

Parrot

Opinion indépendante sur la valeur des BSA
dans le cadre de l'ouverture de la première fenêtre
de cessibilité des BSA

Ce rapport d'expertise ne constitue pas une « Attestation d'équité »
au sens des articles 262-1 et suivants du Règlement Général
de l'Autorité des Marchés Financiers.

Mars 2016

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

À l'attention de M. Henri Seydoux

Parrot SA
174, quai de Jemmapes
75010 Paris

Neuilly-sur-Seine, le 2 mars 2016

Confidentiel

**Objet : Opinion indépendante sur la valeur des BSA dans le cadre de
l'ouverture de la première fenêtre de cessibilité des BSA**

Monsieur,

Pour faire suite à votre demande, je vous prie de bien vouloir trouver ci-après les conclusions des travaux d'évaluation que nous avons réalisés sur les bons de souscription d'actions (« BSA ») que *Parrot SA* (la « Société », le « Groupe ») a émis dans le cadre de l'augmentation de capital réalisée en décembre 2015.

Contexte de la mission d'évaluation confiée à Accuracy

Parrot, société française cotée sur le compartiment B d'*Euronext Paris*, est l'un des leaders mondiaux dans le domaine des drones, et plus largement des technologies sans fil à destination du grand public et des professionnels. A fin décembre 2015, le Groupe affichait un chiffre d'affaires de 326 m€ pour un résultat net positif de 1,6 m€.

Au cours des années 2000, *Parrot* s'est d'abord fait connaître dans le domaine de l'automobile avec des systèmes de communication mains-libres et d'info-divertissement. Toujours à la recherche d'idées nouvelles, *Parrot* a ensuite diversifié son portefeuille d'activités avec la création d'objets connectés, de casques audio, et plus récemment de drones civils. L'engouement actuel pour cette dernière catégorie de produits et les atouts technologiques de la société ont fait de *Parrot* le numéro deux mondial du drone civil. En 2015, le chiffre d'affaires généré par cette activité a progressé de 121% par rapport à l'exercice précédent.

Afin de financer une stratégie de croissance ambitieuse dans ce domaine d'activité, le Groupe a effectué une augmentation de capital d'environ 300 m€ en décembre 2015. La capitalisation boursière du Groupe s'élève désormais à environ 600 m€, dont

environ 36% du capital est détenu indirectement par Henri Seydoux, fondateur et dirigeant du Groupe, via la holding *Horizon*.

Lors de l'émission, chaque action était assortie de deux bons de souscription d'action (« BSA 1 » et « BSA 2 ») afin d'associer les managers du Groupe à la création de valeur attendue de la stratégie de croissance. En effet, à l'issue de l'augmentation de capital, *Horizon* a acquis 63,94% des BSA 1 et 2 émis dans l'intention d'en céder ensuite une partie à certains managers du Groupe (environ 20%). Nous étions alors intervenus une première fois pour évaluer le caractère raisonnable de la valeur théorique des bons telle que retenue par le Groupe pour l'émission des ABSA.

Ce mécanisme devant permettre non seulement la fidélisation du management actuel mais aussi le recrutement de nouveaux talents, le Groupe a prévu d'organiser des fenêtres de cessibilité des bons à leur destination après chaque publication des résultats annuels et semestriels.

C'est dans ce contexte, que vous nous avez sollicités afin qu'*Accuracy* intervienne en qualité d'évaluateur indépendant avec pour objectif de procéder à sa propre estimation de la valeur théorique des bons avant l'ouverture de la première fenêtre de cessibilité des bons.

Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, en Amérique du Nord et en Inde, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 280 consultants (dont 150 à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Personnel associé à la réalisation de la mission et qualification

Henri Philippe, associé d'*Accuracy*, a dirigé la présente mission, avec l'assistance d'une équipe de consultants spécialisés dans l'évaluation d'instruments financiers complexes.

Henri Philippe est diplômé de l'*ESC Bordeaux*, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et docteur en finance. Henri Philippe a réalisé au cours des quinze dernières années de nombreuses missions d'évaluation d'entreprise et d'attestations d'équité, en particulier dans le contexte d'offres publiques sur les marchés. Il est également chargé de cours à *HEC*, à l'*Ecole Nationale des Ponts & Chaussées* et à l'*Université Paris-Dauphine*.

Le contrôle qualité de la mission a été assuré par Christophe Leclerc, Associé fondateur d'*Accuracy*. Diplômé de l'*Ecole Polytechnique*, il avait auparavant acquis une expérience en conseil et audit financier au cours de dix années passées chez Arthur Andersen, puis Ernst & Young. Christophe Leclerc est notamment spécialisé dans

l'évaluation de produits complexes de type *management packages* dans le cadre d'opération de *LBO*.

Diligences effectuées

1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- revue des caractéristiques des BSA déterminées dans le note d'opération du 19 novembre 2015 ;
- analyse des informations de marché pertinentes disponibles sur la Société à la date d'évaluation ;
- estimation de la valeur des BSA au moyen du modèle d'évaluation développé à l'occasion de notre première évaluation (rapport du 19 novembre 2015);
- rédaction du présent rapport d'évaluation.

2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été mandatée par la Société en février 2016 et a mené ses travaux depuis cette date jusqu'à l'émission du présent rapport.

3. Informations utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission peuvent être classées comme suit :

- note d'opération du 19 novembre 2015 détaillant les caractéristiques des BSA ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg* et *Capital IQ*.

Déclaration d'indépendance

Accuracy atteste l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) qui nous ont été communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi. Conformément à la définition de notre mission, ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de notre part.

Nos travaux ont reposé essentiellement sur le jeu d'hypothèses décrit plus bas. Tout ajustement de l'une ou l'autre de ces hypothèses conduirait mécaniquement à des résultats différents de ceux qui sont présentés plus loin.

Caractéristiques des ABSA

La Société a procédé en décembre 2015 à une émission d'ABSA, chaque ABSA comprenant une action ordinaire et deux BSA (un BSA 1 et un BSA 2). L'opération

ayant été sursouscrite d'environ 42%, la totalité des 17 575 278 ABSA ont été attribués puis livrés le 15 décembre 2015.

S'agissant de la composante optionnelle, 17 575 278 BSA 1 et 17 575 278 BSA 2 ont été émis. Les caractéristiques des bons sont les suivantes.

- Fenêtre d'exercice et maturité : les deux BSA seront exerçables à tout moment à partir du 16 décembre 2020 et jusqu'au 15 décembre 2022 inclus.
- Cessibilité : dans le cadre de la réalisation de l'augmentation de capital, les souscripteurs d'ABSA ont eu la possibilité de céder leurs bons à leur Valeur Théorique. Désormais, des fenêtres de cession des BSA par des porteurs de bons aux managers sont organisées au moment de la publication des résultats annuels et semestriels. En dehors de ces fenêtres, les bons sont incessibles jusqu'au 15 décembre 2020.
- Parité d'exercice et prix d'exercice : 24 BSA 1 permettent de souscrire à 2 actions nouvelles au prix unitaire de 32,66 € et 28 BSA 2 permettent de souscrire à 3 actions nouvelles au prix unitaire de 42,34 €.

Méthodologie d'évaluation des BSA

Les BSA sont donc des options d'acquisition d'actions assimilables à des options à fenêtre d'exercice. Ces options présentent en outre la particularité de ne pas être négociables pendant la période où elles ne sont pas exerçables.

La valeur de ces options a été estimée en considérant le prix que serait susceptible de payer un investisseur financier quelconque (patrimoine correctement diversifié), bien informé et sans contrainte.

Les BSA ont été évalués à l'aide d'un modèle d'évaluation d'options que nous avons développé spécifiquement afin de prendre en compte la fenêtre d'exercice des BSA. Ce modèle repose sur l'approche binomiale de Cox, Ross & Rubinstein (CRR) couramment utilisée pour l'évaluation d'options complexes.

L'approche binomiale est fondée sur la construction d'un arbre qui décrit la totalité du champ d'évolution possible du cours de l'action sous-jacente à l'option. À chaque nœud de cet arbre, la valeur de l'option est calculée de la manière suivante.

- Si le cours du sous-jacent est inférieur au prix d'exercice, l'option n'est pas exercée.
- Dans le cas contraire, la valeur de l'option est déterminée comme étant le maximum entre la plus-value instantanée réalisée en cas d'exercice et l'espérance de la plus-value au prochain nœud.

Ce modèle permet donc de prendre en compte la totalité des spécificités des BSA, à la seule exception de l'incessibilité. L'impact de cette dernière caractéristique sur la valeur des BSA a été prise en compte au travers d'une décote appliquée aux estimations issues du modèle d'évaluation décrit ci-dessus.

Pour la mise en œuvre de ce modèle, nous avons retenu les paramètres suivants.

- Valeur de l'action sous-jacente : 18,54 €, soit le cours moyen des 20 derniers jours de bourse à la date du présent rapport pondéré par les volumes.
- Taux sans risque : 0,23% à 6,8 ans (maturité résiduelle des bons), calculé par interpolation linéaire entre les rendements offerts par les OAT 6 ans (0,12%) et

7 ans (0,26%) en moyenne au cours des trois mois précédant la réalisation du présent rapport.

- Marge de prêt-emprunt de titres (*repo rate*) : 1,5%. Ce niveau de marge reflète la taille de la société, la capitalisation boursière (sur le compartiment B d'*Euronext Paris*) et le niveau de liquidité du titre.
- Rendement de l'action (*dividend yield*) : nul, compte tenu des dividendes historiques versés (aucun dividende versé par la société au cours des dernières années) et des nombreux projets d'investissement rendus possibles par l'augmentation de capital et anticipés par le management de la Société.
- Volatilité de l'action attendue à long terme par les investisseurs financiers. Ce paramètre a été estimé dans une fourchette de 40% à 50% sur la base de l'analyse de la volatilité des actions de la Société détaillée en annexe 1.

S'agissant de l'incessibilité des bons, ce paramètre (non pris en compte dans le modèle d'évaluation) a été intégré de façon usuelle au moyen d'une décote appliquée aux estimations issues du modèle d'évaluation.

Dans les émissions d'ABSA ou d'OBSAAR comportant une période d'incessibilité relativement longue (de l'ordre de 4 à 5 ans), la décote d'incessibilité couramment observée est d'environ 40% et jusqu'à 50%. Dans le cas présent, nous conservons le niveau de décote compris entre 15% et 20% appliqué lors de nos précédents travaux d'évaluation réalisés à l'occasion de l'émission des ABSA.

Pour rappel, ce niveau de décote nous semblait justifié au regard des conditions de cessibilité des bons d'une part, et de l'un des objectifs de l'augmentation de capital qui visait à faire acquérir des bons par la société holding *Horizon* en vue de les céder à certains managers du Groupe d'autre part. Par conséquent, ce niveau limité de décote débouche sur un prix de cession plutôt attractif pour détenteur de BSA qui envisagerait d'en céder tout ou partie durant la période d'ouverture de la première fenêtre de cessibilité.

Enfin, la décote d'incessibilité a vocation à diminuer dans le temps à mesure que l'on s'approche de la date de libre négociabilité des bons, à savoir le 16 décembre 2020. Néanmoins, nous estimons que le faible intervalle de temps écoulé depuis l'émission des bons ne justifie pas une révision du niveau de la décote appliquée dans le cadre de la présente évaluation.

Résultat de nos travaux d'évaluation

Les résultats de notre méthodologie d'évaluation sont présentés dans le tableau ci-après qui donne la valeur théorique des deux catégories de bons en fonction de la volatilité de l'action (comprise entre 40% et 50%) et la décote d'incessibilité (comprise entre 15% et 20%).

Valeur théorique d'un BSA 1

en €		Volatilité		
		40%	45%	50%
Décote d'incessibilité	15%	0,26	0,33	0,39
	20%	0,25	0,31	0,37

Valeur théorique d'un BSA 2

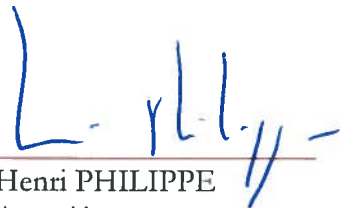
en €		Volatilité		
		40%	45%	50%
Décote d'incessibilité	15%	0,25	0,33	0,41
	20%	0,23	0,31	0,38

La valeur unitaire estimée des bons, ressort dans des fourchettes d'estimations comprises entre :

- 0,25 € et 0,39 € pour les BSA 1 ;
- 0,23 € et 0,41 € pour les BSA 2.

Neuilly-sur-Seine, le 2 mars 2016

Pour *Accuracy*,



Henri PHILIPPE
Associé



Christophe LECLERC
Associé

Annexe 1 : Analyse de la volatilité attendue à long terme par les investisseurs financiers sur l'action *Parrot*

La volatilité attendue à long terme par les investisseurs financiers sur une action donnée n'est pas directement observable sur le marché puisqu'il s'agit de l'estimation d'une volatilité future.

Méthodologie

Deux approches peuvent être envisagées pour estimer cette volatilité anticipée.

- **L'approche historique** consiste à observer la volatilité de l'action considérée sur une période passée adéquate (on parle alors de « volatilité historique »). Elle est traditionnellement mise en œuvre sur de longues périodes (2 à 5 ans) qui correspondent à la maturité de l'instrument évalué. Cette première approche suppose que les réalisations passées sont des indicateurs pertinents pour estimer la volatilité future. La pertinence des estimations issues de cette approche peut pourtant être amoindrie par la survenance au cours du passé récent d'évènements de caractère exceptionnel (fusion ou acquisition de grande envergure, évènement terroriste, krach boursier, etc.). Dans un tel contexte, sauf à considérer ces évènements comme récurrents, la volatilité historique n'est plus nécessairement un indicateur satisfaisant pour estimer la volatilité future.
- **L'approche implicite** repose sur l'observation des instruments optionnels (options, warrants, etc.) portant sur le même sous-jacent (on parle alors de « volatilité implicite »). Elle consiste, en se reposant sur un modèle d'évaluation d'options, à déterminer la volatilité qui permet d'expliquer le prix des instruments optionnels observés sur le marché. Malheureusement, dans la plupart des cas, les instruments optionnels cotés en bourse ont une maturité relativement courte (rarement supérieure à 1 an) qui n'offre qu'une estimation de la volatilité anticipée à court terme par les investisseurs. En outre, quand bien même il existerait des instruments à plus long terme, ceux-ci ont bien souvent des caractéristiques intrinsèques (absence de liquidité ou cotation très en dehors de la monnaie par exemple), qui biaisent l'estimation de la volatilité (phénomène de « *smile* »).

Comme on le voit, aucune de ces deux approches n'est entièrement satisfaisante. S'agissant d'estimer la volatilité future, les deux approches doivent donc être menées de front. Malheureusement, dans le cas présent, nous n'avons pas identifié d'option cotée dont le sous-jacent est l'action *Parrot*. Notre estimation de la volatilité attendue de l'action *Parrot* repose donc uniquement sur une analyse de la volatilité historique du cours de l'action.

Estimation de la volatilité historique

Dans le cas présent, la volatilité historique de la rentabilité de l'action *Parrot* a été observée sur une base quotidienne sur plusieurs échéances comme le montre le tableau ci-après.

Volatilité historique de l'action *Parrot*

	3 mois	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Parrot	63,4 %	69,3 %	59,4 %	48,4 %	44,8 %	42,4 %	42,4 %

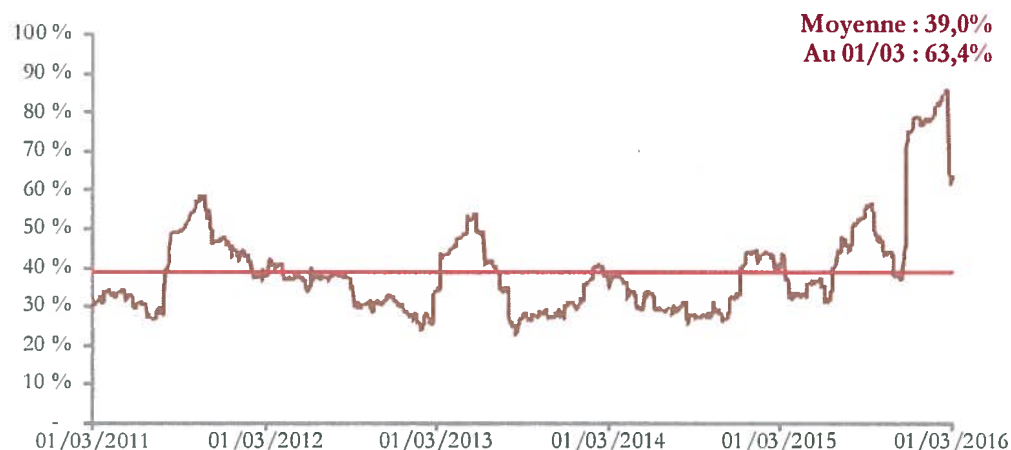
Source : Capital IQ, 01/03/2016

Lors de la précédente mesure de la volatilité du titre en novembre 2015, nous avons retenu un niveau de volatilité compris entre 35% et 45%. Depuis lors, celle-ci a augmenté très rapidement et s'élève désormais à 63,4% à trois mois.

Pour autant, on observe que les volatilités à long terme (au-delà de deux ans) restent dans la fourchette initialement retenue. Ce phénomène s'explique principalement par les forts mouvements du cours de l'action *Parrot* suite (i) à l'augmentation de capital à un prix d'émission significativement plus bas que le cours de l'action de l'époque, et (ii) aux récentes perturbations observées sur les marchés.

Comme le montre le graphique suivant, la volatilité à trois mois est en forte progression depuis l'augmentation de capital jusqu'à atteindre un pic à plus de 85% le 15 février 2016, soit un niveau significativement au-dessus de la moyenne à long terme (39,0% sur 5 ans).

Evolution de la volatilité 3 mois



Source : Capital IQ

Il apparait donc que la volatilité actuelle du cours de l'action *Parrot* n'est pas normative et que celle-ci devrait donc effectuer un retour progressif à la moyenne à moyen terme. Néanmoins, cette augmentation de la volatilité étant liée à la baisse récente du cours de référence de l'action *Parrot* depuis nos précédents travaux, nous avons augmenté de 5 points la volatilité de l'action *Parrot* prise en compte dans nos travaux. La volatilité a donc été fixée dans une fourchette entre 40% et 50%.