et de taille étant relative.

3.4.2 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Tivoly la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues sur les trois dernières années pour des sociétés comparables à Tivoly, situées en Europe ou aux Etats-Unis.

Cependant, l'échantillon de transactions identifié ne présentant pas une information financière suffisante (absence de multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT pour la plupart des transactions identifiées) ainsi qu'un degré de comparaison de l'activité avec Tivoly limité, nous présentons à titre secondaire notre analyse des transactions et des multiples extériorisés ci-dessous.

3.4.2.1 - Choix des transactions

Tivoly est positionné sur le marché de la conception, la fabrication et la distribution des outils de coupe, produits et services associés destinés aux industriels, aux professionnels et aux particuliers.

Dans notre approche, nous avons identifié neuf transactions intervenues depuis avril 2019 sur des sociétés européennes et américaines dont le secteur d'activité est identique ou proche de Tivoly.

3.4.2.2 - Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon élargi de neuf transactions présentées ci-après.

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

Tivoly - Transactions comparables

Date de clôture	Acquéreur	Cible	Nationalité cible	Pourcentage d'acquisition
1-Apr-22	Simpson Strong-Tie Europe	ETANCO S.A.S.	France	100%
23-Dec-21	Sandvik AB (publ)	GWS Tool Holdings, LLC	Etats-Unis	100%
29-Jan-21	Worthington Industries, Inc.	General Tools & Instruments LLC	Etats-Unis	100%
31-Dec-20	DMG Mori Co., Ltd.	DMG MORI	Allemagne	11%
28-Feb-20	Bulten AB (publ)	PSM International Holdings Limited	Royaume-Uni	100%
17-Oct-19	Rubix Group International	Peter Campbell (Sales) Ltd	Royaume-Uni	100%
10-Oct-19	OSG Europe SA	Fiudi S.r.l.	Italie	100%
15-Aug-19	Schaublin SA	Swiss Tool Systems AG	Suisse	100%
1-Apr-19	The Timken Company	Diamond Chain Company Inc.	Etats-Unis	100%

Source : Capital IQ

Bien qu'ayant des activités proches, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour Tivoly compte tenu du positionnement géographique, des rentabilités contrastées et de la taille des différentes sociétés retenues.

Parmi ces neuf transactions comparables, seulement quatre d'entre elles ont pu extérioriser un multiple d'EBITDA, et sont présentées ci-après :

- Le 29 décembre 2021, la société Simpson Manufacturing a annoncé être entrée en négociations exclusives avec les actionnaires de Etanco S.A.S., spécialisé dans la fabrication d'outils de fixation pour le marché du BTP dans toute l'Europe. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 261m€.
- Le 1^{er} février 2021, Worthington Industries Inc. a annoncé l'acquisition de General Tools & Instruments Company LLC pour un montant de 99m€. General Tools & Instruments est spécialisé dans la fabrication des outils à main pour le bricolage. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 56m€.
- Le 28 février 2020, Bulten AB a annoncé l'acquisition de PSM International Holding Limited pour un montant de 22m€. PSM International est spécialisé dans la fabrication d'outils de fixation pour l'industrie automobile. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 37m€.
- Le 10 octobre 2019, OSG Corporation a annoncé l'acquisition de Fiudi S.r.l. pour un montant de 6m€. Fiudi est spécialisé dans la fabrication d'outils de découpe avancés. Son chiffre préalable à la transaction était de 5,6m€.

3.4.2.3 - Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements.

Nous avons exclu les multiples :

- de VE/CA car le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBITDA de notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux différents de Tivoly.
- de VE/EBIT, l'EBIT n'étant pas documenté dans les transactions identifiées.
- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Tivoly - Transactions comparables					
Date de clôture	Cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)	EBITDA (m€)	VE/EBITDA
1-Apr-22	ETANCO S.A.S.	725	264	61	11,9x
23-Dec-21	GWS Tool Holdings, LLC	n/c	n/c	n/c	n/a
29-Jan-21	General Tools & Instruments LLC	99	56	13	7,9x
31-Dec-20	DMG MORI	n/c	n/c	n/c	n/a
28-Feb-20	PSM International Holdings Limited	22	37	5	4,2x
17-Oct-19	Peter Campbell (Sales) Ltd	n/c	n/c	n/c	n/a
10-Oct-19	Fiudi S.r.l.	6	6	1	6,1x
15-Aug-19	Swiss Tool Systems AG	30	10	n/c	n/a
1-Apr-19	Diamond Chain Company Inc.	76	53	n/c	n/a
Moyenne					7,5x
Médiane					7,0x

Source : Capital IQ

n/c : non communiqué

n/a: non applicable

3.4.2.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBITDA que nous avons appliqué à l'agrégat de Tivoly pour l'année 2021, les multiples étant calculés sur la base du dernier agrégat publié.

Les transactions retenues ayant été réalisées au cours des trois dernières années, nous aurions pu également appliquer les multiples moyen et médian extériorisés aux EBITDA de Tivoly pour les exercices 2020 et 2019. Nous avons toutefois décidé de les appliquer uniquement à l'agrégat 2021 afin de maximiser la valeur selon cette méthode, l'année 2020 ayant été fortement impactée par le Covid-19.

Par ailleurs, il est à noter que la majeure partie des multiples de transactions identifiées n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16. La dette financière nette retenue au 31 décembre 2021 n'incluant pas la dette de loyer IFRS 16, nous avons par cohérence appliqué l'EBITDA 2021 de Tivoly retraité des effets de cette norme.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en ajoutant à la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la section 3.1.2. de ce rapport.

En synthèse, les valeurs ressortant de l'application des multiples VE / EBITDA médian et moyen des transactions comparables constituent respectivement les fourchettes basse et haute de nos valeurs selon cette méthode.

3.4.2.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de Tivoly obtenue par la méthode des transactions comparables :

Tivoly - Valeur par action			
	VE / EBITDA médian	VE / EBITDA moyen	Moyenne
Valeur des fonds propres (m€)	40,8	44,5	42,6
Nombre d'actions (en milliers)	1 102	1 102	1 102
Valeur par action (€)	36,99 €	40,35 €	38,67 €
Prix d'Offre (€)			42,05 €
Prime offerte par le Prix d'Offre			8,7 %

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite d'une action de Tivoly par la méthode des transactions comparables qui s'établit entre 36,99€ (multiple d'EBITDA médian) et 40,35€ (multiple d'EBITDA moyen), soit une valeur centrale de 38,67€.

Le prix d'Offre de 42,05€ fait ressortir une prime de 8,7% sur cette valeur.

Nous retiendrons les valeurs extériorisées par cette méthode à titre secondaire, l'échantillon de transactions que nous avons retenu restant d'une taille limitée (car composé de seulement quatre transactions extériorisant des multiples d'EBITDA) et la comparabilité avec Tivoly en termes de positionnement géographique, de rentabilité et de taille étant relative.

Il convient de préciser que les transactions comparables identifiées étant des transactions majoritaires, les valeurs extériorisées par cette méthode intègrent une prime de contrôle.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Tivoly :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées

- Référence l'Actif Net Comptable ;
- Méthode de l'Actif Net Réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs ;
- Référence aux objectifs de cours.

Nous avons également écarté ces approches ainsi que les références aux objectifs de cours, à la valeur nette comptable des titres Tivoly chez Holding Tivoly et aux augmentations de capital récentes, pour les raisons respectivement évoquées en section 3.2.4, 3.2.5 et 3.2.6 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluations retenues

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Référence au cours de bourse ;
- Méthode des transactions comparables (présentée à titre indicatif) ;
- Méthode des comparables boursiers (présentée à titre indicatif).

Nous avons également retenu ces méthodes dans le cadre de notre approche multicritères en retenant à l'instar de l'établissement présentateur les méthodes des comparables boursiers et transactions comparables à titre secondaire pour les raisons invoquées en 3.4.1 et 3.4.2 du présent rapport.

Notre approche est décrite dans les sections 3.2, 3.3 et 3.4 du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

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

L'établissement présentateur a retenu en synthèse l'acquisition par PFI d'une participation majoritaire de 73,12% dans Tivoly à travers l'acquisition d'actions de Holding Tivoly à la famille Tivoly et l'acquisition par Holding Tivoly d'actions de Tivoly détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly, sur la base d'un prix de l'action Tivoly de 42,05€ par action.

Nous avons pour notre part également retenu ces transactions du 15 mars 2022 comme référence d'appréciation du prix de l'action Tivoly pour les raisons évoquées précédemment.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur la valeur de l'action Tivoly retenue par référence à ces transactions.

4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de PFI qui ont été revues et dont la cohérence des hypothèses a été validé par la direction de Tivoly, pour les exercices allant du 31 décembre 2022 au 31 décembre 2026 ;
- calculé une valeur terminale à partir d'un taux de croissance à l'infini de 2,0% ;
- actualisé les flux au taux de 9,56%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la Société et intègre un taux sans risque (0,45%), une prime de risque (7,56%) à laquelle est appliquée un coefficient bêta de 1,49 (bêta désendetté de 1,03), une prime de taille de 2,43% et un *gearing* de 58,9%.
- déduit de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée (11,5m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur globale de l'action Tivoly de 30,73€, le prix d'Offre offrant une prime de 36,8% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 27,09€ (taux d'actualisation de 10,06% et taux de croissance à l'infini de 1,75%) et 35,17€ (taux d'actualisation de 9,06% et taux de croissance à l'infini de 2,25%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2026, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'établissement présentateur.

Les modalités de mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- le taux d'impôt retenu sur la durée du plan d'affaires et sur le flux normatif ;
- l'hypothèse de marge opérationnelle sur le flux normatif ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.2.1 - Taux d'impôt retenu sur la durée du plan d'affaires et sur le flux normatif

L'établissement présentateur a retenu, sur la durée du plan d'affaires et sur le flux normatif, un taux d'impôt théorique de 25,0%. Nous avons, pour notre part, retenu un taux d'impôt théorique moyen pondéré de 26,0% reposant sur la contribution au résultat des différentes entités fiscales du groupe comme expliqué en 3.3.2.2 du présent rapport.

4.2.2.2 - Hypothèse de marge opérationnelle sur le flux normatif

L'établissement présentateur a retenu, sur le flux normatif, un niveau de marge d'EBITDA de 10,1% (11,3% en marge d'EBITDA post-IFRS 16). Nous avons, pour notre part, intégré un niveau de marge opérationnelle plus volontariste sur le flux normatif (taux de marge d'EBITDA de 11,0%, soit 12,2% en marge d'EBITDA post-IFRS 16), soit un taux légèrement au-dessus de celui retenu par l'établissement présentateur.

4.2.2.3 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Tivoly - Calcul du CMPC					
	Etablissement présentateur		Crowe HAF		
			Court terme	Long terme	Moyenne
Taux sans risque	0,45%	(1)	0,99%	0,02%	
Prime de risque du marché	7,56%	(2)	7,33%	8,04%	
Beta désendetté	1,03	(3)	0,83	0,99	
Gearing	58,9%	(4)	20%	20%	
Beta endetté	1,49	(5)	0,95	1,13	
Prime de taille	2,43%	(6)	3,38%	3,38%	
Coût des capitaux propres	14,1%	(7)	11,33%	12,50%	11,92%
Coût de la dette	2,5%	(8)	1,1%	1,1%	
Taux d'IS	25,0%	(9)	25,8%	25,8%	
Coût de la dette après impôts	1,9%		0,8%	0,8%	0,8%
D/(D+CP)	37,1%		16%	16%	
CP/(D+CP)	62,9%		84%	84%	
Coût moyen pondéré du capital	9,56%	(10)	9,60%	10,58%	10,09%

(1) Bloomberg estimates - au 02/02/2022

(2) Fairness Finance - moyenne 6 mois au 31/12/2021

(3) Moyenne du secteur Machinery (Europe) - Damodaran

(4) Gearing de Tivoly au 02/02/2022

(5) Formule de Hamada

(6) Prime de taille Duff & Phelps

(7) Formule du modèle CAPM

(8) Coût de la dette de Tivoly (basé sur l'année 2019)

(9) Taux d'impôt sur les sociétés

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

Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.2.4 du présent rapport

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (9,56%) est légèrement inférieur à celui que nous avons retenu (10,09%).

Les écarts observés proviennent d'une part des sources de marché utilisées et d'autre part des horizons temporels considérés pour la détermination des différents paramètres comme le montre le tableau ci-dessus.

L'établissement présentateur applique également une prime de taille *Microcap* de 2,43% ajustée de la prime *Midcap* (0,78%) déjà intégré selon lui à la prime de risque du marché. Nous considérons de notre côté que le SBF120 servant au calcul de la prime de risque du marché actions français est un indice qui contient un grand nombre de sociétés dont la capitalisation boursière est supérieur à 10 milliards d'euros et qui sont considérés plutôt comme des *Large*

Caps. Par conséquent, nous pensons par conséquent qu'il n'y a pas lieu d'ajuster la prime de taille *Microcap*.

L'établissement présentateur applique également un *gearing* sur la base de la capitalisation boursière de la Société au 2/02/2022 (date précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération) tandis que nous retenons un *gearing* sur la base de la capitalisation boursière issue du prix d'Offre.

L'approche de l'établissement présentateur reste toutefois cohérente et apparaît justifiée.

4.2.2.4 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de -11,5m€ au 31 décembre 2021, intégrant la dette financière nette pre IFRS 16 (-7,7m€), ajustée :

- de dettes échues depuis plus de 60 jours (-0,2m€) ;
- de provisions pour indemnités de départ à la retraite (-0,8m€ après impôt) en prenant uniquement la part décaissable dans les 5 ans à venir,
- d'un reclassement de la provision pour avantage au personnel de Tivoly Inc. (filiale américaine) en immobilisations financières (+0,2m€ après impôt) ;
- de provisions pour médailles du travail (-0,1m€) ;
- de dettes et créances d'impôts sur les sociétés (-0,2m€) ;
- d'un ajustement de normativité du BFR (-1,8m€) au 31 décembre 2021 correspondant à l'écart entre le BFR normatif fixé à 29,1% du chiffre d'affaires des 12 derniers mois et la position de BFR au 31 décembre 2021 ;
- d'un engagement d'investissement pour mise à niveau informatique (-0,2m€) ;
- d'un engagement d'investissement contractuel lié à l'outil industriel (-2,5m€) sur 24 mois ;
- d'intérêts minoritaires (-0,4m€) ;
- de la valeur comptable des impôts différés actifs (+2,1m€) issus des déficits reportables des entités Neco, FFDM Tivoly et Tivoly Inc.

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la dette financière nette (pre IFRS 16 également) ajustée de -9,1m€ au 31 décembre 2021 sur la base du calcul détaillé dans la partie 3.1.2 du présent rapport, et tenant compte, dans le cadre de l'approche DCF, de la valeur des économies d'impôts relatives aux déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2021, pour +1,9m€.

L'écart porte principalement sur :

- l'ajustement de normativité du BFR (-1,8m€) et l'engagement d'investissement lié à l'outil industriel (-2,5m€) sur 24 mois que nous n'intégrons pas dans la méthode des flux de trésorerie actualisés car nous considérons qu'ils sont déjà intégrés dans les flux du plan d'affaires (en 2022 pour la variation de BFR et sur la période 2022-2023 pour les investissements) ;
- les prêts (+0,5m€) nets de la dépréciation sur actifs financiers (-0,2m€), ainsi que les avances et dépôts hors dépôts de garantie relatif à des locaux (+0,4m€) que nous intégrons pour notre part dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ;
- les dérivés actifs correspondant à la juste valeur des contrats de change à terme que nous intégrons dans le calcul de la dette financière nette (+0,3m€).

Cet écart est compensé partiellement par le fait que nous retenons pour notre part dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

- la provision pour indemnité de départ à la retraite (après impôt) dans son ensemble (-2,4m€) et non seulement sur un horizon de décaissement à 5 ans (-0,8m€) ;
- la valeur économique des actifs d'impôt différé relatif (+1,9m€) et non leur valeur comptable (+2,1m€).

4.2.2.5 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort en synthèse à 30,73€ (par application d'un taux de croissance à l'infini de 2,0% et d'un taux d'actualisation de 9,56%) et se situe en deçà de la valeur extériorisée par nos travaux (31,82€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

4.2.3 - Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur 1 mois, 6 mois, 12 mois ainsi que les 60 dernières séances boursières précédant le 2 février 2022 correspondant au dernier jour de bourse avant la suspension du cours et l'annonce de l'opération.

Afin de tenir compte de l'exhaustivité des échanges réalisés durant les journées de cotation à des cours qui peuvent différer du cours de clôture, nous avons retenu pour notre part en synthèse non pas le cours de clôture pondéré par les volumes mais le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières précédant l'annonce de l'opération au 2 février, ainsi que la référence au cours de clôture (cours spot) au 2 février 2022 pour les raisons mentionnées en 3.3.3.3 tout en mettant en exergue les moyennes 120 et 180 jours.

Nous considérons au même titre que l'établissement présentateur que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre principal comme expliqué en partie 3.3.3.

4.2.4 - Méthode des transactions comparables

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

L'établissement présentateur a identifié un échantillon de vingt-sept transactions sur des sociétés dans l'industrie de l'outillage au sens large intervenues depuis 2014, dont onze présentant des multiples d'EBITDA exploitables dans le cadre de la méthode des transactions comparables.

Nous avons pour notre part identifié un échantillon de neuf transactions dont quatre présentent des multiples exploitables dans le cadre de la méthode, notre échantillon intégrant des transactions remontant jusqu'en 2019.

Deux de ces transactions ont également été retenues par l'établissement présentateur. Il s'agit de PSM International et Fiudi.

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le multiple médian retenu par l'établissement présentateur est le multiple d'EBITDA.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que les multiples d'EBITDA sont pertinents. Nous n'avons pas pu appliquer les multiples d'EBIT compte tenu du manque d'information financières disponibles pour les transactions que nous avons identifiées.

Le multiple médian retenu par l'établissement présentateur (7,0x) a été appliqué à l'EBITDA de Tivoly de l'exercice 2021 en mettant en exergue une fourchette basse (application d'un multiple d'EBITDA de 6,8x) et une fourchette haute (application d'un multiple d'EBITDA de 7,2x).

Pour les raisons invoquées en 3.4.2 du présent rapport, nous avons appliqué la même méthodologie, à l'exception du fait que notre fourchette basse et haute est constituée de notre côté respectivement des multiple d'EBITDA médian (7,0x) et moyen (7,5x).

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de 11,5m€ au 31 décembre 2021 alors que nous avons un retenu un montant correspondant à une dette nette ajustée de 9,1m€.

Les principaux écarts sont expliqués en 4.2.2.3 - du présent rapport, étant précisé que concernant l'ajustement de normativité du BFR (-1,8m€) et l'engagement d'investissement lié à l'outil industriel (-2,5m€) sur 24 mois, nous ne les intégrons pas non plus dans les méthodes analogiques dans la mesure où la prise en compte de ces éléments d'ajustement de dette nette, qui reposent sur des hypothèses incertaines, ne maximise pas la valeur de la Société.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action Tivoly obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des transactions comparables ressort dans une fourchette comprise entre 33,55€ (multiple d'EBITDA de 6,8x) et 36,14€ (multiple d'EBITDA de 7,2x).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Tivoly par la méthode des transactions comparables comprise entre 36,99€ et 40,35€ correspondant à la valeur extériorisée par l'application du multiple d'EBITDA, et une valeur centrale de 38,67€.

L'écart observé provient essentiellement de l'écart existant sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres explicité ci-avant et des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents.

4.2.5 - Méthode des comparables boursiers

4.2.5.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a identifié initialement deux échantillons de sociétés : un échantillon composé de 4 sociétés européennes (Fiskars et Einhell), américaine (Black & Decker) et japonaise (Makita) opérant dans la fabrication d'outils de bricolage et de jardinage, et un échantillon composé de 3 sociétés américaine (Kennametal) et japonaises (OSG Corporation et Asahi Diamond) opérant dans la fabrication d'outils dédiés et d'équipements pour les industriels. L'établissement présentateur a *in fine* retenu un échantillon réduit de deux sociétés (Einhell et Asahi Diamond) qu'ils ont considéré comme étant les plus comparables à Tivoly au regard de leur taille et de leur niveau de profitabilité.

Nous avons pour notre part un échantillon composé cinq sociétés (Kennametal, Fervi, Trifast, Vimi Fasteners et Asahi Diamond), deux d'entre elles ayant été aussi identifiées par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas retenu la société Einhell qui nous paraissait moins comparable à Tivoly en termes d'activité et les autres sociétés identifiées par l'établissement présentateur en raison de leur taille et/ou de leur exposition géographique.

4.2.5.2 - Choix des multiples et méthodologie

Le ratio moyen retenu par l'établissement présentateur est la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que le multiple d'EBITDA est pertinent.

L'établissement présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 2 février 2022 (date de clôture précédant la suspension du cours et l'annonce de l'Offre), retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette date, soit une capitalisation boursière en moyenne 1 mois au 2 février 2022 et une dette nette au 31 décembre 2021. Nous avons pour notre part retenu des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, retenant ainsi une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 31 mars 2022 et une dette nette au 31 décembre 2021.

Les multiples moyens retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués à des EBITDA³⁵ 2022 et 2023 de Tivoly. Pour les raisons citées en 4.4.1 -, nous avons appliqué les multiples d'EBITDA extériorisés aux EBITDA 2022, 2023 et 2024 de Tivoly, les prévisions des analystes couvrant l'année 2024 pour quatre des cinq sociétés de notre échantillon.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de 11,5m€ au 31 décembre 2021 alors que nous avons un retenu un montant correspondant à une dette nette ajustée de 9,1m€.

Les principaux écarts sont expliqués en 4.2.2.3 - du présent rapport, étant précisé que concernant l'ajustement de normativité du BFR (-1,8m€) et l'engagement d'investissement lié à l'outil industriel (-2,5m€) sur 24 mois, nous ne les intégrons pas non plus dans les méthodes analogiques dans la mesure où la prise en compte de ces éléments d'ajustement de dette nette, qui reposent sur des hypothèses incertaines, ne maximise pas la valeur de la Société.

4.2.5.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action Tivoly obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 36,88€ (VE/EBITDA 2022) et 37,93€ (VE/EBITDA 2023).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Tivoly par la méthode des comparables boursiers de 31,37€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application des multiples d'EBITDA et d'EBIT pour les années 2022, 2023 et 2024.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents et de l'application par nos soins des multiples d'EBIT qui extériorisent des valeurs légèrement plus basses que celles par l'application uniquement des multiples d'EBITDA.

³⁵ Retraité des impacts de la norme IFRS 16 (pré-IFRS16)

5 - Analyse des accords connexes à l'Offre

5.1 - Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

La réalisation de l'Acquisition implique des engagements spécifiques de Jean-François Tivoly, Marc Tivoly et Edouard Tivoly qui portent sur leur fonction opérationnelle au sein de Tivoly suite à l'Acquisition, ainsi que des engagements pris par PFI et Jean-François Tivoly (et Jean-Michel Tivoly pour les engagements le concernant) au travers d'un pacte d'associés. Ces engagements s'apparentent à des accords connexes à l'Offre conclus entre l'Initiateur de l'Offre et les dirigeants de la Société d'autre part. Nous avons analysé ainsi les accords suivants:

- les lettres de PFI relatives à la rémunération de Jean-François Tivoly et Marc Tivoly en date du 15 mars 2022,
- la convention de prestation de services entre la société TR-i (représentée par Monsieur Edouard Tivoly) et la société Tivoly en date du 15 mars 2022,
- le pacte d'associés relatif à Holding Tivoly conclu entre Jean-François Tivoly et PFI (et Jean-Michel Tivoly pour les engagements le concernant en tant qu'usufruitier d'une partie des actions Holding Tivoly détenues par Jean-François Tivoly, et en présence de Holding Tivoly) en date du 15 mars 2022.

Par ailleurs, des accords ont été conclus entre des sociétés du groupe Tivoly et des sociétés détenues par les dirigeants et/ou les mandataires sociaux de la Société. Nous avons analysé les accords suivants :

- les avenants des baux du site de Tours-en-Savoie conclus entre les sociétés Immotiv et Tivoly en date du 15 mars 2022,
- le renouvellement du bail du site espagnol conclu entre les sociétés Nec Immo et Neco (filiale espagnole du groupe Tivoly) en date du 24 mars 2022.

Nous avons également analysé la nouvelle convention de prestation de services conclue entre PFI et Tivoly en date du 15 mars 2022.

Enfin, il est à noter à titre informatif qu'une convention déjà existante à la date d'Acquisition, à savoir un contrat de travail concernant le poste de *Chief Digital Officer* qui avait été conclue avec un membre de la famille Tivoly (Virginie Tivoly) n'a pas fait l'objet de résiliation dans le cadre de l'Acquisition. La poursuite de cette convention n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part.

5.1.1 - Analyse des lettres de PFI relatives à la rémunération de Jean-François Tivoly et Marc Tivoly

La réalisation de l'Acquisition implique des engagements spécifiques de Jean-François Tivoly et Marc Tivoly qui porte sur leur fonction opérationnelle au sein de Tivoly suite à l'Acquisition sur une durée limitée dans le temps (3 ans pour Jean-François Tivoly et 2 ans pour Marc Tivoly), étant précisé que ces derniers sont préalablement à l'Acquisition respectivement Président Directeur Général de Tivoly et Directeur Général de Holding Tivoly pour Jean-François Tivoly et Directeur Général (*Chief Executive Officer*) de Tivoly Inc pour Marc Tivoly.

Nous avons analysé les courriers en date du 15 mars 2022 signés respectivement par PFI et Jean-François Tivoly d'une part et PFI et Marc Tivoly d'autre part, et relatifs à la rémunération de Jean-François Tivoly et Marc Tivoly.

A travers ses engagements, Jean-François Tivoly s'engage à poursuivre son mandat de Président (ainsi que jusqu'à la nomination d'un nouveau directeur général, le mandat de Directeur Général) de Tivoly pendant une durée de 3 ans sous condition des dispositions du pacte

d'associés conclu avec PFI. Il n'aurait plus en revanche de fonction opérationnelle au sein de Holding Tivoly.

Marc Tivoly s'engage à poursuivre son mandat de *Chief Executive Officer* (Directeur Général) de Tivoly Inc. pendant une durée de 2 ans (sauf en cas de cession de cette dernière avant le terme de cette période).

Ces engagements permettent à Jean-François Tivoly de garantir la continuité culturelle de ce groupe familial et traduisent la volonté de PFI d'avoir une continuité dans le management et dans les perspectives futures à moyen terme.

Jean-François Tivoly percevra, au titre de ses fonctions de président, une rémunération fixe ainsi qu'une rémunération variable calculée sur la base de critères quantitatifs et qualitatifs déterminés annuellement par le conseil d'administration de la Société après la validation du budget par ce même conseil.

Marc Tivoly percevra, au titre de ses fonctions de CEO de Tivoly Inc, une rémunération fixe ainsi qu'une rémunération variable calculée sur la base de critères quantitatifs et qualitatifs déterminés annuellement par la Société.

L'analyse de ces engagements met par ailleurs en exergue des éléments de rémunération fixe et variable qui semblent cohérent avec les postes proposées à ces deux Actionnaires Cédants. La rémunération proposée dans le cadre de la transaction est par ailleurs proche de celle qu'ils percevaient avant l'opération.

5.1.2 - Analyse de la convention de prestation de services entre la société TR-i et la société Tivoly

L'Acquisition intègre également un engagement spécifique d'Edouard Tivoly (à travers la société TR-i qu'il représente) qui porte sur sa fonction opérationnelle au sein de Tivoly suite à l'Acquisition sur une durée limitée dans le temps (7 mois), étant précisé que ce dernier était préalablement à l'Acquisition Président de Holding Tivoly.

Nous avons analysé la convention de prestation de services entre la société TR-i et la société Tivoly en date du 15 mars 2022.

La convention porte sur la réalisation par Edouard Tivoly (représentant de TR-i), de prestations d'assistance et de conseil au bénéfice de Tivoly (en parallèle de ses autres activités professionnelles), soucieux d'une bonne transmission de connaissance et de savoir-faire sur les sujets en cours et/ou à venir dans le contexte de la cession du contrôle du Groupe.

Les missions sollicitées par Tivoly dans le cadre de cette convention de prestations sont les suivantes :

- conseils et assistance relatifs à la mise en place des flux financiers intragroupes ;
- conseils et assistance relatifs à la sécurisation de l'environnement IT ;
- conseils et assistance relatifs à l'intégration des systèmes d'information et de gestion du Groupe ;
- conseil et assistance relatifs aux investissements prioritaires à initier sur le plan industriel.

La convention entre en vigueur le 16 mars 2022 pour une durée de 7 mois, soit jusqu'au 15 octobre 2022.

En contrepartie des prestations, Tivoly versera à TR-i une rémunération fixe par livrable étant précisé que le prestataire s'engage à réaliser 6 livrables sollicités par Tivoly au titre de la convention.

La rémunération globale et forfaitaire perçue par TR-i au titre de ces 6 livrables est cohérente avec la rémunération que pourrait percevoir un consultant tiers au groupe pour les livrables concernés au regard de la compétence requise pour les prestations à réaliser.

Ce type de convention de prestation de services est usuelle afin d'assurer la transition opérationnelle entre les actionnaires cédants ayant une fonction de dirigeant et le nouvel actionnaire. Sa durée (7 mois) représente une période de tuilage qui semble cohérente au regard de la fonction opérationnelle du prestataire.

5.1.3 - Analyse du pacte d'associés relatif à Holding Tivoly conclu entre Jean-François Tivoly et PFI

Nous avons analysé le pacte d'associés relatif à Holding Tivoly conclu entre Jean-François Tivoly et PFI en date du 15 mars 2022 (en présence de Jean-Michel Tivoly pour les engagements le concernant en tant qu'usufruitier d'une partie des actions Holding Tivoly détenues par Jean-François Tivoly).

Jean-François Tivoly et PFI se sont rapprochés en vue de conclure un pacte d'associés (le « Pacte ») afin, notamment, de fixer la gouvernance de la Société et de Tivoly, régler les transferts des actions de Holding Tivoly, et plus généralement, définir leurs droits et obligations en leur qualité d'actionnaires de Holding Tivoly.

Le Pacte a pour effet de :

- constituer une action de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce entre les Parties vis à vis de Tivoly (le « Concert »),
- permettre à PFI de préserver son statut d'actionnaire de contrôle de la Société (PFI détenant, à l'issue de l'Acquisition, le contrôle exclusif de la Société) et de conférer certains droits à Monsieur Jean-François Tivoly et ;
- prévoir les règles de fonctionnement applicables entre les parties.

Le Pacte a été conclu pour une durée de 8 ans à compter de la réalisation de l'Acquisition, et prendra fin immédiatement et automatiquement si PFI ou Monsieur Jean-François Tivoly venait à ne plus détenir aucune action de Holding Tivoly.

Le Pacte comporte des clauses usuelles en matière de gouvernance relative à Holding Tivoly et Tivoly, des restrictions et engagements relatifs au transfert des actions (clause d'inaliénabilité, principes applicables aux transferts, droit d'agrément, droit de préemption, droit et obligation de cession conjointe totale, etc...) et des engagements des parties (clause d'exclusivité, engagement de non-concurrence et non débauchage, etc...).

Le Pacte prévoit également une promesse d'achat de PFI à Jean-François Tivoly et une promesse de vente de Jean-François Tivoly à PFI dans les conditions décrites ci-après.

PFI promet irrévocablement à Jean-François Tivoly de lui acheter, à la date d'exercice de la promesse d'achat et en une seule fois, sur simple demande de sa part et au prix d'exercice de la promesse d'achat :

- la pleine propriété de la totalité des actions Holding Tivoly détenues par Jean-François Tivoly (ou toute entité affiliée Tivoly) dans la société, et
- la nue-propriété de la totalité des actions démembrées de Holding Tivoly détenues par Jean-François Tivoly (ou toute entité affiliée Tivoly) dans la société,.

Il est précisé que la réalisation de la promesse d'achat ne pourra intervenir que pour l'ensemble des actions sous promesse d'achat en pleine propriété, et sera donc conditionnée au fait que Jean-François Tivoly, qui s'y engage, fasse en sorte que Jean-Michel Tivoly transfère à PFI l'usufruit de la totalité des actions de la société qu'il détient concomitamment au transfert des actions sous promesse d'achat et conformément aux conditions de la promesse d'achat.

La promesse d'achat pourra être exercée par Jean-François Tivoly pendant une période de 2 mois à compter du 1^{er} mai 2024.

Jean-François Tivoly et Jean-Michel Tivoly, ensemble, promettent irrévocablement à PFI de lui céder, à la date d'exercice de la promesse de vente et en une seule fois, sur simple demande de sa part et au prix d'exercice de la promesse de vente :

- la pleine propriété de la totalité des actions Holding Tivoly détenues par Jean-François Tivoly (ou toute entité affiliée Tivoly) dans la société ;
- la nue-propriété de la totalité des actions démembrées de la société détenues par Jean-François Tivoly (ou toute entité affiliée Tivoly) dans la société ; et
- l'usufruit de la totalité des actions démembrées de la société détenues par Jean Michel Tivoly (ou toute entité affiliée Tivoly) dans la société,

soit la totalité des Actions qu'ils détiennent ensemble dans la Société.

La promesse de vente pourra être exercée par PFI pendant une période de 2 mois à compter du 1^{er} mai 2026.

Les prix d'exercice des promesses d'achat et de vente seront déterminés suivant l'application d'une formule fondée sur un multiple d'EBITDA respectivement appliqué à l'EBITDA consolidé moyen de l'exercice 2022 et 2023 pour la promesse d'achat et à l'EBITDA moyen de l'exercice 2024 et 2025 pour la promesse de vente.

Cette formule appliquée à la situation contemporaine de l'Offre fait apparaître, par transparence, un prix par action Tivoly légèrement inférieur au Prix d'Offre. Les promesses ne contiennent par ailleurs aucune clause de prix de sortie garanti.

5.1.4 - Analyse du renouvellement (par voie d'avenants) des baux du site de Tours-en-Savoie conclu entre les sociétés Immotiv et Tivoly

Nous avons analysé les avenants des baux du site de Tours-en-Savoie conclus entre les sociétés Immotiv et Tivoly le 15 mars 2022.

Il est rappelé Immotiv est une société par actions simplifiée de droit français, présidée par Edouard Tivoly, et dont le capital est entièrement détenu par la famille Tivoly.

L'objet de ces baux est le site de Tours-en-Savoie et plus précisément :

- le lot n°102 sis 265, route Portes de Tarentaise à Tours-en-Savoie (73790) ;
- les lots n°103 et 104 sis 265, route Portes de Tarentaise à Tours-en-Savoie (73790).

Ces baux ont initialement été conclus pour une durée de 9 ans, à compter du 1^{er} janvier 2014 pour se terminer le 31 décembre 2022. Les parties sont convenues, par le biais des avenants conclus, de la prolongation de la durée des baux jusqu'au 31 décembre 2028 et de la renonciation par la Société à sa faculté de délivrer congé lors des échéances triennales jusqu'à cette date en contrepartie du maintien du loyer actuel (indexé) pendant toute la période.

A l'exception de la prolongation de la durée des baux et de la renonciation à la faculté de délivrer congé lors des échéances triennales jusqu'à cette date, les conditions de prix ainsi que les autres clauses de ces baux demeurent inchangées.

Ces accords n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part et ne font pas apparaître d'éléments qui constitueraient un complément de prix.

5.1.5 - Analyse du renouvellement du bail du site espagnol conclu entre les sociétés Nec Immo et Neco

Nous avons analysé le renouvellement du bail du site industriel espagnol conclu entre les sociétés Nec Immo et Neco (Nueva Herramienta de Corte) en date du 24 mars 2022.

Il est précisé que

- Nec-Immo est une société de droit espagnol, filiale à 100% de Immotiv, et présidée par Immotiv, et ;
- Jean-François Tivoly, Marc Tivoly, Edouard Tivoly et Jean-Michel Tivoly sont administrateurs de Neco qui est la filiale opérationnelle des activités de la Société pour les marchés Espagne et Amérique Latine.

L'objet de ce bail est l'usine industrielle située à Elorrio et opérée par la filiale espagnole du groupe Tivoly (Neco), destiné à la fabrication et à la vente d'outillages, équipements, pièces et accessoires pour machines-outils.

Ce nouveau bail remplace intégralement celui en vigueur daté du 1^{er} février 2019 (dont nous avons pris connaissance) et a été conclu pour une durée de 6 ans (jusqu'au 23 mars 2028).

Le bail a été conclu à des conditions de prix similaires à celles qui existaient préalablement (modulo la hausse du loyer de 7% depuis 2019 liée à l'indexation) et qui apparaissent cohérentes avec des prix qui pourraient être pratiqués sur le marché pour des actifs similaires.

Il est précisé par ailleurs que le montant de garantie retenu précédemment dans le contrat du 1^{er} février 2019 de 244.056,96 € a été restitué à Neco par le bailleur en amont de la signature du bail du 24 mars 2022.

Cet accord n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part et ne fait pas apparaître d'éléments qui constitueraient un complément de prix.

5.1.6 - Analyse de la convention de prestation de services entre PFI et la société Tivoly

Nous avons analysé la convention de prestation de services entre PFI et la société Tivoly conclue en date du 15 mars 2022, étant précisé que nous comprenons que celle-ci remplace celle existant préalablement à l'Acquisition entre Holding Tivoly et Tivoly.

La convention porte sur la réalisation par PFI de prestation de services en matière de développement et de performance, en matière financière, comptable et de gestion et en matière juridique.

En contrepartie de cette assistance, PFI percevra une rémunération annuelle hors taxe égale au coût de revient de cette assistance majoré d'un certain taux de marge.

Ce type de convention de prestation de services conclue avec la société holding du groupe ainsi que la base de sa rémunération est usuelle et n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part.

5.2 - Conclusion

En synthèse, le Pacte prévu en annexe du contrat de cession et d'acquisition des actions de Holding Tivoly a vocation à décrire la gouvernance envisagée de Holding Tivoly et Tivoly et de la Société ainsi que les règles applicables aux transferts de titres et les engagements des parties. Les conditions du Pacte sont usuelles et n'appellent pas de commentaire particulier.

Par ailleurs, les autres accords décrits dans cette partie §5 du présent rapport ne prévoient aucune clause de complément de prix ou disposition assimilable.

Les accords analysés ci-dessus sont concomitants ou ont été conclus à une date proche de l'Acquisition et donc du lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifié.

En conclusion, l'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'éléments qui constitueraient un complément de prix et/ou de clauses qui remettraient en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier des observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes offertes par le prix de l'Offre de 42,05€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence*		42,05 €		42,05 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	27,09 €	30,73 €	35,17 €	31,82 €	32,2%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 2 février 2022)		20,40 €		20,40 €	106,1%
Cours moyen pondéré 20 jours**		n.a.		20,10 €	109,2%
Cours moyen pondéré 1 mois**		20,18 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 60 jours**		19,79 €		19,76 €	112,9%
Cours moyen pondéré 120 jours**		n.a.		20,37 €	106,4%
Cours moyen pondéré 6 mois**		20,45 €		n.a.	n.a.
Cours moyen pondéré 180 jours**		n.a.		20,42 €	106,0%
Cours moyen pondéré 1 an**		20,38 €		n.a.	n.a.
Méthodes secondaires :					
Méthode des comparables boursiers	36,88 €	n.a.	37,93 €	31,37 €	34,1%
Méthode des transactions comparables	33,55 €	n.a.	36,14 €	38,67 €	8,7%

n.a. : non applicable

*acquisition par PFI portant sur 73,12% du capital de Tivoly (opérations réalisées le 15 mars 2022)

**calcul des cours moyen pondérés au 2/02/2022

Il est rappelé que, conformément aux accords préliminaires qui ont été conclus le 2 février 2022 et qui ont fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 3 février 2022, la famille Tivoly et la société PFI ont finalisé le 15 mars 2022 leur accord portant sur :

- l'acquisition par PFI, d'actions de Holding Tivoly correspondant à 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly, qui elle-même détient environ 70,15% du capital social et 77,78% des droits de vote théoriques de Tivoly, et sur ;
- l'acquisition par Holding Tivoly, d'actions de Tivoly, détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly, correspondant à 2,96% du capital social et 1,67% des droits de vote théoriques de Tivoly.

Les opérations suivantes ont été réalisées sur la base d'un prix de l'action Tivoly de 42,05€.

A l'issue de cette opération, Holding Tivoly a porté sa participation dans le capital de Tivoly de 70,15% à 73,12%, et PFI détient 78,08% du capital et des droits de vote de Holding Tivoly (le solde de Holding Tivoly restant détenu par Jean-François Tivoly et Jean-Michel Tivoly dans le cadre d'un pacte d'associés conclu avec PFI) et a pris le contrôle indirectement de Tivoly.

Dans ce contexte et en application de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF, Holding Tivoly, désormais contrôlée par PFI, dépose une Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions Tivoly.

L'Offre revêt ainsi un caractère obligatoire, en raison du franchissement par Peugeot Frères Industrie du seuil de détention directe et indirecte de 30% du capital et des droits de vote de Tivoly. Elle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions de l'article 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 42,05€ par action, égale au prix d'Offre.

En dehors de l'atteinte du seuil relatif à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires de Tivoly.

Elle permet aux actionnaires de Tivoly qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action Tivoly fait ressortir des valeurs de :

- 42,05€ pour la référence à la transaction récente sur le capital portant sur 73,12% du capital de Tivoly,
- 31,82€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- 19,76€ (cours moyen pondéré 60 jours) à 20,10€ (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse et de 20,40€ pour le cours spot au 2 février 2022, dernière date d'échanges sur le titre précédant la suspension du cours et l'annonce de l'opération ;
- 31,37€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire) ;
- 38,67€ pour la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 42,05€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- ni prime ni décote pour la référence à la transaction récente sur le capital portant sur 73,12% du capital de Tivoly,
- présente une prime de 32,2% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes comprises entre 106,1% (cours de clôture au 2 février 2022) et 112,9% (cours moyen 60 jours) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 34,1% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 8,7% sur la valeur centrale ressortant de la méthode des transactions comparables.

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire à celui de la transaction de référence conclue le 15 mars 2022 avec la famille Tivoly et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur le dernier cours avant annonce de l'opération (2 février 2022) et sur les valeurs extériorisées par les méthodes d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et analogiques (méthode des comparables boursiers et transactions comparables) mise en œuvre.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 42,05€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Tivoly.

Fait à Levallois-Perret, le 14 avril 2022

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global



Olivier Grivillers

Annexe 1 : Lettre de mission



Smart decisions. Lasting value.

Proposition de service pour la réalisation d'une expertise indépendante sur la valeur des titres Tivoly dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (OPAS)

22 février 2022

Sommaire

1. Définition de la mission	1
2. Présentation de nos activités et de notre expertise	4
3. Notre approche de la mission	10
4. Notre proposition d'intervention	12
5. Conditions particulières	13
6. Acceptation de la mission	13
Annexes:	14
Annexe 1 : Estimation du budget	15
Annexe 2 : Curriculum vitae des intervenants	17
Annexe 3 : Références	23



Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret (Paris)
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 45 19 72 18
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Tivoly
266 Route Portes de Tarentaise
73790 Tours-en-Savoie

Levallois-Perret, le 22 février 2022

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Madame, Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre proposition de mission relative à la mission d'expertise indépendante portant sur l'évaluation des titres de la société Tivoly dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée qui sera initiée par Holding Tivoly, contrôlée par Peugeot Frères Industrie.

Notre compréhension du contexte et de l'objectif de la mission que vous envisagez de nous confier, ainsi que les travaux à effectuer sont exposés dans le document joint.

Nous vous en souhaitons bonne réception et restons à votre entière disposition pour vous fournir toutes informations complémentaires que vous pourriez souhaiter ou pour adapter notre proposition de service.

Si cette proposition correspond à votre attente, nous vous invitons, pour marquer votre accord, à nous retourner un exemplaire dûment signé.

Avec nos remerciements pour ce témoignage de votre confiance, nous vous prions de croire, Madame, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre du réseau Crowe Global

Olivier GRIVILLERS
Associé

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

Créé en 1917 par Lucien Tivoly, puis développé à partir de 1961 par son petit-fils Jean Michel Tivoly, Tivoly (ci-après « Tivoly » ou la « Société ») est un groupe industriel qui a pour vocation la conception, la production et la commercialisation d'outils de coupe et de produits et services associés destinés aux professionnels de la fabrication et de la maintenance, aux artisans et aux particuliers, au secteur aéronautique, et aux secteurs médical et dentaire. Tivoly S.A. est cotée sur Euronext Growth, sous le code ISIN « FR0000060949 ».

Basée à Tours-en-Savoie, la société, qui compte plus de 600 employés et a généré en 2020 un chiffre d'affaires de 68,9m€, est également implantée en Espagne, au Royaume-Uni, en Chine, au Mexique et aux Etats-Unis. Son savoir-faire reconnu et son champ de compétences étendu lui ont permis de devenir un acteur diversifié en France et à l'étranger. La marque Tivoly dispose d'une forte notoriété en France, due à la qualité et à la technicité de ses produits et sa capacité d'innovation. Sa large gamme est destinée à des industriels de rang mondial dans la haute technologie (aéronautique et médical notamment), mais aussi aux artisans et aux particulier

Le 3 février 2022, Peugeot Frères Industrie et la famille Tivoly ont annoncé entrer en négociations exclusives en vue de l'acquisition par Peugeot Frères Industrie d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly ainsi que l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly d'actions Tivoly S.A..

L'acquisition porterait sur :

- 8 401 actions ordinaires de Holding Tivoly correspondant à 78,08 % du capital et des droits de vote de Holding Tivoly, qui elle-même détient 777 307 actions ordinaires de Tivoly S.A. (représentant à ce jour environ 70,15 % de son capital social et 77,78 % de ses droits de vote théoriques) et ;
- 36 094 actions ordinaires Tivoly S.A. détenues en direct par certains membres de la famille Tivoly correspondant à 3,26 % de son capital social et 3,61 % de ses droits de vote théoriques.

Monsieur Jean-François Tivoly conserverait une participation minoritaire de Holding Tivoly.

L'acquisition des actions Holding Tivoly et des actions Tivoly S.A. détenues en direct serait réalisée sur la base d'un prix par action Tivoly S.A. provisoirement estimé entre les parties à 41,5 € qui pourra être ajusté (à la hausse comme à la baisse) en fonction de certains éléments de dette nette et de BFR de Tivoly S.A. au 31 décembre 2021, étant précisé que le prix final ne pourra être inférieur à 37,7 € par action.

Une promesse d'achat a été conclue le 3 février 2022 devant permettre aux parties de finaliser leur accord ; la signature de la documentation finale interviendrait à l'issue de la procédure de consultation des instances représentatives du personnel, conformément aux dispositions légales applicables. La réalisation de l'acquisition du bloc pourrait avoir lieu courant du premier semestre 2022.

En cas de réalisation de l'acquisition du bloc, Holding Tivoly, qui sera alors contrôlée par Peugeot Frères Industrie, déposera un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant le solde du capital de Tivoly S.A. et à un prix par action qui ne pourra être inférieur à 37,7 €, le prix de l'offre devant être égal au prix final tel que déterminé par les parties conformément à ce qui précède.

Si les conditions réglementaires sont remplies à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, Holding Tivoly a l'intention de demander la mise en oeuvre d'une procédure de retrait obligatoire des titres de Tivoly S.A aux mêmes conditions financières que celles de l'offre publique d'achat simplifiée.

Dans ce cadre, la société Tivoly souhaite désigner un expert indépendant qui sera chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'Administration de Tivoly devrait se réunir mi-mars 2022 afin de désigner un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre, incluant le retrait obligatoire.

Au vu du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'Administration rendra, le moment venu, un avis motivé sur ce projet d'offre, qui sera inclus dans la note d'information en réponse de la Société déposée auprès de l'AMF.

1.2. Objectif de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de Tivoly, fera l'objet d'une attestation par un expert indépendant nommé par le Conseil d'Administration de la Société.

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, l'expert indépendant sera désigné sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants, ce comité assurant le suivi des travaux de l'expert et préparant un projet d'avis motivé. Si la Société n'est pas en mesure de constituer le comité ad hoc susmentionné, elle soumettra à l'AMF le nom de l'expert. L'expert sera ainsi désigné sous réserve du droit de veto de l'AMF à l'encontre de la nomination conformément au 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

La mission d'expert indépendant que vous envisagez de nous confier s'inscrit donc dans ce contexte et viserait ainsi à apprécier le prix des titres Tivoly qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

Lorsque l'expert sera désigné, il lui sera remis, conformément à l'instruction DOC-2006-08 de l'AMF, une lettre de mission contenant les contours précis de la mission envisagée, les situations de conflits d'intérêts et le fondement réglementaire de la mission.

1.3. Calendrier de l'opération

Le calendrier prévu de l'opération pourrait être le suivant :

Date	Action
Mi-mars 2022	Réunion du Conseil d'Administration en vue de la désignation de l'expert indépendant
Mi-fin mars 2022	Dépôt du projet de note d'information à l'AMF
Mi-avril 2022	Dépôt du projet de note en réponse incluant le rapport de l'expert indépendant

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation de bourse. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.

Nous vous informons que nous avons d'ores et déjà pris nos dispositions pour respecter ce calendrier. En cas de changement, nous nous adapterons en fonction du calendrier définitif de l'opération.

1.4. Cadre réglementaire de notre mission

Nos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 202-1 du nouveau règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiés le 10 février 2020.

1.5. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006¹ prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

En particulier, nous vous indiquons que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du Code de Commerce au cours des dix-huit derniers mois,
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la société cible au cours des dix-huit derniers mois,
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération,

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

¹ Modifiée le 10 février 2020

3. Notre approche de la mission

3.1. Notre analyse

Nos travaux correspondant à la mission que vous envisagez de nous confier comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management de la Société ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats) et des discussions avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration de la Société cible,
2. L'analyse des états financiers historiques au 31 décembre 2021, 2020 et 2019,
3. L'analyse du budget 2022 et du plan d'affaires prévisionnel de Tivoly,
4. L'analyse de l'acquisition par Peugeot Frères Industrie d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly ainsi que l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly d'actions Tivoly S.A.,
5. L'analyse, le cas échéant, d'accords connexes conclus dans le cadre de l'Offre,
6. L'analyse du cours de bourse de Tivoly,
7. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère le groupe Tivoly et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
8. L'élaboration d'un ou de modèles d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
9. L'analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la société,
10. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
11. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur,

12. L'analyse de la note en réponse à l'offre (hors rapport de l'expert indépendant),

13. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF.

Notre mission ne prévoit pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertise immobilière et technique. Des points d'avancement réguliers seront effectués avec les conseils et le comité ad hoc afin d'anticiper au mieux les problématiques rencontrés.

Notre analyse s'appuiera sur des informations publiques et sur l'étude de documents obtenus auprès du management de la société et de ses conseils. Une liste de documents préliminaires nécessaires à la réalisation de notre mission vous sera fournie au démarrage de notre mission.

3.2. Notre Méthodologie

Notre méthodologie sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme Tivoly.

Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- Référence aux transactions récentes sur le capital de la société

Il sera fait référence, dans l'appréciation du prix d'offre, au prix de l'acquisition par Peugeot Frères Industrie d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly ainsi qu'au prix de l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly d'actions Tivoly S.A.

- Référence aux accords conclus entre les fondateurs et actionnaires de référence de Tivoly et Peugeot Frères Industrie

Les accords conclus entre fondateurs et actionnaires de référence de Tivoly et Peugeot Frères Industrie seront analysés pour apprécier le prix d'offre.

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société. La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (EBITDA, EBIT...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes

Une analyse, le cas échéant, des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence aux objectifs de cours des analystes.

4. Notre proposition d'intervention

4.1. Equipe

L'équipe proposée a une forte séniorité et une pratique développée sur ce type de mission et dans le secteur d'activité dans lequel opère le groupe Tivoly.

Olivier Grivillers sera signataire de l'expertise indépendante. Ils prendront en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible et notamment le comité ad hoc formé, banque représentatrice, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Trois autres personnes seront affectées à cette mission :

- Yohan Bonnet, Directeur,
- Yassine Chennaoui, Superviseur,
- Inès Meflah, Analyste Senior.

L'équipe est présentée plus en détail en 2.3 de la présente proposition. Tous les intervenants de l'équipe sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Les CV des différents intervenants sont présentés en Annexe 2.

Maxime Hazim, associé au sein du département évaluation, procédera à la revue indépendante du rapport.

4.2. Honoraires

Les travaux seront facturés d'après les temps passés. Les temps proposés, dans le document ci-joint, sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

Il est précisé que la nouvelle instruction AMF n°2006-08 stipule que la rémunération de l'expert doit être supérieure ou égale à 50.000€ et que lorsque celle-ci est inférieure, l'expert devrait justifier, dans son rapport, son niveau au regard des diligences effectuées.

Le budget estimé est compris entre 25 et 30 jours, soit un montant d'honoraires compris entre 50.000€ et 80.000€ compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants d'environ 2.000€.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ». Le règlement de ces honoraires sera effectué à la remise de notre rapport.

En cas d'interruption de la mission, à votre demande, pour quelque motif que ce soit, les honoraires resteront dus à concurrence de la somme obtenue sur la base du décompte des temps passés depuis le début de nos travaux jusqu'à l'avis d'interruption de la mission.

5. Conditions particulières

5.1. Limitation de responsabilité

Crowe HAF s'engage à mettre en œuvre les moyens et compétences nécessaires à la bonne réalisation de la mission telle que définie ci-avant.

En cas de dommages qui résulteraient directement d'un manquement à l'une de nos obligations ou de négligences dans la réalisation des diligences convenues, le montant total des dommages qui pourrait nous être réclamé, ne saurait excéder, toutes causes de préjudice confondues, une somme correspondant au montant des honoraires encaissés par Crowe HAF au titre des travaux résultant de la présente proposition.

Ces conditions de responsabilité constituent le plafond des obligations. Toute autre responsabilité est expressément exclue, notamment pour pertes de chance d'économies ou de bénéfices ou pour baisse des résultats. Toute action légale devrait être entreprise au plus tard un an à partir de la date de connaissance des faits et dans tous les cas au plus tard trois ans à compter de la date de notre rapport.

5.2. Secret professionnel

Les règles déontologiques de la profession et les procédures internes de Crowe HAF garantissent la stricte observation du secret professionnel.

6. Acceptation de la mission

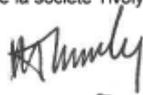
Pour Crowe HAF

Olivier Grivillers
Associé

La signature ci-dessous, précédée de « Bon pour accord », vaut pour acceptation de la lettre de mission :

Accord au nom de la société Tivoly

Signature



Nom

Jean-François Tivoly

Fonction

PDG

Date

28/02/2022

Annexes :

Annexe 1 : Estimation du budget

Annexe 2 : Curriculum vitae des intervenants

Annexe 3 : Références

Annexe 1 : Estimation du budget

Budget de l'expert indépendant :

Offre publique d'achat simplifiée visant les titres de la société Tivoly

Nature des travaux	Nombre de jours	
	Fourchette basse	Fourchette haute
1. Prise de connaissance et analyse du contexte de l'opération - Réunions préparatoires - Prise de connaissance générale de la société et du contexte de l'opération - Entretien avec les dirigeants de Tivoly, les conseils, le comité adhoc - Analyse et compréhension du projet d'offre publique	2	2
2. Préparation de l'évaluation - Analyse du contexte juridique, fiscal et social - Analyse des états financiers historiques (bilan et compte de résultat) - Analyse du budget 2022 des éléments prévisionnels (business plan) - Revue des projections d'activité et de rentabilité - Analyse, le cas échéant, des accords connexes conclus dans le cadre de l'opération envisagée	4	6
3. Evaluation multicritère de la société - Analyse du prix de l'acquisition par Peugeot Frères Industrie d'une participation majoritaire dans Holding Tivoly ainsi que du prix de l'acquisition en direct auprès de certains membres de la famille Tivoly d'actions Tivoly S.A. - Méthode des Discounted Cash Flows Mise en œuvre de la méthode au regard du business plan Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des principaux paramètres (taux d'actualisation, rentabilité...) - Méthode des comparables boursiers Recherche de comparables boursiers Valorisation des comparables en termes de multiples Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples obtenus - Méthode des transactions comparables Recherche de transactions comparables Valorisation des transactions comparables en termes de multiples Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus - Méthode du cours de bourse Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) Calcul des différentes moyennes du cours de bourse - Référence aux objectifs de cours des analystes (si applicable) - Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats - Détermination d'une fourchette de valeurs - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur	14	16
4. Rédaction du rapport et échanges avec l'AMF	5	6
Total Jours	25	30