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

PROJET DE NOTE ETABLI PAR LA SOCIETE

Parrot

EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS DE PARROT INITIE PAR LA SOCIETE

HORIZON

AMF AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 29 janvier 2019, conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19, 261-1, I 1° et 5° et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de Parrot (www.corporate.parrot.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Parrot
174-178, quai de Jemmapes
75010 Paris

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Parrot seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIÈRES

1. Rappel des principaux termes et conditions de l'Offre 3
1.1 Présentation de l'Offre 3
1.2 Contexte et principaux termes de l'Offre 5
2. Avis motivé du Conseil d'administration de la Société 10
3. Intentions des membres du Conseil d'administration de la Société 14
4. Intentions de la Société relative aux actions Auto-détenues 14
5. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre 14
6. Éléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique 14
6.1 Structure et répartition du capital de la Société 14
6.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce 16
6.3 Participations directes et 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 titres depuis le 1er janvier 2018 16
6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 17
6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 17
6.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote 17
6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société 17
6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres 17
6.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords significatifs conclus par la Société 21
6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique 22
7. Avis du comité d'entreprise de Parrot 22
8. Rapport de l'Expert Indépendant de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF 22
9. Modalités de mise à disposition du document « autres informations » 23
10. Personne assumant la responsabilité du projet de note en réponse 23
Liste des annexes 24
Annexe 1 Avis du comité d'entreprise 25
Annexe 2 Rapport de l'Expert Indépendant 28

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Horizon, société par actions simplifiée au capital de 298.362.800 euros, dont le siège social est sis 65, avenue Marceau, 75116 Paris, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 794 168 179 (« **Horizon** » ou l'« **Initiateur** ») a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la société Parrot, société anonyme à conseil d'administration au capital de 4.599.257,54 euros, dont le siège social est sis 174-178, quai de Jemmapes, 75010 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 394 149 496 (« **Parrot** » ou la « **Société** ») d'acquérir en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») ainsi que dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 29 janvier 2019 (le « **Projet de Note d'Information** »), sous réserve de l'absence de versement de dividende par la Société jusqu'au règlement-livraison de l'Offre (inclus) ou de l'Offre Réouverte (inclus) :

- la totalité de leurs actions Parrot (les « **Actions** ») au prix de 3,20 euros par action ;

- la totalité de leurs bons de souscription d'actions de tranche 1 (les « **BSA 1** ») au prix de 0,01 euro par BSA 1[1] ; et

- la totalité de leurs bons de souscription d'actions de tranche 2 (les « **BSA 2** » et, avec les BSA 1, les « **BSA** ») au prix de 0,01 euro par BSA 2.[2]

Les Actions et les BSA sont ci-après désignés ensemble les « **Titres** ».

Les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris (« **Euronext** ») sous le code ISIN FR0004038263 (mnémonique : PARRO). Les BSA 1 et BSA 2 feront l'objet d'une demande d'admission, par la Société, aux négociations sur Euronext respectivement sous les codes ISIN FR0013054269 et ISIN FR0013054335.

L'Offre porte sur :

(a) la totalité des Actions :

(i) qui sont d'ores et déjà émises à la date du présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »), non encore détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, seul ou de concert (en excluant les 612.179 Actions auto-détenues par la Société qui ne seront pas apportées à

[1] Les BSA 1 ont été valorisés à 0,00258 euro par BSA 1. Compte tenu de l'impossibilité technique de procéder à un paiement inférieur à 0,01 euro, le prix unitaire des BSA a été arrondi à la hausse à 0,01 euro.

[2] Les BSA 2 ont été valorisés à 0,00173 euro par BSA 2. Compte tenu de l'impossibilité technique de procéder à un paiement inférieur à 0,01 euro, le prix unitaire des BSA a été arrondi à la hausse à 0,01 euro.

l'Offre)[3], soit, à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 15.775.447 Actions, représentant 52,28% du capital social et 52,28% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 30.174.671 Actions et 30.174.671 droits de vote théoriques au 31 décembre 2018 ;

(ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice des BSA émis par la Société, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un maximum de 749.969 Actions ; et

(iii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice des options de souscription d'Actions (les « **Options** ») attribuées par la Société pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un maximum de 205.105 Actions.

(b) la totalité des BSA en circulation et qui ne sont pas détenus par l'Initiateur, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, seul ou de concert, soit à la date du présent Projet de Note en Réponse, 7.874.670 BSA.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les actions gratuites de la Société attribuées entre le 12 mai 2016 et le 28 janvier 2019 et dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ou, le cas échant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, 726.850 actions de la Société (les « **Actions Gratuites** »).

La situation des titulaires de BSA, d'Options et d'Actions Gratuites est décrite aux sections 1.2.7, 1.2.8 et 1.2.9 ci-après.

En-dehors des BSA, des Options et des Actions Gratuites, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de vingt-cinq (25) jours de négociation.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté au paragraphe 2.8 du Projet de Note d'Information.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, tel que décrit à la section 1.2.4 ci-après.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Rothschild Martin Maurel, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé l'Offre et le

[3] L'Offre ne vise pas les 612.179 Actions auto-détenues par la Société qui, conformément à la décision du Conseil d'administration de la Société en date du 28 janvier 2019, ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF, le 29 janvier 2019. Rothschild Martin Maurel garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information qui a été mis en ligne sur les sites internet de la Société (www.parrot.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et qui peut être obtenu sans frais auprès de l'Initiateur (65, avenue Marceau - 75116 Paris) et de Rothschild Martin Maurel (29 avenue de Messine - 75008 Paris).

1.2 Contexte et principaux termes de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 29 novembre 2018, d'un bloc d'actions représentant 9,59% du capital et des droits de vote de la Société (soit 2.893.294 Actions) au prix de 3,20 euros par Action auprès de fonds gérés par la société Amiral Gestion (l'« **Acquisition du Bloc** »). En conséquence de cette acquisition, la participation de l'Initiateur a été portée à 45,69% du capital et des droits de vote de la Société.

Dans la mesure où l'Initiateur, qui détenait entre 30% et 50% du capital et des droits de vote de la Société avant l'Acquisition du Bloc, a, en conséquence de cette dernière, augmenté sa détention d'au moins 1% du capital et des droits de vote de la Société dans une période de douze mois consécutifs, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L.433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF.

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la suite de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur détient 13.787.045 Actions représentant 45,69 % du capital et des droits de vote de la Société[4] ainsi que 13.637.943 BSA 1 et 13.637.943 BSA 2. A la connaissance de la Société, il existe 7.874.670 BSA non détenus par l'Initiateur et non exercés, étant précisé que :

- 24 BSA 1 permettent au porteur qui décide de l'exercer de souscrire à 2 Actions nouvelles de la Société moyennant le paiement d'un prix d'exercice de 32,66 euros par BSA 1 (soit un prix d'exercice total de 65,32 euros pour souscrire à 2 Actions nouvelles) ;

- 28 BSA 2 permettent au porteur qui décide de l'exercer de souscrire à 3 Actions nouvelles de la Société moyennant le paiement d'un prix d'exercice de 42,34 euros par BSA 2 (soit un prix d'exercice total de 127,02 euros pour souscrire à 3 Actions nouvelles).

1.2.2 Autorisations réglementaires

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation réglementaire.

[4] Sur la base d'un capital composé de 30.174.671 Actions et autant de droits de vote théoriques (tel que publié au 31 décembre 2018).

1.2.3 Motifs de l'Offre

L'Offre résulte de l'Acquisition du Bloc. En effet, étant donné que l'Initiateur, qui détenait entre 30 % et 50 % du capital et des droits de vote de la Société avant l'Acquisition du Bloc, a, en conséquence de l'Acquisition du Bloc, augmenté sa détention d'au moins 1 % du capital et des droits de vote de la Société en moins de douze mois consécutifs, il est tenu au dépôt de la présente Offre qui revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF.

L'Offre s'inscrit dans la continuité de l'implication du fondateur de la Société, par l'intermédiaire de l'Initiateur dont il est actionnaire majoritaire, et dans sa volonté d'assurer l'ancrage français, l'indépendance et la pérennité du groupe Parrot.

L'Initiateur, dans son Projet de Note d'Information, a notamment indiqué, s'agissant de ses intentions pour les douze mois à venir :

- détenant déjà le contrôle de la Société, ne pas avoir l'intention de modifier, à raison de l'Offre, la politique industrielle et financière, les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité ;

- avoir l'intention de poursuivre l'activité drones et de conserver le périmètre des sociétés consolidées du groupe ;

- que l'Offre s'inscrivait dans une logique de poursuite de l'activité et du développement à long terme de la Société et ne pas anticiper d'incidence particulière résultant de l'Offre sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines, en dehors de l'évolution normale de l'activité ;

- ne pas envisager de modifier à raison de l'Offre la composition du conseil d'administration ou de l'équipe de direction de la Société en dehors du cours normal des affaires ;

- n'anticiper à raison de l'Offre aucune synergie significative de coûts ou de revenus dont la matérialisation était indentifiable ou chiffrable à la date du Projet de Note d'Information ;

- ne pas envisager de procéder à une fusion entre la Société et l'Initiateur ;

- ne pas prévoir que la Société soit en mesure à court ou moyen terme de distribuer des dividendes ; et

- ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF, dans le cadre de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les Titres de la Société ni de demander à Euronext la radiation des Titres de la Société d'Euronext.

1.2.4 Seuil de caducité de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à la date de sa clôture, l'Initiateur ne détient pas un nombre d'Actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50%, calculée conformément aux dispositions de l'article 231-1 du règlement général de l'AMF (le « **Seuil de Caducité** »).

Compte tenu des Actions acquises par l'Initiateur au titre de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur devra se voir apporter dans le cadre de l'Offre 688.112 Actions représentant environ 2,28% du capital social de la Société pour atteindre le Seuil de Caducité.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue de l'Initiateur et des actionnaires de la Société avant la publication par l'AMF du résultat provisoire de l'Offre initiale, qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Actions ou les BSA de la Société apportés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs, en principe dans les deux (2) jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

En pareille hypothèse, conformément à l'article L.433-1-2 II du Code monétaire et financier, l'Initiateur sera privé, pour toute assemblée générale qui se tiendra jusqu'à ce qu'il détienne un nombre d'Actions correspondant au Seuil de Caducité, des droits de vote attachés aux Actions excédant le seuil d'accroissement annuel d'un pourcent (1 %) visé à l'article L.433-1-2 II du Code monétaire et financier. L'Initiateur ne pourra augmenter sa détention en capital ou en droit de vote à moins d'en informer l'AMF et de déposer un projet d'offre publique en vue d'acquérir une quantité déterminée de Titres de la Société.

1.2.5 Possibilité de renonciation à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a indiqué dans son Projet de Note d'Information se réserver le droit de renoncer à son Offre si celle-ci devenait sans objet ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voyait sa consistance modifiée pendant l'Offre, ou si les mesures prises par la Société avaient pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur.

L'Initiateur ne peut user de cette faculté qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF qui statue au regard des principes posés par l'article 231-3 du règlement général de l'AMF.

En cas de renonciation dans les cas mentionnés ci-dessus, les Titres présentés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

1.2.6 Réouverture de l'Offre

La réouverture de l'Offre (l'« **Offre Réouverte** »), prévue à l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat de l'Offre, sera automatique dans l'hypothèse où le Seuil de Caducité serait atteint. Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera un calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera, en principe, au moins dix (10) jours de négociation.

Les termes de l'Offre Réouverte, la procédure d'apport des Titres à l'Offre Réouverte et la centralisation de l'Offre Réouverte tels que décrits dans le Projet de Note d'Information seront identiques à ceux de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

1.2.7 Situation des titulaires de BSA

Dans le cadre de son augmentation de capital réalisée en décembre 2015, la Société a notamment émis des BSA visant à consentir aux actionnaires un instrument d'intéressement au développement futur de la Société, et de faire participer des Managers à son développement futur.

Les BSA sont incessibles et donc non négociables jusqu'au 15 décembre 2020 (inclus), sous réserve des exceptions prévues dans le prospectus visé le 19 novembre 2015 par l'AMF sous le n°15-590, à savoir notamment le droit pour tout porteur de BSA de céder et d'exercer tout ou partie de ses BSA, dans l'éventualité où les Actions de la Société feraient l'objet d'une offre publique (notamment d'achat, d'échange ou mixte) par un tiers, donnant lieu à la publication par l'AMF, avant le 16 décembre 2020, d'un avis de dépôt de l'offre.

Les BSA seront immédiatement exerçables à compter de la publication par l'AMF de l'avis de dépôt et jusqu'à leur échéance. Par ailleurs, la période d'incessibilité des BSA sera close par anticipation au jour de la publication de l'avis AMF précité. L'exercice des BSA par le porteur donne le droit à recevoir des Actions nouvelles susceptibles d'être présentées à l'Offre. Les porteurs de BSA ont l'option de présenter à l'Offre leurs BSA ou les Actions résultant de l'exercice des BSA. Les porteurs de BSA sont invités à se référer au prospectus susmentionné pour avoir plus de détails sur les BSA, en ce compris leurs modalités d'exercice.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 27.275.886 BSA et l'Offre vise donc 7.874.670 BSA.

L'admission aux négociations des BSA sur Euronext sera demandée, conformément aux dispositions du prospectus susmentionné. Cette admission sera effective préalablement à l'ouverture de l'Offre et permettra aux porteurs de BSA de présenter leur BSA à l'Offre dans le cadre de la centralisation de l'Offre mise en place par Euronext.

1.2.8 Situation des titulaires d'Actions Gratuites

A la date du présent Projet de Note en Réponse, plusieurs plans d'attribution gratuite d'actions au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux ont été mis en place par la Société, tels que notamment décrits à la section 17.2.2 du document de référence de la Société déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2018 sous le numéro D.18-0450 (le « **Document de Référence** »)[5].

Les Actions Gratuites attribuées par le Conseil d'administration ne seront acquises et disponibles, sous réserve des conditions de présence et de performance, qu'à compter du 12 mai 2019 au plus tôt et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre, sous réserve des cas de levée des indisponibilités en application des articles L.225-197-1 et suivants du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité de l'attributaire).

En cas de suite positive de l'Offre, l'Initiateur offrira aux porteurs d'Actions Gratuites de conclure un contrat de liquidité destiné à assurer la liquidité en numéraire des Actions Gratuites qui n'auront pas pu être apportées à l'Offre et dont les principaux termes sont décrits ci-dessous (le « **Contrat de Liquidité** »). Le bénéfice du Contrat de Liquidité sera étendu aux Actions Gratuites dont l'attribution par la Société interviendra en 2019.

Aux termes du Contrat de Liquidité, Horizon consentira une promesse d'achat aux termes de laquelle cette dernière s'engagera irrévocablement à acquérir les Actions Gratuites après l'expiration de la période d'acquisition et/ou de conservation des Actions Gratuites, en cas de faible liquidité des Actions. Ce Contrat de Liquidité comportera également une promesse irrévocable de vente consentie par les bénéficiaires d'Actions Gratuites au bénéfice de l'Initiateur, à défaut d'exercice de la promesse d'achat susvisée.

Le prix d'exercice de la promesse d'achat sera égal au cours moyen de l'Action pondéré par les volumes pendant les 20 jours de bourse précédant la fin de la période d'acquisition et/ou de conservation applicable à chaque Action Gratuite, sans pouvoir excéder le prix de l'Offre (à savoir, 3,20 euros par Action). Pour les besoins des Actions Gratuites dont la période d'acquisition et/ou de conservation expire dans les deux mois de la clôture de l'Offre Réouverte, le cours moyen de l'Action sera réputé égal au prix de l'Offre (3,20 euros par Action).

Le prix d'exercice de la promesse de vente sera lui égal à 3,20 euros par Action.

1.2.9 Situation des titulaires d'Options

A la date du présent Projet de Note en Réponse, plusieurs plans d'attribution d'options de souscription d'Actions au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux ont été mis en place par la Société, tels que notamment décrits à la section 17.2.1 du Document de Référence.

A la connaissance de la Société, le nombre total d'Actions nouvelles susceptibles d'être émises

[5] Le conseil d'administration de la Société a décidé le 28 janvier 2019, sur proposition du Comité des nominations et des rémunérations, le principe de l'attribution de 235.000 actions gratuites au profit des dirigeants sociaux éligibles et de certains salariés de la Société et/ou de ses filiales. L'attribution des actions ne sera définitive qu'à l'expiration d'une période s'achevant le 31 mars 2021 sous réserve de conditions de présence des bénéficiaires et de performance.

en cas d'exercice des Options et susceptibles d'être apportées à l'Offre est de 205.105 Actions.

L'Offre vise donc la totalité des Actions nouvelles susceptibles d'être émises au résultat de l'exercice de ces Options, soit un nombre maximum de 205.105 Actions.

Les bénéficiaires d'Options désirant apporter à l'Offre les Actions auxquelles ces Options donnent droit devront les avoir exercées suffisamment à l'avance pour que les Actions issues de l'exercice de ces Options puissent être apportées à l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre, ou à l'Offre Réouverte au plus tard le jour de l'Offre Réouverte le cas échéant.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 28 janvier 2019 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'Administration de la Société, à l'exception de Mme Natalie Rastoin, étaient présents physiquement ou par conférence téléphonique, à savoir M. Henri Seydoux, BPIFRANCE PARTICIPATIONS, représentée par M. Paul-François Fournier, Mme Agnès Bureau-Mirat, Mme Marie Ekeland, M. Stéphane Marie, M. Jean-Marie Painvin, M. Geoffroy Roux de Bézieux et Mme Anne Samak de la Cerda.

Les termes de l'Offre ont été rappelés aux membres du Conseil d'administration, tels que repris dans le Projet de Note d'Information transmis par l'Initiateur, qui ont ensuite étudié le Projet de Note en Réponse.

Il est précisé que les travaux du cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Péronnet, désigné en qualité d'expert indépendant par la Société en application des dispositions de l'article 261-1, I 1° et 5° du règlement général de l'AMF afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »), ont été menés sous la supervision d'un Comité *ad hoc* composé de M. Stéphane Marie (Président), Mme Marie Ekeland, Mme Agnès Bureau-Mirat et M. Geoffroy Roux de Bézieux, tous membres indépendants du Conseil d'administration de la Société, conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

Le Conseil d'administration a par ailleurs pris acte que le comité d'entreprise de la Société, consulté sur le projet d'Offre dans le cadre de la procédure d'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société, a émis un avis favorable le 20 décembre 2018.

La délibération du Conseil d'administration concernant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

« *Le Président rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration doit émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'Administration ont eu communication :

- *du rapport en date du 28 janvier 2019 établi par l'Expert Indépendant en exécution de sa mission ;*

- *de la recommandation formulée par le Comité ad hoc ;*

- *du projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient notamment les raisons et objectifs de l'Offre, les intentions d'Horizon au cours des douze prochains mois, ainsi que la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établie par la banque Rothschild Martin Maurel, banque présentatrice de l'Offre ;*

- *du projet de note en réponse établi par la Société ;*

- *des projets de documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société et de l'Initiateur ;*

- *de l'avis favorable du comité d'entreprise en date du 20 décembre 2018, consulté dans le cadre de la procédure d'information-consultation des instances représentatives du personnel de la Société relative à l'Offre ;*

- *des projets de communiqués de presse normés relatifs au projet d'Offre.*

Le Président donne la parole à l'Expert Indépendant, pris en la personne de Monsieur Olivier PÉRONNET afin qu'il présente ses travaux finalisés et son rapport au Conseil d'Administration. Il ressort de ces travaux (i) que le prix de 3,20 euros par action Parrot et le prix de 0,01 euro par BSA de tranche 1 et de 0,01 euro par BSA de tranche 2 que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre, sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Parrot et les porteurs de BSA et (ii) l'absence de rupture d'égalité concernant les conditions financières de l'Offre entre les actionnaires d'une part et les porteurs de BSA d'autre part, et l'absence d'accords ou d'opérations connexes susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Le Président remercie Monsieur Olivier PÉRONNET pour sa présentation.

Le Président rappelle que le Comité ad hoc a suivi les travaux de l'Expert Indépendant. Il donne la parole à Monsieur Stéphane Marie afin qu'il présente, au nom du Comité ad hoc, ses observations.

Celui-ci indique qu'au vu du rapport de l'expert indépendant et après avoir noté, notamment, que l'Offre devrait s'inscrire dans le projet de poursuivre dans la durée la politique de développement industrielle du groupe en privilégiant son autonomie et sa pérennité, le Comité ad hoc a unanimement considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux des actionnaires et des salariés et a recommandé, en conséquence, au Conseil d'Administration de rendre un avis favorable sur le projet d'Offre.

Le Président remercie Monsieur Stéphane Marie.

Puis une discussion sur le projet d'Offre s'instaure entre les membres du Conseil d'Administration.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, à l'unanimité de ses membres présents et représentés, étant précisé que Messieurs Henri Seydoux et Jean-Marie Painvin ne participent pas au vote, prend acte, notamment :

- *que le projet d'Offre s'inscrit dans la continuité de l'implication du fondateur de la Société, par l'intermédiaire de l'Initiateur dont il est actionnaire majoritaire, et dans sa volonté d'assurer l'ancrage français, l'indépendance et la pérennité du groupe Parrot ;*

- *que l'Initiateur, détenant déjà le contrôle de la Société, n'a pas l'intention de modifier, à raison de l'Offre, la politique industrielle et financière ainsi que les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité ; qu'il a l'intention de poursuivre l'activité drones et de conserver le périmètre des sociétés consolidées du groupe ;*

- *que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement à long terme de la Société, l'Initiateur n'anticipant pas d'incidence particulière résultant de l'Offre sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines, en dehors de l'évolution normale de l'activité ;*

- *que le prix de l'Offre est de 3,20 euros par action Parrot, offrant une prime de 82,9% sur la base du cours de clôture de la Société du 27 novembre 2018, de 95,4% sur la moyenne des trois jours de bourse ayant suivi l'avertissement sur résultats de la Société (émis le 23 novembre 2018 avant bourse) et de 27,8% sur le cours moyen pondéré par les volumes sur une durée de 60 jours avant l'annonce de l'Offre ;*

- *que le prix de l'Offre est de 0,01 euro par BSA de tranche 1 et de 0,01 euro par BSA de tranche 2 ;*

- *que l'Offre est obligatoire et est réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF ;*

- *que l'Offre est soumise au seuil légal de caducité, soit 50 % des actions ou des droits de vote de la Société ;*

- *que l'Expert Indépendant a conclu que le prix de 3,20 euros par action Parrot et le prix de 0,01 euro par BSA de tranche 1 et de 0,01 euro par BSA de tranche 2 que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre, sont équitables, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Parrot et les porteurs de BSA ;*

- *que l'Expert Indépendant constate également l'absence de rupture d'égalité concernant les conditions financières de l'Offre entre les actionnaires d'une part et les porteurs de BSA d'autre part, et l'absence d'accords ou d'opérations connexes susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre ;*

- *de l'avis favorable rendu par le comité d'entreprise de la Société dans le cadre de la procédure d'information-consultation sur le projet d'Offre le 20 décembre 2018 ;*

- *que l'Offre donne de la liquidité a des conditions équitables pour les actionnaires et les porteurs de BSA qui voudraient sortir compte tenu du profil de risque de la Société et de la volatilité de son activité*

sachant que ceux qui souhaitent accompagner la stratégie du groupe dans la perspective d'un retournement sont en mesure de rester investis dans un contexte capitalistique stabilisé ;

- *de la recommandation du Comité ad hoc qui a unanimement considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux des actionnaires et des salariés et a recommandé, en conséquence, au Conseil d'Administration de rendre un avis favorable sur le projet d'Offre ;*

- *que, en cas de suite positive de l'Offre, l'Initiateur offrira aux porteurs d'actions gratuites de conclure un contrat de liquidité destiné à assurer la liquidité en numéraire desdites actions gratuites qui n'auront pas pu être apportées à l'Offre (le "**Contrat de Liquidité**") et que le bénéfice du Contrat de Liquidité pourra être étendu aux actions gratuites dont l'attribution par la Société interviendra en 2019 ; et*

- *que la société Horizon, en tant qu'initiateur de l'Offre, n'a pas l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions et les BSA de la Société ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions et BSA de la Société du marché réglementé Euronext Paris.*

Au vu des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, étant précisé que Messieurs Henri Seydoux et Jean-Marie Painvin ne participent pas au vote :

- *considère que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*

- *décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;*

- *compte-tenu de l'opportunité qu'elle présente et du caractère équitable des prix proposés dans le cadre de l'Offre, recommande aux actionnaires et porteurs de BSA d'apporter leurs titres à l'Offre ;*

- *approuve le projet de note d'information en réponse de la Société, le projet de document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ainsi que le projet de communiqué normé relatif au projet d'Offre et donne tous pouvoirs au Président Directeur Général ainsi qu'au Directeur Général Délégué, chacun pouvant agir séparément, avec faculté de délégation, pour les finaliser et les déposer auprès de l'AMF ;*

- *décide de ne pas apporter à l'Offre les actions Parrot auto-détenues par la Société, soit 612.179 actions représentant 2,03 % du capital et 2,03 % des droits de vote de la Société au 28 janvier 2019 ;*

- *décide de donner tous pouvoirs au Président Directeur Général ainsi qu'au Directeur Général Délégué, chacun pouvant agir séparément, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre du projet d'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre.*

Enfin, le Président demande aux membres du Conseil d'Administration leurs intentions d'apport ou non des titres (actions et/ou BSA) Parrot que ceux-ci détiennent. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Au cours de la séance du 28 janvier 2019 du Conseil d'administration à l'occasion de laquelle le Conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 2, les administrateurs détenant une Action (M. Stéphane Marie et Mme Anne Samak de la Cerda) ont indiqué leur souhait de la conserver conformément aux statuts de la Société.

M. Geoffroy Roux de Bézieux a indiqué qu'il apporterait l'intégralité de ses Actions sauf une à l'Offre.

Les autres administrateurs ont indiqué qu'ils se prononceraient ultérieurement.

4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Le Conseil d'administration de la Société a, lors de sa séance du 28 janvier 2019, décidé de ne pas apporter à l'Offre les Actions Parrot auto-détenues par la Société.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 612.179 de ses propres Actions.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Il n'existe à la connaissance de la Société aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

6. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

Conformément à l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les éléments mentionnés à l'article L.225-37-5 du Code de commerce sont les suivants :

6.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 4.599.257,54 euros, divisé en 30.174.671 actions ordinaires.

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

CAPITAL SOCIAL ET DROITS DE VOTE DE LA SOCIÉTÉ		
Actionnaires	**Actions**	**% du capital et des droits de vote théoriques[6]**
Horizon	13.787.045	45,69%
Moneta AM	3.195.476	10,59%
Bpifrance Participations	1.552.188	5,14%
Actions auto-détenues	612.179	2,03%
Autres	11.027.783	36,55%
TOTAL	**30.174.671**	**100%**

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il existe 7.874.670 BSA non détenus par l'Initiateur et non exercés, étant précisé que :

- 24 BSA 1 permettent au porteur qui décide de l'exercer de souscrire à 2 Actions nouvelles de la Société moyennant le paiement d'un prix d'exercice de 32,66 euros par BSA 1 (soit un prix d'exercice total de 65,32 euros pour souscrire à 2 Actions nouvelles) ;

- 28 BSA 2 permettent au porteur qui décide de l'exercer de souscrire à 3 Actions nouvelles de la Société moyennant le paiement d'un prix d'exercice de 42,34 euros par BSA 2 (soit un prix d'exercice total de 127,02 euros pour souscrire à 3 Actions nouvelles).

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société, la répartition de la détention des BSA à la date du présent Projet de Note en Réponse :

Actionnaires	**Nombre de BSA 1**	**% des BSA 1**	**Nombre de BSA 2**	**% des BSA 2**	**Nombre de BSA 1 et 2**	**% des BSA 1 et BSA 2**
Horizon[7]	13.637.943	77,60 %	13.637.943	77,60 %	27.275.886	77.60 %
Bpifrance	798.964	4.55 %	798.964	4,55 %	1.597.928	4.55 %
Managers	205.000	1,17 %	5.000	0,03 %	210.000	0,60 %
Public	2.933.371	16,69 %	3.133.371	17,83 %	6.066.742	17,26 %
Total	**17.575.278**	**100** %	**17.575.278**	**100** %	**35.150.556**	**100** %

[6] Les droits de vote théoriques sont calculés sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote (actions auto-détenues et autocontrôlées).

[7] L'Initiateur s'est engagé à céder à des managers de la Société 20% des BSA 1 et BSA 2 qu'il détient, soit 5.455.177 BSA à céder.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

L'article 13 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant 2,5% du capital ou des droits de vote, ou tout multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer la Société du nombre total et du pourcentage d'actions et de droits de vote dont elle est titulaire en lui précisant son identité, par courrier électronique à l'adresse ag@parrot.com confirmé le même jour par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, dans le délai de quatre (4) jours de bourse à compter du franchissement de l'un de ces seuils.

Cette déclaration sera effectuée dans les conditions ci-dessus chaque fois que les seuils susvisés sont franchis, à la hausse comme à la baisse.

A défaut d'avoir été déclarées dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée générale qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la déclaration, à la demande d'un ou de plusieurs actionnaires détenant 2,5% au moins du capital et des droits de vote de la Société.

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts d'actions de la Société, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

6.3 Participations directes et 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 titres depuis le 1er janvier 2018

Depuis le 1er janvier 2018, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Actionnaires	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital et des droits de vote	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
Amiral Gestion	2 février 2018	3.014.243	9,99%	Franchissement à la baisse du seuil de 10%
Amiral Gestion	7 février 2018	3.044.243	10,09%	Franchissement à la hausse du seuil de 10%
Amiral Gestion	6 juillet 2018	2.989.628	9,91%	Franchissement à la baisse du seuil de 10%
Amiral Gestion	27 novembre 2018	0	0%	Franchissement à la baisse du seuil de 5%

Horizon	29 novembre 2018	13.787.045	45,69%	Franchissement à la hausse du seuil de 45%
Moneta	30 novembre 2018	2.522.605	8,36%	Franchissement à la hausse du seuil de 7,5%
Moneta	27 décembre 2018	3.023.798	10,02%	Franchissement à la hausse du seuil de 10%

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

Néant.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

Néant.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

A l'exception de l'obligation pour tout membre du Conseil d'administration d'être propriétaire d'au moins une (1) Action de la Société imposée par l'article 14 de ses statuts, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts.

Aux termes d'un Protocole d'Investissement signé le 19 novembre 2015 entre Bpifrance Participations (« BPI »), Henri Seydoux, Horizon S.A.S. et la Société, il est convenu que BPI bénéficiera du droit d'être représenté au conseil d'administration de la Société selon les modalités suivantes : tant que BPI détiendra 50% des actions souscrites dans le cadre de l'augmentation de capital réalisée en décembre 2015, elle peut proposer, en concertation avec la Société et Horizon, la nomination d'un administrateur de son choix au sein du conseil d'administration de la Société. Le premier administrateur proposé par BPI est Bpifrance elle-même représentée par l'un de ses préposés.

6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires :

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Nature de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
21 juin 2017	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et/ou des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	20/08/2019	Néant	2.299.000 euros
21 juin 2017	Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et/ou des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires dans le cadre d'une offre au public	20/08/2019	Néant	750.000 euros

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Nature de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
21 juin 2017	Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et/ou des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription, dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier	20/08/2019	Néant	15% du capital par an
21 juin 2017	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet, en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'augmenter le nombre de titres à émettre	20/08/2019	Néant	15% du montant de l'émission initiale
21 juin 2017	Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société et/ou des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou des valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription, en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société	20/08/2019	Néant	750.000 euros

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Nature de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
21 juin 2017	Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la Société en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	20/08/2019	Néant	10% du capital au 21/06/2017
21 juin 2017	Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	20/08/2019	Néant	750.000 euros
12 juin 2018	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de mettre en œuvre un programme d'achat d'actions de la Société	11/12/2019	Au titre du contrat de liquidité au 31/12/2018 : - 222 184 actions achetées à un prix moyen de 4,38438 euros (soit un total d'achats de 974 138,26 euros) - 206 213 actions vendues à un prix moyen de 4,68454 euros (soit un total de	10% du capital Montant maximum de 48.000.000 euros Prix unitaire maximum de rachat 40 euros

Date de l'assemblée ayant octroyé ou modifié l'autorisation	Nature de l'autorisation	Date limite de validité	Utilisation effective de ces autorisations	Montant maximal autorisé
			ventes de 966 013,67 euros)	
12 juin 2018	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital par annulation d'actions	11/12/2019	Néant	10% du capital par période de 24 mois
12 juin 2018	Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux salariés ou mandataires sociaux éligibles de la Société ou des sociétés liées	Date de l'assemblée générale statuant sur les comptes annuels de l'exercice clos le 31/12/2018	Néant	1% du capital au 12/06/2018
12 juin 2018	Autorisation donnée au Conseil d'Administration à l'effet d'attribuer gratuitement des actions aux salariés ou mandataires sociaux éligibles de la Société ou des sociétés liées ou à certains d'entre eux	Date de l'assemblée générale statuant sur les comptes annuels de l'exercice clos le 31/12/2018	Néant	1% du capital au 12/06/2018

6.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords significatifs conclus par la Société

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords conclus par la Société qui seraient susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'activité de la Société en cas de modification ou de résiliation en raison d'un changement de contrôle de celle-ci, ni d'accords prévoyant des indemnités pour les dirigeants ou les salariés si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Par ailleurs, à la connaissance de la Société et dans la mesure où, à ce jour, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur, il n'existe aucun accord significatif contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

Il est précisé qu'en cas de cession de la totalité des actions de la Société à un nouvel actionnaire

(vente de la Société), ou au cas où la Société ferait l'objet d'une fusion et serait absorbée, les bénéficiaires d'options de souscription d'actions auront droit automatiquement à l'exercice anticipé de 50% du solde de leurs options et devront exercer lesdites options dans un délai de 90 jours suivant la réalisation définitive de la cession ou de la fusion.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le contrat de travail de Monsieur Gilles Labossière ayant été suspendu au moment de sa nomination en tant que Directeur Général Délégué, un avenant précise qu'en cas de licenciement ne faisant pas suite à une démission de sa part de ses fonctions de Directeur Général Délégué, l'indemnité de licenciement telle que prévue par la Convention collective des cadres de la Métallurgie sera calculée sur les bases suivantes :

- l'ancienneté prise en compte sera celle acquise par Monsieur Labossière depuis le 1er septembre 2008, y compris toute période de suspension du contrat de travail à quelque titre que ce soit et en particulier au titre de l'exercice d'un mandat social ;

- la rémunération prise en compte sera la rémunération moyenne totale (fixe et variable) perçue à quelque titre que ce soit (contrat de travail ou mandat social) par Monsieur Labossière au cours des 12 mois ou des 3 mois précédant la date de notification du licenciement ou la date de rupture du contrat de travail, la plus favorable des moyennes étant retenue.

Dans l'hypothèse où le licenciement de Monsieur Labossière ferait suite à une démission de ses fonctions de Directeur Général Délégué, l'ancienneté serait toujours calculée comme indiqué ci-dessus mais la rémunération prise en compte pour le calcul de l'indemnité de licenciement serait la rémunération moyenne totale (fixe et variable) perçue au cours des 12 mois ou des 3 mois précédant la date de suspension de son contrat de travail, la plus favorable des moyennes étant retenue.

7. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE DE PARROT

L'avis du comité d'entreprise de Parrot du 20 décembre 2018 est reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

Le rapport de l'Expert Indépendant, désigné en application de l'article 261-1 I 1° et 5° du règlement général de l'AMF, est reproduit en Annexe 2 et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS »

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de Parrot (www.corporate.parrot.com)et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

Parrot
174-178, quai de Jemmapes
75010 Paris

10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« *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.* »

Le 29 janvier 2019

Parrot
Représentée par M. Henri Seydoux
Président-Directeur général

LISTE DES ANNEXES

Annexe 1 – Avis du comité d'entreprise

Annexe 2 – Rapport de l'Expert Indépendant

ANNEXE 1
Avis du comité d'entreprise

REUNION CE DU 20 DECEMBRE 2018

PARTICIPANTS

MEMBRES DU COMITE D'ENTREPRISE :

TITULAIRES

Collège ETAM

- M. Matthieu GASTEBOIS

Collège Cadre

- M. Benoît RENAUD
- M. Jérôme LEVEQUE
- M. Jérémie LECLERE

SUPPLEANTS

- M. Didier CASSAN
- M. François FERRAND
- Mme Kim Tâm HUYNH
- M. Antoine BARRAL

DIRECTION :

- M. Jacques BOUCHET, Directeur des Ressources Humaines Groupe
- M. Pierre-Elie FORT, Chargé des affaires sociales et juridiques
- Mme Gwenaëlle LE BOT, RH Parrot Faurecia Automotive
- Mme Anne-Sophie ALLANIC, Apprentie ressources humaines

ABSENTS :

- Mme Laure CHEVALLEY
- M. Jean-Marc PINEAU

Extrait du procès-verbal de la réunion du comité d'entreprise du 20 décembre 2018

1. Restitution de l'avis du Comité d'Entreprise relatif au projet d'OPA de la Société Horizon.

Les membres du CE ont été consultés sur le projet d'OPA par la société Horizon sur la société Parrot SA.

Les membres du CE comprennent que l'intention de M Henri Seydoux, actionnaire majoritaire d'Horizon est de ne rien changer ni aux objectifs de l'entreprise ni à la gouvernance de celle-ci. Son but était d'empêcher une OPA hostile.

Les membres du CE sont favorables au projet d'OPA.

Le Président du CE
Jacques BOUCHET

Le Secrétaire adjoint du CE
Benoit Renaud

ANNEXE 2
Rapport de l'Expert Indépendant

FINEXSI

Parrot

ATTESTATION D'EQUITE

Offre publique d'achat initiée par HORIZON SAS visant les actions et les BSA de la société PARROT SA

28 janvier 2019

14, rue de Bassano - 75116 Paris
Tél. : 01 43 18 42 42
Fax : 01 44 40 04 16
Email : finexsi@finexsi.com

Société de commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Membre de l'organisation A.T.H.
S.A. au capital de 336 813 € - RCS Paris B 415 195 189

Nos travaux ont fait l'objet d'une présentation au Comité ad-hoc en charge de les superviser, puis au Conseil d'Administration du 28 janvier 2019 sur la base d'un rapport détaillé.

Le présent rapport public correspond au rapport présenté au Conseil expurgé des informations jugées sensibles par le management de la Société, car relevant du secret des affaires.

Sommaire

1 Présentation de l'Offre 7

1.1 Société concernée par l'Offre 7

1.1.1 Présentation de la société dont les titres sont visés par l'Offre 7

1.2 Titres visés par l'Offre 7

1.3 Contexte et termes de l'opération 8

1.3.1 Contexte et motifs de l'opération 8

1.3.2 Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir 10

2 Déclaration d'indépendance 12

3 Diligences effectuées 12

4 Limites 13

5 Présentation du groupe PARROT 14

5.1 Présentation du marché et des perspectives 14

5.1.1 Le marché Grand Public 14

5.1.2 Le marché des drones professionnels 17

5.2 Historique du groupe PARROT 19

5.3 Organigramme cible du groupe PARROT 21

5.4 Présentation synthétique des données financières 21

5.4.1 Comptes consolidés du groupe PARROT 21

5.4.2 Analyse des revenus du Groupe 25

5.4.3 Analyse de l'évolution de la rentabilité du Groupe 27

5.5 Conséquences annoncées dans la publication des résultats du 3ème trimestre 2018 28

5.5.1 Informations financières publiées 29

5.5.2 Communication sur la stratégie dans le contexte 29

5.6 Présentation des filiales et participations de PARROT 31

5.6.1 Parrot Drones 31

5.6.2 Pix4D 32

5.6.3 SenseFly 33

5.6.4 Micasense 35

5.6.5 Airinov 36

5.6.6 Autres participations minoritaires 37

5.7 Matrice SWOT 38

6 Evaluation des actions de la société PARROT 39
6.1 Méthodes d'évaluation écartées 39
6.1.1 Actif net comptable consolidé 39
6.1.2 Valeur de rendement (capitalisation du dividende) 39
6.1.3 Comparables boursiers 39
6.1.4 Transactions comparables 40
6.1.5 Valeur liquidative 40
6.1.6 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels 40
6.2 Méthodes d'évaluation retenues 41
6.2.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société - à titre principal 41
6.2.2 Cours de bourse - à titre principal 41
6.2.3 Somme des Parties (Sum Of The Parts – SOTP) – à titre principal 44
6.2.4 Objectifs de cours de bourse des analystes - à titre secondaire 44
6.3 Mise en œuvre de la valorisation de la société PARROT 44
6.3.1 Transactions récentes sur les actions de PARROT– A titre principal 44
6.3.2 Référence au cours de bourse de PARROT – A titre principal 45
6.3.3 Somme des Parties (Sum Of The Parts – SOTP) – A titre principal 47
6.3.4 Objectifs de cours de bourse des analystes – A titre secondaire 65
7 Evaluation des BSA 66
7.1 Exerçabilité durant l'Offre 67
7.2 Valorisation des BSA 67
8 Accords connexes 70
8.1 Contrat d'acquisition des titres entre HORIZON et AMIRAL GESTION 70
8.2 Contrat de liquidité au bénéfice des attributaires de plans d'actions gratuites 70
9 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par la Banque Présentatrice 71
9.1 Choix des critères d'évaluation 71
9.2 Mise en œuvre des différents critères 72
9.2.1 Données financières 72
9.2.2 Transactions récentes réalisées sur le capital de PARROT 72
9.2.3 Analyse du cours de bourse 72
9.2.4 Somme des parties 72
9.2.5 Cours cibles des analystes 73
9.3 Evaluation des BSA par la Banque Présentatrice 74

10 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre 75

10.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation de PARROT 75

10.2 Conclusion 76

Annexe 1 : Présentation de FINEXSI, et déroulement de la mission 78

Annexe 2 : Présentation des sociétés comparables 83

Annexe 2.1 : Comparables boursiers de senseFly 83

Annexe 2.2 : Comparables boursiers de Pix4D 83

La société HORIZON SAS (ci-après « HORIZON » ou « l'Initiateur »), contrôlée par Monsieur Henri SEYDOUX actuel Président directeur général du groupe PARROT (ci-après « PARROT » ou le « Groupe ») qu'il a fondé en 1994, détient aujourd'hui 45,69% du capital de la société mère du Groupe, PARROT SA (ci-après la « Société »), à la suite du rachat d'un bloc de 9,59% de son capital au prix de 3,20 € par action. HORIZON a annoncé en date du 27 novembre 2018 son intention de lancer une Offre Publique d'Achat sur les actions PARROT qu'elle ne détient pas, au même prix de 3,20 € par action (ci-après « le prix d'Offre »), ainsi qu'une offre sur les bons de souscription d'actions à un prix de 0,01 € par bon de souscription d'actions PARROT de tranche 1 (ci-après « BSA 1 ») et de 0,01 € par bon de souscription d'actions PARROT de tranche 2 (ci-après « BSA 2 »), (ci-après globalement « l'Offre »).

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») a été désigné par le Conseil d'administration de PARROT du 4 décembre 2018, en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre de ce projet d'Offre afin d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, en application des dispositions prévues aux alinéas 1 et 5[1] de l'article 261-1 I du Règlement Général AMF.

Le présent rapport présente nos travaux et conclusions, selon le plan ci-avant annoncé.

[1] 1° Lorsque la société visée est 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.

5° Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

1 Présentation de l'Offre

1.1 Société concernée par l'Offre

1.1.1 Présentation de la société dont les titres sont visés par l'Offre

PARROT SA est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le capital social s'élève à 4 599 258 €, divisé en 30 174 671 actions, toutes de même catégorie, admises aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS (code ISIN : FR 0004038263). Le siège social de la société est situé 174-178 quai de Jemmapes à Paris (75010).

La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 394 149 496.

La répartition du capital et des droits de vote exerçables du présent rapport est la suivante :

Parrot SA - Répartition du capital social

Détenteur	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de votes	% des droits de vote
Horizon	13 787 045 (1)	45,69%	13 787 045	46,64%
Moneta AM	3 195 476	10,59%	3 195 476	10,81%
BPI France Participations SA	1 552 188	5,14%	1 552 188	5,25%
PARROT S.A. (autodétention)	612 179	2,03%		0,00%
Autres	11 027 783	36,55%	11 027 783	37,30%
TOTAL	**30 174 671**	**100,00%**	**29 562 492**	**100,00%**

Source : note d'information

(1) : après acquisition du bloc de 9,59% auprès d'Amiral Gestion

PARROT SA est la société de tête du groupe PARROT, premier groupe européen dédié au développement, à la production et à la commercialisation de drones à destination du Grand Public et des professionnels.

1.2 Titres visés par l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'opération sont issues du projet de note d'information établie par l'Initiateur en date du 28 janvier 2019, à laquelle il convient de se référer.

« *A la date du présent projet de note d'information (le « Projet de Note d'Information »), et à la suite de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur détient 13.787.045 Actions représentant 45,69 % du capital et des droits de vote de la Société ainsi que 13.637.943 BSA 1 et 13.637.943 BSA 2.*

« L'Offre porte sur :

(a) la totalité des Actions de la Société :

(i) qui sont d'ores et déjà émises, non encore détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, seul ou de concert, à l'exception des 612.179 Actions auto-détenues par la Société , soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent Projet de Note d'Information, un nombre total maximum de 15.775.447 Actions de la Société, représentant 52,28% du capital social et 52,28% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 30.174.671 Actions et 30.174.671 droits de vote théoriques ;

(ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice des BSA émis par la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent Projet de Note d'Information, un maximum de 749.969 Actions de la Société ; et

(iii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice des options de souscription d'Actions (les « Options ») attribuées par la Société pour autant qu'elles soient exerçables avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent Projet de Note d'Information, un maximum de 205.105 Actions de la Société.

(b) la totalité des BSA en circulation et qui ne sont pas détenus par l'Initiateur, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, seul ou de concert, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent Projet de Note d'Information, 7.874.670 BSA.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les actions gratuites de la Société attribuées entre le 12 mai 2016 et le 28 janvier 2019 et dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre ou, le cas échant, de l'Offre Réouverte, sous réserve des cas d'exercice anticipé prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent Projet de Note d'Information, 726.850 actions de la Société (les « Actions Gratuites»). »

1.3 Contexte et termes de l'opération

1.3.1 Contexte et motifs de l'opération

1.3.1.1 Contexte de l'Offre

« Le 27 novembre 2018, l'Initiateur a conclu un contrat d'acquisition (le « Contrat d'Acquisition ») avec Amiral Gestion (le « Vendeur ») au titre duquel l'Initiateur s'est engagé à acquérir auprès du Vendeur 2.893.294 Actions, représentant environ 9,59 % du capital social de la Société, au prix de 3,20 euros par Action.

Le règlement hors-marché de l'Acquisition du Bloc est intervenu le 29 novembre 2018.

Le 30 novembre 2018, le conseil d'administration de la Société (le « Conseil d'Administration ») s'est réuni pour constituer un comité ad hoc, composé de quatre membres indépendants : Monsieur Stéphane Marie, en qualité de président du comité ad hoc, Mesdames Marie Ekeland, Agnès Bureau-Mirat et Monsieur Geoffroy Roux de Bézieux. Ce comité ad hoc a été mis en place aux fins de (i) recommander la nomination d'un expert indépendant dans le cadre de l'Offre, (ii) superviser la mission de l'expert indépendant et (iii) émettre une recommandation au Conseil d'Administration sur l'Offre, étant rappelé que le Conseil d'administration sera tenu d'émettre un avis motivé sur l'Offre (lequel avis motivé figurera dans le projet de note en réponse de la Société), après avoir pris connaissance notamment du rapport de l'expert indépendant, de l'avis du comité ad hoc et de l'avis du comité d'entreprise.

Le 4 décembre 2018, le Conseil d'administration s'est réuni pour désigner l'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre. Conformément à la recommandation du comité ad hoc, le Conseil d'Administration a décidé à l'unanimité de ses membres, étant précisé que M. Henri Seydoux et M. Jean-Marie Painvin se sont abstenus de prendre part au vote, de désigner FINEXSI, représenté par M. Olivier PERONNET, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

La Société a par ailleurs engagé les procédures d'information et de consultation du comité d'entreprise immédiatement après l'annonce de la signature du Contrat d'Acquisition. Le comité d'entreprise a rendu un avis positif sur l'Offre le 20 décembre 2018 ».

1.3.1.2 Motifs de l'Offre

« L'Offre résulte de l'Acquisition du Bloc. En effet, étant donné que l'Initiateur, qui détenait entre 30 % et 50 % du capital et des droits de vote de la Société avant l'Acquisition du Bloc, a, en conséquence de l'Acquisition du Bloc, augmenté sa détention d'au moins 1 % du capital et des droits de vote de la Société en moins de douze mois consécutifs, il est tenu au dépôt de la présente Offre qui revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-5 du règlement général de l'AMF.

L'Offre s'inscrit dans la continuité de l'implication du fondateur de la Société, par l'intermédiaire de l'Initiateur dont il est actionnaire majoritaire, et dans sa volonté d'assurer l'ancrage français, l'indépendance et la pérennité du groupe Parrot.».

Dans ce contexte, nous comprenons que le projet d'Offre présente pour l'Initiateur un caractère obligatoire qui s'inscrit dans le respect de la réglementation boursière lui imposant de proposer à l'ensemble des actionnaires un prix au moins identique à celui payé pour le bloc d'AMIRAL GESTION. Pour les actionnaires de la société dont les titres sont la cible de l'opération, l'Offre est facultative et l'Initiateur a annoncé sa volonté de ne pas mettre en œuvre de procédure de Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre, le choix d'apporter ou non leurs titres à l'Initiateur reviendra donc à chaque actionnaire.

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

Selon le projet de note d'information en date du 28 janvier 2019 :

« A la date du présent Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, et l'Initiateur n'a pas connaissance d'un tel accord, à l'exception de l'Acquisition du Bloc ».

1.3.2 Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir

1.3.2.1 Intentions relatives à la stratégie et à la politique industrielle et financière

« L'Initiateur détenant déjà le contrôle de la Société, il n'a pas l'intention de modifier, à raison de l'Offre, la politique industrielle et financière ainsi que les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité. L'Initiateur a l'intention de poursuivre l'activité drones et de conserver le périmètre des sociétés consolidées du groupe ».

1.3.2.2 Intentions en matière d'emploi

« L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement à long terme de la Société et l'Initiateur n'anticipe pas d'incidence particulière résultant de l'Offre sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines, en dehors de l'évolution normale de l'activité ».

1.3.2.3 Composition des organes sociaux et de la direction de la Société

« Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de :

- *Monsieur Henri Seydoux (Président du conseil d'administration et directeur général) ;*
- *Monsieur Jean-Marie Painvin ;*
- *Monsieur Geoffroy Roux de Bezieux* ;*
- *Monsieur Stéphane Marie* ;*
- *Madame Natalie Rastoin* ;*
- *Madame Agnès Bureau-Mirat* ;*
- *Madame Anne Samak de la Cerda* ;*
- *Madame Marie Ekeland* ; et*
- *Bpifrance Participations S.A. représentée par Monsieur Paul-François Fournier.*

**Administrateurs indépendants*

La direction de la Société est actuellement assurée par Monsieur Henri Seydoux (Président directeur général).

L'Initiateur n'envisage pas de modifier à raison de l'Offre la composition du conseil d'administration ou de l'équipe de direction de la Société en dehors du cours normal des affaires.

Par ailleurs, la Société continuera de se conformer aux recommandations du Code de Gouvernance des Petites et Moyennes Valeurs de Middlenext ».

1.3.2.4 Intérêt de l'Offre pour les sociétés et leurs actionnaires

« L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions et/ou BSA à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation.

Les actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre bénéficieront d'une prime offerte correspondant à 82,9 % sur la base du cours de clôture de la Société, et à 95,4% sur la moyenne des trois jours de bourse ayant suivi l'avertissement sur résultats de la Société (émis le 23 novembre 2018 avant bourse) [2]».

1.3.2.5 Synergies – Gains

« L'Initiateur n'ayant pas l'intention de modifier la stratégie et le modèle opérationnel de la Société, il n'anticipe aucune synergie significative de coûts ou de revenus dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du présent Projet de Note d'Information ».

1.3.2.6 Intentions concernant une éventuelle fusion

« À la date du présent Projet de Note d'Information, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre la Société et l'Initiateur ».

1.3.2.7 Intentions concernant un retrait obligatoire et la radiation des Actions et BSA de la Société

« L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les Actions et les BSA de la Société ni de demander à Euronext Paris la radiation des Actions et BSA de la Société du marché réglementé Euronext Paris ».

1.3.2.8 Politique en matière de distribution de dividendes

« Il est rappelé que la Société n'a pas distribué de dividendes au titre des trois derniers exercices.

L'Initiateur ne prévoit pas que la Société sera en mesure à court ou moyen terme de distribuer des dividendes. »

[2] Les primes sont exprimées par rapport aux cours moyens de la Société pondérés par les volumes

2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés :

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

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

3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe 1.

Nos diligences ont principalement consisté en :

- la prise de connaissance détaillée de l'Offre envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- l'examen des modalités de l'acquisition du bloc de titres réalisée préalablement à l'Offre, au regard notamment du principe d'égalité de traitement des différents actionnaires ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de PARROT, et l'examen du positionnement du prix d'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation ;
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre, ROTHSCHILD MARTIN MAUREL (ci-après « ROTHSCHILD ») ;
- l'analyse des remarques formulées par un actionnaire minoritaire qui nous a contacté, telles que décrites ci-après (cf. § 6.3.3.12) ;
- l'obtention d'une lettre d'affirmation sur certains points particuliers, tant de la part de l'Initiateur que de la Société cible ;
- la rédaction d'une attestation d'équité exposant les travaux de l'Expert Indépendant, dans le cadre de l'évaluation de l'action PARROT, et son opinion sur le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre sur les actions et sur chacune des deux catégories de BSA visées.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) préparées par la Société au titre des derniers exercices clos.

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

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

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de ROTHSCHILD tels que présentés dans son rapport d'évaluation « *Parrot - Synthèse de valorisation* » et résumés dans la note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec leurs représentants.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4 Limites

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics, et les informations qui nous ont été transmises par PARROT et ses conseils, ainsi que par ROTHSCHILD MARTIN MAUREL en qualité de Banque Présentatrice de l'Offre. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence, et qui n'ont été collectées que pour le strict besoin de notre mission. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

5 Présentation du groupe PARROT

5.1 Présentation du marché et des perspectives

Le marché des drones peut être divisé en deux principaux segments :

- les drones destinés au Grand Public pour une utilisation individuelle orientée sur le loisir ;
- les drones destinés aux professionnels, qui offrent des applications variées pour différentes activités.

5.1.1 Le marché Grand Public

Le secteur Grand Public est un secteur jeune, sur lequel PARROT a été pionnier lorsqu'il a lancé en 2010 son *PARROT AR. Drone*. Originellement développé à partir des innovations provenant des télécommunications, ce nouveau produit Grand Public a permis l'essor de drones sur un marché en forte croissance à l'origine.

Dans ce marché très compétitif de technologies avancées, les fabricants de drones Grand Public doivent innover en permanence afin d'offrir de nouvelles fonctionnalités pour différents usages et ainsi conserver l'intérêt de leurs utilisateurs.

Le drone, et plus spécialement le mini-drone, est ainsi un exemple d'innovation ayant affecté le secteur aéronautique. Initialement préemptés par les *hobbyistes*, passionnés d'aéromodélisme, les drones ont vite été adoptés par d'autres catégories d'utilisateurs, séduits par la caméra embarquée permettant de prendre des photos ou des vidéos dans des situations davantage variées.

Les constructeurs ont ainsi élargi leurs gammes, en adaptant les catégories de drones vendus à leur clientèle potentielle. Il se distingue 3 principales grandes catégories de produits :

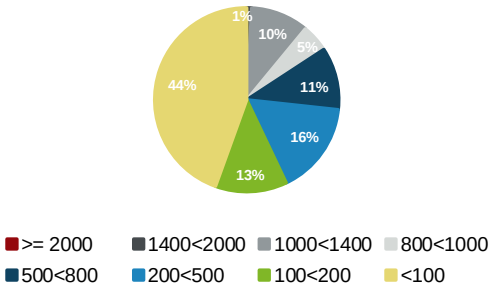
1. les mini drones, à un prix relativement faible, utilisés principalement, mais non exclusivement, comme un jouet par les enfants ;
2. les micro-drones, d'une taille plus importante, disposant d'une autonomie et de technologies plus approfondies, qui permettent un usage plus qualitatif du drone ;
3. les drones plus sophistiqués, qui disposent de logiciels embarqués, d'optique et de capteurs plus performants, dont le prix est plus élevé et qui peuvent être davantage orientés vers les « petits professionnels », parfois qualifiés de *Prosumers*.

Le marché des drones pour le Grand Public serait estimé par certains analystes à environ 2 milliards de dollars en 2017[3]. Il faut toutefois relever que les estimations de marché sont difficiles car de nombreux acteurs, et en particulier le leader DJI, ne publient pas leur chiffre d'affaires.

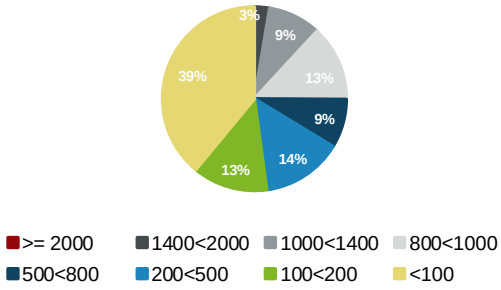
[3] Source : https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2017-02-09-gartner-says-almost-3-million-personal-and-commercial-drones-will-be-shipped-in-2017.

La ventilation des ventes entre les différentes catégories de drones, distinguées par gamme de prix, est présentée dans les graphiques ci-après.

Répartition des ventes de Q1 à Q3 2016 par gamme de prix en euros (base volume)



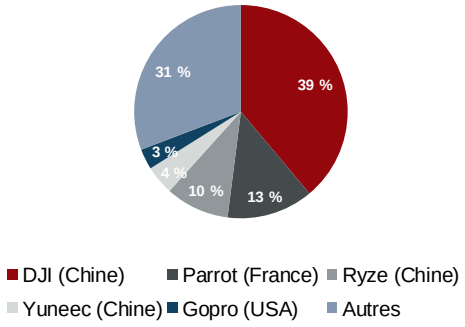
Répartition des ventes de Q1 à Q3 2018 par gamme de prix en euros (base volume)



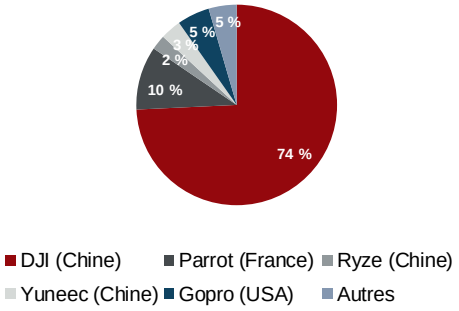
Source : Q3 2018 Analysis (GfK & NPD Data), marchés US, France, Allemagne et UK

Dans un contexte de concurrence forte, ce secteur est largement dominé par les fabricants de drones chinois et en particulier DJI, comme le montrent les graphiques ci-après.

Parts de marché Q3 18 (en volume)



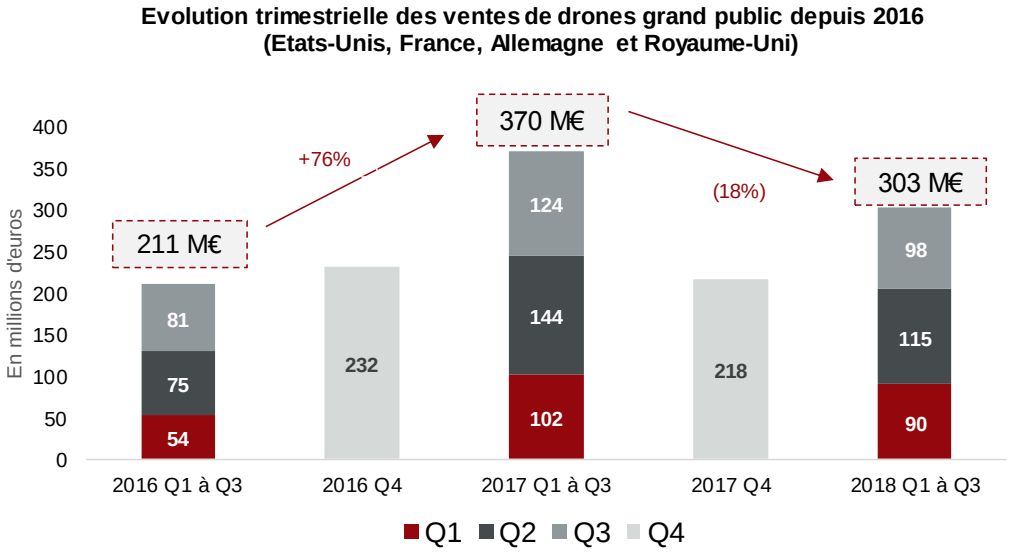
Parts de marché Q3 2018 (en valeur)



Source : Q3 2018 Analysis (GfK & NPD Data), marchés US, France, Allemagne et UK

Après plusieurs années de croissance soutenue, le marché des drones Grand Public a été marqué au second semestre 2018 par un ralentissement brutal. Avec un taux de pénétration stabilisé entre 8 % et 10 % et des taux de renouvellement qui ne permettent pas le maintien des volumes de ventes historiques de drones, les fabricants n'ont pas réussi à renouveler le parc installé ni à convaincre de nouveaux utilisateurs.

Evolution de la répartition des ventes entre 2016 et 2018



Source : Q3 2018 Analysis (GfK & NPD Data), marchés US, France, Allemagne et UK

Sans connaître les ventes du quatrième trimestre 2018, si l'on se réfère aux ventes des trois premiers trimestres, on observe qu'après des années de croissance, 2018 marque une rupture avec une baisse importante des ventes Grand Public.

Par ailleurs, l'environnement règlementaire joue également un rôle important dans le potentiel de développement des drones Grand Public. En France notamment, l'utilisation en extérieur de drones et de modèles réduits est soumise à la règlementation contraignante en place dans l'aviation civile.

Le survol de zones d'habitation est prohibé rendant l'utilisation de drones en ville interdite, le pilotage des drones doit s'effectuer à vue, ce qui limite les possibilités de déplacement du drone en distance et la hauteur maximale des vols est de 150 mètres. Enfin, le respect de la vie privée interroge sur la confidentialité des informations récupérées.

Le renforcement ou la complexification de la réglementation relative aux drones de loisirs dans différents états sont donc des risques qui pèsent sur le développement à long terme des activités Grand Public ou semi-professionnelles, en déclin en 2018.

5.1.2 Le marché des drones professionnels

Les drones destinés au Grand Public pour une utilisation loisir représentent à date la majorité des drones vendues (en nombre d'unités) devant les appareils à vocation professionnelle, dont la technologie embarquée et les prix de vente sont très supérieurs. Cependant le segment des drones professionnels est aujourd'hui en croissance à mesure que les applications professionnelles se développent.

Cette tendance devrait se poursuivre et s'amplifier dans les prochaines années. En effet, selon les études sectorielles disponibles, ce marché estimé à 2 milliards de dollars en 2017, pourrait atteindre près de 15 milliards de dollars à horizon 2022[4], (soit une croissance annuelle moyenne de près de 50%), et bénéficier à un grand nombre de secteurs[5], parmi lesquels :

- le secteur agricole, pour lequel les drones sont utilisés pour analyser les cultures et optimiser les récoltes ou encore cartographier les terrains ;
- le secteur des bâtiments, de l'infrastructure ou de la construction, pour lesquels les drones apportent des solutions innovantes en termes de cartographie, d'inspection, ou encore de vérification pendant la construction ;
- le secteur des médias et du divertissement, pour lesquels les drones sont des solutions originales pour réaliser des vidéos ou prendre des photos, dans un but commercial et/ou publicitaire ;
- le secteur logistique, les drones permettant le transport de marchandises, voire à plus long terme des passagers ;
- le secteur de la sécurité et de la surveillance, qui offre des possibilités de croissance sur différents segments d'activités tactiques ou militaires.

Pour autant, si le potentiel de croissance des activités professionnelles paraît considérable sur les années à venir, il faut relever que les utilisateurs finaux dans le secteur des drones professionnels, notamment ceux auxquels s'adressent PARROT et ses filiales, constituent des marchés aujourd'hui relativement peu développés et très morcelés.

Ces marchés, en effet, confinent les activités de drones professionnels dans une atomisation de marchés de niche, pour lesquels chaque acteur doit proposer une offre spécifique à ses différents clients potentiels.

A titre d'exemple, les solutions développées par les fabricants de drones dans l'optimisation des récoltes agricoles sont généralement considérées prometteuses, sans que cela débouche sur un succès commercial, en raison notamment de la domination du modèle d'agriculture intensive qui ne favorise pas les investissements de la part des agriculteurs.

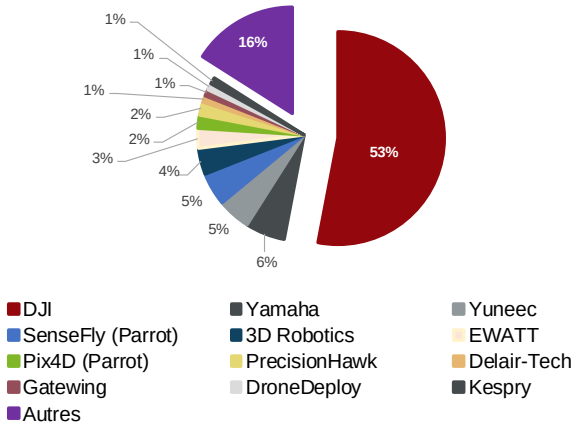
De même, les activités liées à la cartographie et à l'inspection doivent reposer sur une offre qualitative, qui se traduise par des volumes de vente suffisants pour soutenir les investissements technologiques importants à réaliser pour développer des solutions pertinentes.

[4] Source: « *The commercial Unmanned Aerial Vehicle (UAV) Market* », Interact Analysis, août 2017.
[5] Idem

Enfin, on peut également relever que le potentiel de développement des drones à destination d'activités militaires et de sécurité, dépend impérativement d'innovations technologiques et de capacité d'intégration dans le domaine public qui restent à ce jour hypothétiques pour la quasi-totalité des fabricants de drones (durée d'autonomie, robustesse, furtivité, gestion des vols en milieux urbains, fiabilité du vol dans des conditions difficiles, ...).

Le marché des drones professionnels est donc aujourd'hui un marché peu mature, morcelé sur de multiples applications et caractérisé par une proportion importante de petits acteurs qui affichent moins de 10 M$ de chiffre d'affaires annuels, face à DJI qui capte plus de la moitié des revenus générés dans le secteur des drones professionnels, avec une part importante du secteur des médias et du divertissement.

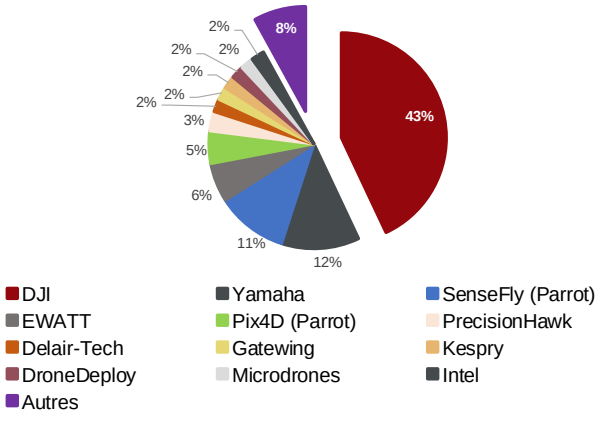
Parts de marché des drones professionnels (CA 2016)



Source : Interact Analysis

Toutefois, si les applications semi-professionnelles (*prosumers*) sont retraitées de ces parts de marché, nous pouvons observer que la domination de DJI sur le marché des drones à vocation de segments industriels adressés par les filiales de PARROT (PIX4D et SENSEFLY, seules recensées dans la présente étude), est moins forte.

Parts de marché sur les drones industriels (CA 2016)



Source : Interact Analysis

Ce constat peut toutefois s'analyser comme un risque pour les parts de marché des autres fabricants de drones : de la même façon que pour les drones Grand Public, la domination de DJI sur le marché des drones professionnels ne cesse de croître du fait d'une capacité d'innovation accrue liée à sa taille et d'une diversification de son offre, qui dépasse progressivement les activités liées aux médias/vidéo ou au divertissement.

Les acteurs de ce marché se positionnent aujourd'hui à la fois sur le segment de la vente de drones et sur celui de la prestation de services. Selon *Interact Analysis*, une spécialisation de ces acteurs sur l'un ou l'autre devrait intervenir dans les années à venir.

Actuellement, les prestataires de services se répartissent principalement en deux catégories bien distinctes. En premier lieu, de petites structures spécialisées sur un seul « vertical » pour des clients finaux généralement de taille similaire (par exemple du pilotage de drones pour le compte de petites exploitations agricoles).

En second lieu, des prestataires de services qui ont déjà choisi d'adopter le drone comme outil central de leur offre, notamment en ce qui concerne le secteur de l'inspection de bâtiments. Ce type d'acteurs a tendance à travailler avec des sociétés de taille plus importante. Il est prévu que cette seconde catégorie d'opérateurs domine à terme le marché du service associé aux drones.

Pour l'heure, en conséquence d'un manque de maturité du marché et des opérateurs de drones, les sociétés de drones professionnels travaillent en direct avec les clients finaux. La possible démocratisation de l'utilisation du drone comme outil professionnel constitue un potentiel de développement important pour la filière.

5.2 Historique du groupe PARROT

La société PARROT, fondée par M. Henri SEYDOUX en date du 28 février 1994, concevait et commercialisait initialement des technologies de reconnaissance vocale ou liées à l'acoustique comme des agendas électroniques à reconnaissance vocale.

Entre 2001 et 2005, s'appuyant sur sa maîtrise de la technologie Bluetooth ®, le Groupe a connu un développement rapide, avec la commercialisation de produits à destination des automobilistes comme des kits mains libres Bluetooth ® pour véhicules en 2001, ou d'autoradios en 2005.

En 2006, afin de « *soutenir le très fort rythme de croissance (…) et de renforcer la flexibilité financière* »[6] du Groupe, la société a été introduite en bourse sur Euronext. La même année, PARROT a encore élargi sa gamme en proposant des produits sans-fil pour téléphones mobiles comme le cadre photo connecté (*PARROT Photo Viewer* ®) ou l'enceinte sans fil (PARROT *Sound System* ®).

A partir de 2008, PARROT a également connu un développement rapide sur le marché des systèmes de communication mains-libres en fournissant ces technologies issues du grand public directement aux constructeurs de véhicule (ancienne activité PARROT AUTOMOTIVE OEM).

[6] Déclaration de M. Henri SEYDOUX cité dans le communiqué de presse annonçant l'introduction en bourse de la société daté du 13 juin 2006.

En 2010, PARROT a créé le marché des drones civils avec la commercialisation du premier drone connecté par smartphone à destination du Grand Public, le PARROT *AR. Drone*. En 2012, le Groupe s'est également positionné sur le marché des drones à usage professionnel en investissant dans les sociétés PIX4D ou SENSEFLY.

Le développement du Groupe sur ces marchés des drones civils et professionnels s'est appuyé d'une part sur des opérations de croissance externe[7], et, d'autre part, sur la commercialisation en 2016 de nouveaux produits ou services comme le PARROT *Disco Drone* ou encore le lancement d'une offre de services dédiée aux professionnels de l'agriculture, de l'immobilier, etc.

Pour accompagner cette forte croissance et financer ses investissements, le Groupe a procédé, le 12 décembre 2015, à une augmentation de capital de 300 M€ par émission d'actions nouvelles assorties de Bons de souscription d'action au cours de 17 € par action.

En 2017, face aux difficultés importantes causées par la forte concurrence du constructeur chinois de drones, DJI, le Groupe a mis en œuvre un projet de réorganisation de son activité ayant pour effet notamment une réduction de ses effectifs de 250 personnes (cf. § 5.4).

Par ailleurs, dans ce contexte, afin de se concentrer sur la seule activité des drones, et disposer de ressources supplémentaires, le Groupe s'est séparé de son activité de systèmes de communication mains-libres et d'*infotainment* (PARROT AUTOMOTIVE OEM) pour la voiture au profit du groupe FAURECIA (cf. § 5.4.1).

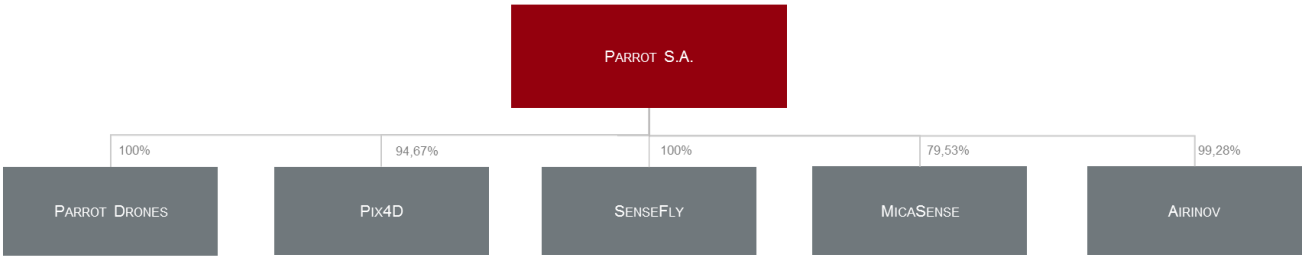
En termes d'offre, PARROT a décidé d'abandonner le développement et la commercialisation des objets connectés : pots de fleurs connectés, casques hi-fi, etc., et de réduire fortement sa gamme de drones pour se concentrer sur la commercialisation d'un nouveau drone : l'*Anafi*, destiné à proposer une alternative solide sur le marché Grand Public et permettre la croissance du groupe PARROT, et en particulier de PARROT DRONES. En conséquence, l'activité du Groupe repose désormais essentiellement sur les drones.

Fin 2018, en raison d'une nouvelle contraction significative du marché Grand Public et de résultats très décevants pour l'*Anafi*, la société a annoncé une nouvelle réorganisation de ses activités (dont l'organigramme cible est présenté ci-après), et la mise en œuvre d'un second plan de départ d'une centaine d'employés des services commerciaux et de production principalement.

[7] Acquisitions de VARIOPTIC (spécialisé en lentille numérique) en 2011, d'AIRINOV (drones pour l'agriculture), MICASENSE (capteurs pour drones agricoles), EOS INNOVATION (robot pour l'inspection) ou d'ICONEM (drones pour l'archéologie) en 2015.

5.3 Organigramme cible du groupe PARROT

Organigramme cible simplifié du Groupe PARROT



Source: Information société

5.4 Présentation synthétique des données financières

5.4.1 Comptes consolidés du groupe Parrot

L'évolution du compte de résultat de PARROT sur les 5 derniers exercices est résumée ci-après.

A l'exception de l'estimé des comptes 2018 pour lesquels l'audit est en cours à la date du présent rapport, les comptes consolidés des 4 derniers exercices clos ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de PARROT, les cabinets KPMG et ERNST&YOUNG.

Parrot - Compte de résultat consolidé

(M€)	2014	2015	2016 (1) Proforma	2017	2018 estimé
Chiffre d'affaires	244	326	166	152	109
Coût des ventes	(115)	(174)	(140)	(101)	(73)
Marge brute	**129**	**153**	**27**	**51**	**36**
% du CA	*53%*	*47%*	*16%*	*34%*	*33%*
Frais de R&D	(50)	(58)	(53)	(37)	(38)
% du CA	*(21)%*	*(18)%*	*(32)%*	*(24)%*	*(35)%*
Frais commerciaux	(46)	(59)	(68)	(45)	(37)
Frais généraux	(17)	(20)	(20)	(17)	(17)
Production	(15)	(17)	(17)	(10)	(9)
Résultat opérationnel courant	**1**	**(0)**	**(131)**	**(58)**	**(65)**
Autres produits et charges	(1)	2	(5)	(12)	(38)
Résultat opérationnel	**1**	**2**	**(137)**	**(69)**	**(102)**
% du CA	*0 %*	*1 %*	*(82)%*	*(46)%*	*(94)%*
Coût de l'endettement financier net	0	0	(2)	(5)	(0)
Autres produits et charges financiers	0	1			(1)
Quote-part du résultat dans les entreprises MEE	-	(1)	0	(7)	(8)
Résultat des activités abandonnées	-	-	5	44	
Impôt	(4)	(0)	(8)	(1)	1
Résultat net	**(3)**	**2**	**(141)**	**(39)**	**(110)**
Résultat net part du groupe	**0**	**0**	**(138)**	**(38)**	**(110)**

Sources : Documents de référence 2014 à 2017 et chiffres estimés 2018 communiqués par la Société
(1) Retraité du périmètre Parrot Automotive cédé à Faurecia

Il convient de relever que les exercices 2014 et 2015 ne sont pas comparables dès lors qu'ils intègrent la contribution de l'activité PARROT AUTOMOTIVE OEM ayant été cédée au troisième trimestre 2018 contre un montant total de 108,5 M€[8] en date du 1er octobre 2018[9].

Dans la mesure où cette cession définitive s'inscrivait dans le cadre d'un partenariat stratégique pour lequel FAURECIA et PARROT étaient entrés en discussion exclusive le 6 décembre 2016, la Société a comptabilisé, dès la clôture de l'exercice 2016, la contribution de la branche PARROT AUTOMOTIVE OEM en « activité destinée à être vendue » puis présenté des comptes consolidés retraités de la contribution de cette activité.

S'agissant des comptes estimés 2018, nous précisons que la dégradation du résultat opérationnel intègre la dépréciation des écarts d'acquisition à hauteur de 42 M€ comptabilisée en autres produits et charges.

L'analyse des performances opérationnelles du Groupe est réalisée ci-après.

[8] Montant payé en deux tranches par l'intermédiaire de la souscription d'obligations convertibles en action PARROT AUTOMOTIVE par FAURECIA en 2016 puis en numéraire pour la quote-part du capital restant à acquérir au 1er octobre 2018.

[9] Le communiqué du 1er octobre 2018 précise que « *Parrot Faurecia Automotive continuera à bénéficier de la licence de la marque « Parrot » jusqu'au terme convenu, soit fin 2021, en contrepartie de redevances assises sur le chiffre d'affaires de Parrot Automotive.* »

Le bilan consolidé de PARROT sur les 4 derniers exercices se présente comme suit :

Parrot - Bilan consolidé

(M€)	2014	2015	2016 (1) Proforma	2017	2018 estimé
Ecarts d'acquisition	40	58	44	42	0
Autres immobilisations incorporelles	43	41	4	1	1
Immobilisations corporelles	9	10	8	4	3
Participations dans les sociétés mises en équivalence	-	1	1	107	6
Actifs financiers	6	5	4	6	4
Impôts différés actifs	2	9	1	0	0
Actifs non courants	**101**	**125**	**61**	**161**	**15**
Stocks	32	68	46	23	21
Créances clients	63	85	60	40	26
Créances diverses	26	24	28	21	20
Autres actifs financiers courants	19	158	28	13	10
Trésorerie et équivalents de trésorerie	70	193	200	145	151
Actifs classés comme détenus en vue de la vente			83		
Total Actif	**311**	**654**	**507**	**403**	**243**
Capital social	2	5	5	5	5
Primes d'émission et d'apport	51	331	332	332	332
Réserves hors résultat de la période	131	84	87	(48)	(65)
Résultat de la période - Part du Groupe	(3)	0	(138)	(38)	(110)
Ecarts de conversion	3	5	5	4	4
Capitaux propres attribuables aux actionnaires de Parrot S.A.	**184**	**425**	**290**	**254**	**166**
Participations ne donnant pas le contrôle	(1)	1	(2)	(3)	(2)
Dettes financières non courantes	5	17	1	42	1
Provisions pour retraites et engagements assimilés	3	2	2	1	1
Impôts différés passifs	0	1	0	2	0
Autres provisions non courantes	-	-	0	-	7
Autres dettes non courantes	21	55	28	27	6
Passifs non courants	**29**	**75**	**31**	**72**	**16**
Dettes financières courantes	7	2	42	-	-
Provisions courantes	9	12	16	14	10
Dettes fournisseurs	61	85	52	38	27
Dette d'impôt courant	2	5	2	0	0
Autres dettes courantes	20	49	61	28	27
Passifs non courants					
Passifs classés comme détenus en vue de la vente			14		
Total Passif	**311**	**654**	**507**	**403**	**243**

Sources : Documents de référence 2014 à 2017 et chiffres estimés 2018 communiqués par la Société
(1) Retraité du périmètre Parrot Automotive cédé à Faurecia

Les participations dans les sociétés mises en équivalence au 31/12/2017 concernaient essentiellement l'activité PARROT AUTOMOTIVE OEM dont le contrôle a été cédé à FAURECIA en 2016 (voir ci-avant). La participation résiduelle du Groupe dans l'activité avait donc été reclassée « *d'actifs classés comme détenus en vue de la vente* » vers le poste « *participations mises en équivalence* ». En suite de la finalisation de cette sortie en octobre 2018, la dette financière y afférente et ce compte ont été soldés.

La trésorerie disponible a été significativement affectée par les exercices fortement déficitaires entre 2016 et 2018. Les disponibilités du Groupe ont ainsi diminué de 193 M€ entre 2015 (351[10] M€), année de l'augmentation de capital de 300 M€, et 2018 estimé (161[11] M€), étant observé que ce dernier montant inclut la part numéraire de la cession de l'activité AUTOMOTIVE OEM à FAURECIA de 67 M€.

En termes d'endettement, la société a remboursé, en 2017, de manière anticipée, le crédit de croissance externe qui apparaissait à son bilan à la clôture 2016 pour 42 M€.

Dans le but d'analyser l'évolution de la trésorerie nette du Groupe, nous reprenons de manière synthétique les tableaux de flux de trésorerie de la période :

Parrot - Tableau de flux de trésorerie consolidé

(M€)	2014	2015	2016 (1) Proforma	2017	2018 Reconstitué
Résultat net	(3)	2	(141)	(39)	(110)
Quote part du résultat des MEE	-	1	(0)	7	8
Amortissement et dépréciations	12	19	33	6	50
Plus et moins values de cessions	(0)	0	(11)	(45)	(15)
Autres	5	(3)	16	3	1
Capacité d'autofinancement opérationnelle	**14**	**19**	**(103)**	**(68)**	**(66)**
Variation du BFR	5	(32)	12	28	8
Imôt payé	(4)	(5)	(1)	(1)	(5)
Trésorerie des activités opérationnelles	**16**	**(18)**	**(93)**	**(40)**	**(62)**
Acquisitions d'immobilisations	(23)	(21)	(46)	(31)	(5)
Cessions d'immobilisations	0	0	13	(9)	70
Trésorerie des activités d'investissement	**(23)**	**(21)**	**(33)**	**(40)**	**65**
Encaissement - Remboursement d'emprunts	(6)	7	24	(1)	0
Apports en fonds propres	1	290	1	-	0
Trésorerie placée à 3 mois	23	(139)	130	15	3
Autres	0	(0)	(6)	(0)	(0)
Trésorerie des activités de financement	**19**	**158**	**148**	**14**	**3**
Variation nette de la trésorerie	**12**	**120**	**22**	**(67)**	**5**
Incidence des variations de devise	*4*	*3*	*1*	*(5)*	*2*
Trésorerie à l'ouverture	**54**	**70**	**193**	**216**	**145**
Trésorerie à la clôture	**70**	**193**	**216**	**145**	**151**
Trésorerie des activités non poursuivies			*16*		
Trésorerie à la clôture	**70**	**193**	**200**	**145**	**151**

Source : Documents de référence et chiffres estimés 2018 communiqués par la Société
(1) Retraité du périmètre Parrot Automotive cédé à Faurecia

Il ressort de cette analyse que les résultats opérationnels négatifs affectent directement les flux de trésorerie opérationnels du Groupe (Capacité d'Autofinancement fortement négative).

S'agissant des autres postes, la progression des flux d'investissements entre 2016 correspond aux prises de participations dans les sociétés SENSEFLY et PIX4D notamment. En 2014 et 2015 ces investissements étaient principalement concentrés sur des immobilisations corporelles et incorporelles.

[10] Actifs financiers courants pris en compte.
[11] Idem.

Nous relevons que pour les exercices 2016 à 2018 (estimé), les pertes opérationnelles ont été compensées par le recours à la trésorerie qui avait été placée en suite de l'augmentation de capital de 2015.

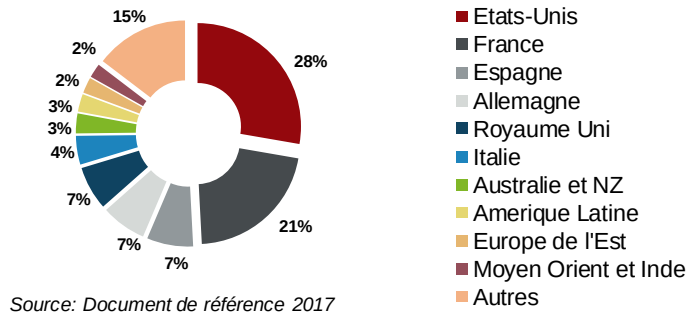
A fin 2017, le Groupe avait un effectif total de 605 personnes en nette réduction par rapport au 31 décembre 2016, en lien avec la restructuration des équipes support de l'activité drones, et était présent dans plus 12 pays.

5.4.2 Analyse des revenus du Groupe

En 2017, le Groupe a réalisé la majeure partie de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis et en Europe, marchés historiques du Groupe, marqués par une forte pression concurrentielle sur les prix sur le segment Grand Public.

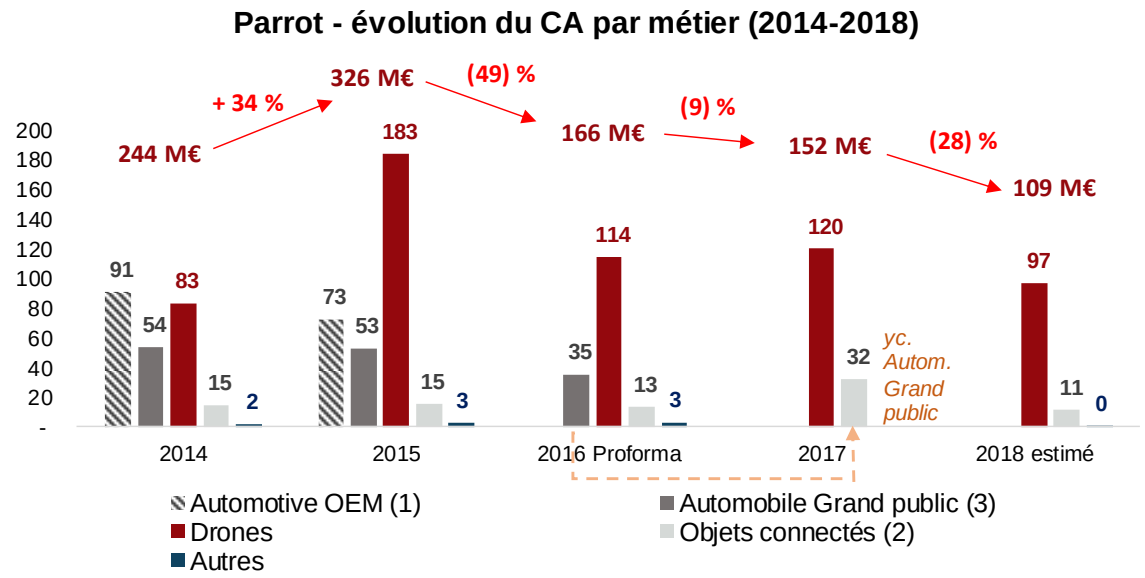
Le Groupe a développé son réseau international avec des ouvertures de filiales (Etats-Unis en 2004, Allemagne, Angleterre, Italie et Hong Kong en 2005) ou avec des opérations de croissance externe.

Parrot - Ventilation du chiffre d'affaires 2017 par activité (151,9 M€)



Source: Document de référence 2017

L'évolution sur 5 ans des revenus des activités du Groupe est présentée dans le graphique ci-dessous :

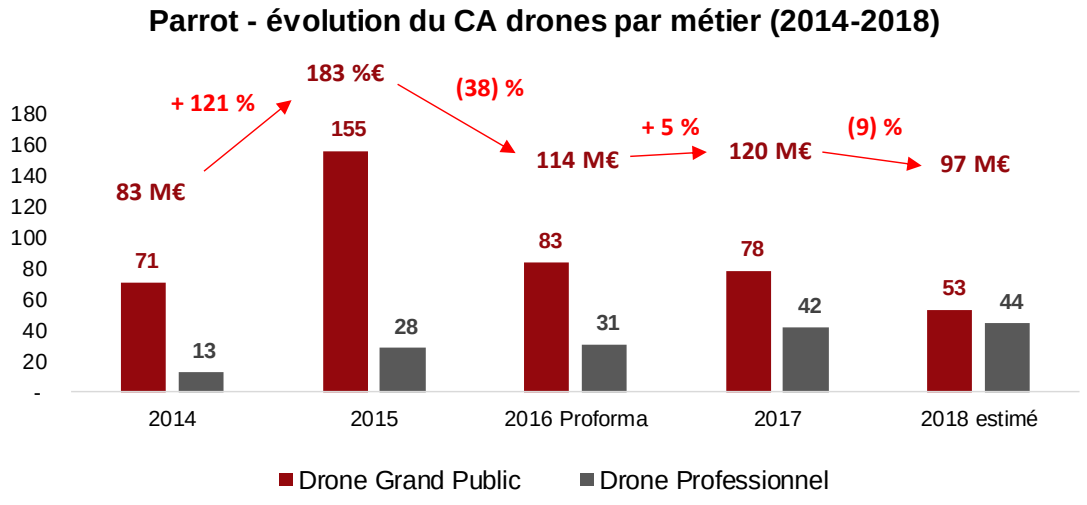


Source: Documents de référence Parrot et chiffres estimés 2018 communiqués par la Société

(1) Activité cédée à Faurecia
(2) En 2017, A la suite de la modification de la structure de reporting du Groupe, le segment "Objets connectés" inclut les revenus du segment "Automobile Grand public". Le segment fusionné est nommé "Autres produits grand public"
(3) L'activité Plug&Play historiquement présentée en "Objets connectés" est présentée dans Automobile Grand Public depuis 2016. Nous avons donc présenté sa contribution à l'Automobile Grand Public.

L'évolution du chiffre d'affaires entre 2014 et 2018 (estimé) est principalement marquée par la cession de l'activité AUTOMOTIVE à FAURECIA, comptabilisée en 2016, ainsi que par la volatilité des revenus générés par la vente de drones entre 2014 et 2018 (analysée ci-après).

La réduction des revenus des produits Automobile Grand Public en 2016 et des Autres produits Grand Public en 2017 est liée à la stratégie de recentrage du Groupe sur les drones civils et professionnels. Des opérations commerciales visant à écouler ces produits ont ainsi été mises en œuvre et ont permis de vendre la totalité des objets connectés en stock.



Source: Documents de référence et chiffres estimés 2018 communiqués par la Société

L'activité Grand Public, portée par la commercialisation en 2014 et 2015 de nouveaux produits visant à accélérer la croissance du marché, (Minidrones entre 99 € et 250 € ; *Bebop* entre 500€ et 800€), a connu une très forte croissance de ses ventes, aussi bien en termes de volumes vendus (+370 milliers d'unités) qu'en valeur (hausse du prix moyen de 44%) entre 2014 et 2015.

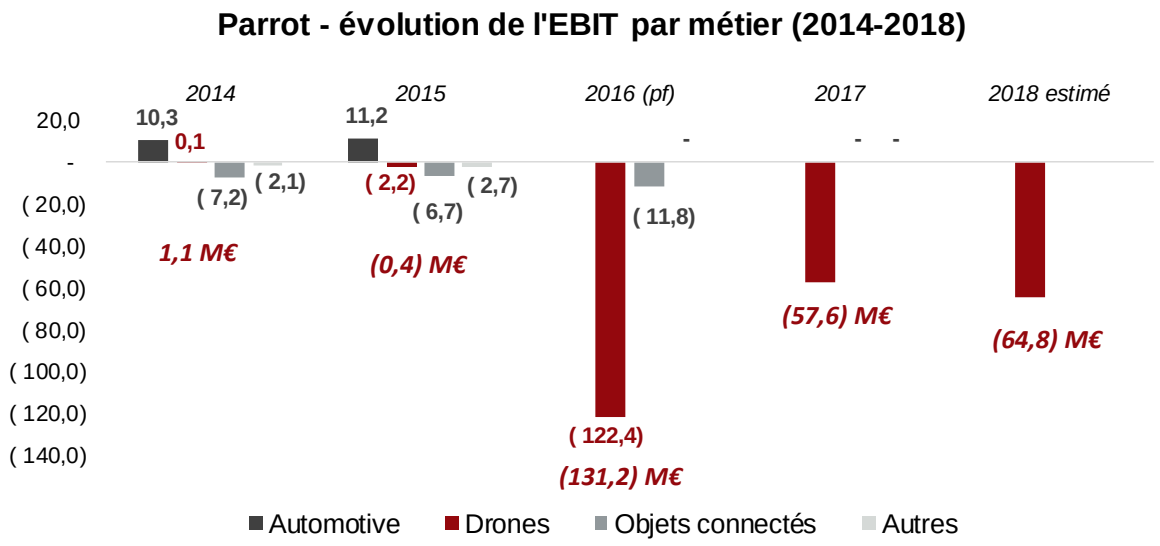
L'exercice 2016 a au contraire été marqué par des évènements très défavorables au Groupe. Au premier semestre 2016, des efforts commerciaux auprès des distributeurs (reprises de stocks excessifs, réductions tarifaires) ont eu un impact négatif de 24,5 M€ sur le chiffre d'affaires. Au second semestre, l'émergence d'une concurrence agressive sur les prix a conduit le Groupe à réduire ses prix, entraînant une très forte contraction de sa marge brute, et de son résultat opérationnel courant (EBIT[12]), comme l'illustre le graphique ci-après.

Au cours des exercices 2017 et 2018, la société a de nouveau subi une contraction de ses revenus malgré la commercialisation de l'*Anafi* dont les ventes se sont avérées très nettement inférieures à ses objectifs d'une part et le destockage des drones historiques (Bebop 2 vendus en 2018 notamment) à des prix très fortement abaissés d'autre part, ayant globalement conduit à une augmentation des parts de marché de près de 10 points de base sur le segment des drones de 500 € à 800 € (cf. Présentation des filiales et participations de PARROT au § 5.6.1).

L'activité Drones professionnels (Business Solutions), a connu une progression significative et continue au cours des derniers exercices : 115% entre 2014 et 2015, 11% entre 2015 et 2016, et 35% entre 2016 et 2017, et doit constituer un relais de croissance pour le développement futur du Groupe. Toutefois, nous observons un ralentissement entre 2017 et 2018 (estimé) avec une absence de croissance significative des revenus de cette activité.

Cette progression historique est principalement liée à un positionnement sur des marchés de niche (agriculture, cartographie 3D) où le Groupe propose une solution intégrée allant de la fourniture des drones, de la capture de données jusqu'à l'édition de logiciels et de prestations de services spécifiques aux besoins des clients, construite par acquisitions de diverses sociétés spécialistes. (cf. Présentation des filiales et participations de PARROT au § 5.6).

5.4.3 Analyse de l'évolution de la rentabilité du Groupe



Source: DDR Parrot et chiffres estimés 2018 communiqués par la Société

[12] Earnings Before Interests and Taxes

Le résultat opérationnel courant, comme expliqué ci-avant, a été très fortement affecté par les baisses de prix agressives initiées par le leader du marché en 2016. Compte tenu des efforts de recherche et développement déployés, de la structure du Groupe et d'une conception basée sur un prix de vente de marché avant pression concurrencielle de DJI, les produits commercialisés par PARROT avaient des coûts de revient que les ventes à prix réduit n'ont pas pu couvrir.

Cumulée à la cession de l'activité Automotive dont la marge opérationnelle était positive, cette réduction brutale des prix de vente sur le marché Grand Public a eu pour effet une réduction de la marge brute du Groupe de près de 20 points de base (27,5% en 2016 contre 46,8% en 2015).

Face à ces difficultés, dans le but de rétablir sa marge brute et de réduire sa structure de coûts, PARROT a mis en œuvre en 2017 un plan de réorganisation basé sur une offre réduite, enrichie des expertises drones professionnels pour le développement d'une offre *prosumer* à destination de professionnels pour lesquels les fonctionnalités de base des drones sont suffisantes (photographe, architecte, agent immobilier, etc.), et un ajustement des fonctions support ayant eu pour effet un redressement sensible du résultat opérationnel du Groupe à -57,6 M€ en 2017 contre -131,2 M€ pour 2016.

En 2018, en raison de la contraction observée du marché, le déploiement de l'*Anafi*, lancé en juillet 2018, n'a pas atteint le niveau de chiffre d'affaires espéré et, cumulé au destockage des drones historiques à moindre prix, a eu un effet très négatif sur les marges et la trésorerie du Groupe. PARROT a en conséquence annoncé une nouvelle réorganisation de son activité (cf.§ 5.6.1).

Dans un environnement incertain, il est difficile pour le management du Groupe d'établir des prévisions, ce qui se traduit par des distorsions significatives entre les budgets préparés et les performances réalisées. Sur la période de 2016 à 2018, les revenus effectifs ont ainsi été inférieurs aux prévisions dans des proportions de l'ordre de -20% à -50% selon les années. Il en a résulté des pertes de plus du double de celles initialement budgétées.

5.5 Conséquences annoncées dans la publication des résultats du 3ème trimestre 2018

Le 23 novembre 2018, PARROT a annoncé les résultats du 3ème trimestre de son exercice 2018. Particulièrement affectés par le ralentissement des activités Grand Public, les résultats de PARROT sont ressortis significativement inférieurs aux attentes et ont conduit le management à en tirer les conséquences suivantes :

1. D'une part, la révision à la baisse des perspectives de développement de PARROT DRONES ; ayant conduit à une dépréciation de l'écart d'acquisition (« Profit warning »)[13];

2. D'autre part, PARROT a décidé d'adapter son organisation en la faisant évoluer d'un groupe centralisé vers un portefeuille de filiales disposant d'une plus grande autonomie dans leur stratégie et le développement de leurs activités.

[13] Selon le communiqué de presse du 23 novembre 2018 : « *Les objectifs précédemment communiqués sont remis en cause par l'évolution du marché grand public* »
(Pour mémoire, lors du communiqué de résultats du 1er semestre le 2 août 2018, l'objectif était une croissance du chiffre d'affaires drones -Grand Public et professionnels) et une amélioration de la marge brute, associée à une réduction de la consommation de trésorerie).

5.5.1 Informations financières publiées

Répartition du chiffre d'affaires

(en m€)	T3 2018	T3 2017	Variation	9M 2018	9M 2017	Variation
Drones Grand public	12,5	22,6	(45)%	38,2	50,0	(24)%
Drones professionnels	9,3	8,9	4%	31,1	30,3	3%
Total Drones	**21,7**	**31,6**	**(31)%**	**69,3**	**80,3**	**(14)%**
Autres produits grand public	1,7	7,6	(78)%	9,1	22,6	(60)%
Total Chiffre d'affaires Groupe	**23,4**	**39,2**	**(40)%**	**78,4**	**102,9**	**(24)%**

Source : Communiqué de presse du 23 novembre 2018

Les activités Grand Public affichent un recul de 45 % sur le troisième trimestre, ou de 24% sur les neuf premiers mois de l'exercice en raison de la contreperformance commerciale de l'*Anafi* sur le segment Grand Public, notamment du fait de la contraction globale du marché.

Les activités « drones professionnels » ont quant à elles affiché des dynamiques contrastées et globalement limitées. Il en a résulté une croissance du chiffre d'affaires limitée sur le troisième trimestre (+4%), comme sur les neuf premiers mois de l'exercice (+3%).

Comptes de résultats résumés

(en m€)	T3 2018	T3 2017	Variation	9M 2018	9M 2017	Variation
Chiffre d'affaires	23,4	39,2	(40)%	78,4	103,0	(24)%
Marge brute	4,8	13,5	(65)%	28,0	40,6	(31)%
en % du chiffre d'affaires	21%	35%		36%	39%	
Résultat opérationnel courant	(21,0)	(11,2)	(88)%	(48,9)	(41,3)	(18)%
en % du chiffre d'affaires	(90)%	(29)%		(62)%	(40)%	
Résultat opérationnel	(50,9)	(12,6)	(304)%	(76,8)	(54,9)	(40)%
en % du chiffre d'affaires	(218)%	(32)%		(98)%	(53)%	
Résultat net part du groupe	**(51,8)**	**(14,1)**	**(267)%**	**(83,9)**	**(16,1)**	**(421)%**

Source : Communiqué de presse du 23 novembre 2018

En conséquence du recul du chiffre d'affaires sur le trimestre, la marge brute a fortement reculé, en niveau absolu comme en relatif, en particulier en raison de l'ajustement des valeurs en stocks pour tenir compte des taux d'écoulement des produits.

Après prise en compte des dépenses opérationnelles courantes stables sur le trimestre, les pertes opérationnelles courantes se sont aggravées : elles ont ainsi quasiment doublé sur le troisième trimestre 2018 par rapport au troisième trimestre 2017 (-88%), et sont dégradées de 18 % sur les neuf premiers mois 2018, comparés aux neuf premiers mois 2017.

De plus, comme nous l'avons vu, la révision des hypothèses d'activité et de résultat a conduit au 30 septembre 2018 à une dépréciation totale de l'écart d'acquisition pour un montant de 42,3 M€.

Après la sortie effective de l'activité PARROT AUTOMOTIVE et prise en compte des résultats du 3ème trimestre 2018, le communiqué de presse fait notamment état d'un niveau des fonds propres consolidés au 30 septembre 2018 de 181,1 M€, et d'un montant de trésorerie nette de 171,8 M€.

5.5.2 Communication sur la stratégie dans le contexte

La contraction du marché Grand Public intervient au moment où PARROT a lancé son *Anafi*, lequel avait nécessité plusieurs mois d'investissement et devenait le produit central de l'offre du Groupe sur ce segment. L'absence de succès commercial de ce nouveau drone a réduit les marges de manœuvre de PARROT DRONES dans un contexte où la plateforme de l'*Anafi* était destinée à devenir

le support de développement de l'ensemble des futurs drones PARROT, en particulier les drones professionnels et *Prosumers*.

Le marché Grand Public en décroissance significative n'a pas permis à PARROT de rétablir un niveau de ventes et de parts de marché suffisant dans le contexte de concurrence forte de DJI sur ce segment. Malgré les innovations technologiques embarquées de ce nouveau drone, le ralentissement brutal du marché a obéré les capacités de PARROT à afficher un redressement rapide de ses résultats sur cette activité.

Dans ce contexte, la direction de PARROT a sensiblement revu sa stratégie de groupe intégré, spécialisé dans les drones Grand Public et professionnel pour réorganiser PARROT en un Groupe de filiales complémentaires et reliées par « passerelles » mais devant disposer d'une autonomie et d'une flexibilité suffisantes pour saisir les opportunités de création de valeur à leur niveau et répondre aux besoins de leurs clients, sans être affectées par l'activité des autres sociétés du Groupe.

Cette réorganisation opérationnelle et stratégique, complétée d'un nouveau plan de départ volontaire devant conduire à réduire d'environ 100 personnes supplémentaires le nombre de salariés du Groupe, doit notamment lui permettre de limiter sa consommation de trésorerie pour assurer sa capacité à se maintenir durablement dans l'attente d'un éventuel redémarrage du marché Grand Public ou de l'accélération du développement d'un des marchés professionnels sur lequel il est présent.

Afin de maintenir le Groupe compétitif en termes technologiques, les frais de recherche et développement devront être maintenus à des niveaux élevés dans la mesure où ce sont des investissements nécessaires dans ce secteur technologique pour espérer le redéploiement des activités. Une réduction de ces postes conduirait *de facto* à la remise en cause à moyen terme de la pérennité de PARROT.

Ces efforts vont toutefois continuer à peser significativement sur la profitabilité du Groupe pour les prochaines années dans la mesure où il est anticipé que ses revenus continuent de décroître en raison de la contraction du marché Grand Public et le développement plus lent que prévu des marchés professionnels. PARROT vise ainsi *« … disposer, à fin 2019, d'un ensemble de sociétés de drones de premier plan et d'environ 100 M€ de trésorerie nette*[14] *»,* soit une consommation attendue de trésorerie d'environ 60 M€ sur l'exercice 2019.

Les différentes sociétés du Groupe sont décrites ci-après.

[14] Contre environ 160 M€ de trésorerie nette estimée à fin 2018 (données non auditées).

5.6 Présentation des filiales et participations de PARROT

Comme expliqué ci-avant, PARROT a opté pour une nouvelle organisation décentralisée autour de 5 principales filiales et participations :

5.6.1 PARROT DRONES

PARROT DRONES est la société historique qui développe et commercialise des drones Grand Public, ainsi qu'une offre *Prosumer* basée sur le drone *Anafi* adapté à différents usages professionnels.

Les participations dans les sociétés PLANCK AEROSYSTEMS et SKY HERO dédiées au secteur de la défense et de la sécurité (présentées ci-après au §5.6.6), sont également incluses dans cette filiale, en lien avec la volonté de PARROT DRONES de développer sa présence sur ce marché.

Comme nous l'avons vu, PARROT DRONES a été fortement affectée par une concurrence commerciale intense sur les années 2016 et 2017, l'obligeant à revoir radicalement sa stratégie.

Dans ce contexte, différentes mesures d'optimisation et de réduction de coûts furent décidées, avec notamment des suppressions de postes et le regroupement d'activités de recherche et développement du Groupe chez PARROT DRONES. Il fut également décidé de recentrer la gamme de produits sur un seul drone, l'*Anafi*.

L'*Anafi* fut lancé en juillet 2018, dans un contexte de forte contraction du marché de drones Grand Public. Dans ce contexte, et alors même que la société avait fortement investi dans ce drone qui devait lui permettre de se redéployer, son lancement fut un échec. Sur la base des informations qui nous ont été communiquées les ventes aux distributeurs représentent à peine plus d'un quart de l'objectifs de quantités budgétées.

Dans ce contexte, la société a annoncé un nouveau plan de restructuration pour contenir autant que possible ses coûts et tenir dans la perspective d'une éventuelle reprise de ce marché.

Pour autant, nous comprenons qu'à ce jour, si de nouveaux marchés comme les drones *Prosumer* ou le domaine de la défense sont examinés par le management, aucun ne présente un avancement suffisant pour valider l'hypothèse d'un déploiement notable de nouvelles solutions.

La situation de la société présente donc des incertitudes importantes dans un contexte où elle doit maintenir des investissements de recherche et développement importants si elle veut pouvoir avoir la possibilité de se redéployer ultérieurement.

Il en résulte des pertes associées à une consommation de trésorerie importante sur les prochaines années sans être en mesure d'en fixer le terme, compte tenu de la situation actuelle de la société, quand bien même le management intègre dans ses prévisions des objectifs volontaristes sur le Grand Public, une croissance significative du *Prosumer* et le développement de drones dans le domaine de la défense et de la sécurité.

5.6.2 PIX4D

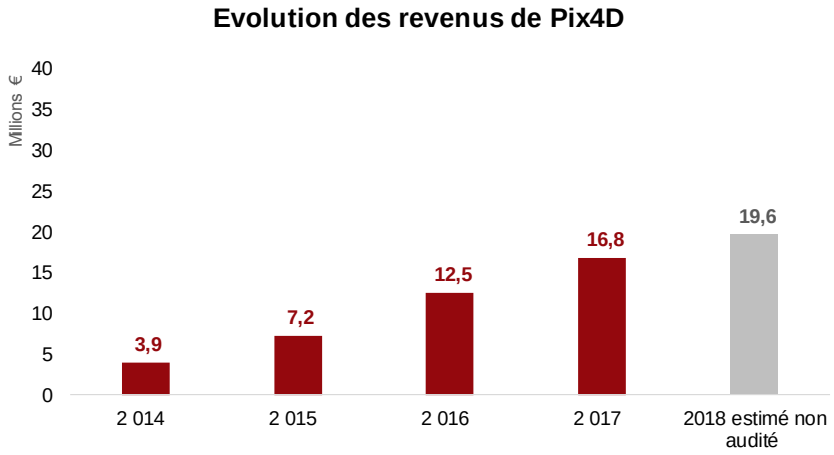
PIX4D est une société suisse fondée en 2011, pionnière dans la création d'outils logiciels de modélisation par drones. La société propose une offre de logiciels de photogrammétrie (constitution d'une image en 3D à partir de photographies) à destination de différents « verticaux » (agriculture, construction, sécurité publique…) dont notamment le logiciel *PIX4D Mapper* qui domine le marché de la cartographie. La société cherche désormais à s'imposer comme leader sur d'autres « verticaux » en s'appuyant sur une diversification de son offre pour maintenir son développement.

PARROT est entré au capital de la société au début de son développement en 2012, puis a consolidé sa présence par le biais de 2 autres opérations d'augmentation de sa participation.

Nous précisons que ces différentes opérations doivent s'analyser comme une seule acquisition progressive qui peut s'apparenter à une opération de capital-risque dans laquelle un fonds d'investissement viendrait financer le développement d'une « *start-up* » de haute technologie par tranches successives. Il en résulte un prix de revient global de 26,5 M€ pour 94,67% du capital.

La société est consolidée par la méthode de l'intégration globale depuis le 1er janvier 2014 (mise en équivalence au 31 décembre 2013).

Analyse de la croissance de PIX4D



Sources : Documents de référence de 2013 à 2017 et Société (estimé 2018)

Depuis 2013, la société a connu un fort développement commercial porté par un intérêt croissant pour les données capturées par drone. Dans les faits, cela s'est traduit par une hausse continue du chiffre d'affaires généré par la vente des licences de logiciels d'analyses d'images capturées par drones. Sur cette période l'effectif du groupe PIX4D est passé de 25 à 174 personnes.

L'offre de PIX4D doit continuer de s'élargir, notamment avec l'arrivée de *PIX4D Fields* dédié à l'agriculture de précision ou d'autres produits destinés à divers marchés. Ces développements nécessitent toutefois d'importants efforts d'investissements en recherche et développement qui ont pesé sur les marges de la société en 2018 qui, après deux années de croissance des résultats, sont en net recul en 2018.

La société souhaite par ailleurs développer des plateformes intégrées d'analyse de données nécessitant notamment une maitrise du Big Data complexe ainsi qu'une compréhension fine des besoins des clients finaux. Cet effort de recherche et développement risque de peser durablement sur les résultats de PIX4D.

Selon notre compréhension, la société demeure dépendante de son offre historique et doit donc investir dans de nouveaux débouchés pour poursuivre sa croissance et restaurer ses marges.

Malgré ces enjeux, ses succès passés et son positionnement de leader lui confèrent une valeur stratégique.

5.6.3 SENSEFLY

SENSEFLY est une société Suisse fondée en 2009, spécialisée dans la fabrication de drones à voilure fixe capables de couvrir de longues distances et d'atteindre de hautes altitudes de vol. Ce type de drone est très utilisé dans le cadre de la recherche, le sauvetage ou la modélisation de grandes surfaces terriennes.

L'offre de la société combine désormais l'ensemble de la chaine de valeur, puisque la société propose, en complément de son offre de drones (propriétaires), des capteurs et des logiciels (propriétaires ou provenant de tiers) d'exploitation associés. Son offre s'adresse prioritairement aux métiers de la géométrie, de l'inspection et de l'agriculture mais doit être élargie à d'autres secteurs d'activité.

Cette diversification nécessite cependant d'importants investissements en recherche et développement que la génération actuelle de trésorerie de la société ne permet pas.

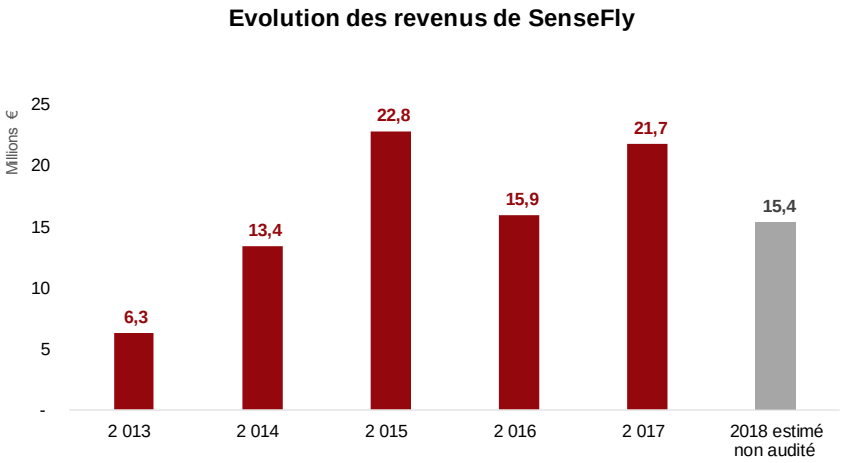
En 2018, la société a nommé Gilles Labossière en qualité de Directeur Général[15] en lieu et place de Jean Christophe Zufferey, cofondateur de la société, et mis en œuvre un plan de restructuration comprenant des licenciements[16].

PARROT est entré au capital de la société dès 2012 afin de renforcer son offre sur le marché des drones civils professionnels. PARROT a pris le contrôle total de la société en 2016 à la suite de l'exercice d'une option de vente accordée par les fondateurs de la société.

Ces différentes opérations résultent d'un unique protocole d'acquisition et s'analysent donc comme une seule transaction, les 39,6% d'intérêts détenus par les actionnaires minoritaires faisant l'objet dès 2012 d'options d'achats et de ventes croisées exerçables postérieurement à la clôture 2015. Il en résulte un prix de revient global de 30,4 M€ pour 100% du capital.

La société est consolidée par la méthode de l'intégration globale depuis le second semestre 2012.

[15] Communiqué de presse de la société SENSEFLY du 12 avril 2018.
[16] Article letemps.ch du 26 juillet 2018 « Le fabricant de drones SENSEFLY licencie ».



Sources : Documents de référence de 2013 à 2017 et Société (estimé 2018)

Nous observons que l'activité de la société présente une cyclicité importante, notamment liée à la commercialisation de nouveaux produits (*Ebee RTK* en 2015, *Ebee+* en 2017), rendant l'établissement de prévisions à long terme complexe, plus particulièrement en l'absence de vision sur l'accueil des futurs produits de la société par le marché.

SENSEFLY mise désormais sur le succès commercial de son dernier drone (l'*EbeeX*) sur ses marchés pour générer des marges suffisantes qui permettraient de développer une offre adressée à d'autres « verticaux » comme la sécurité et la surveillance, où il existe cependant déjà une forte concurrence. Nous comprenons cependant que les premiers mois de commercialisation ne permettent pas de relever une accélération de la croissance du marché.

Plus généralement, en tant que leader sur le marché de l'aile fixe, cette société présente un potentiel important de développement qui pourrait se révéler en cas d'utilisation croissante des drones à aile fixe au détriment des drones quadricoptères, en raison notamment de leur plus grande élongation et autonomie.

Pour autant, le marché adressé par la société demeure limité puisque ses volumes de ventes sont faibles alors qu'elle bénéficie d'une part de marché très importante. Il s'agit donc également, selon nous, d'une société disposant d'une valeur stratégique du fait de son positionnement de leader, mais avec des aléas importants.

5.6.4 MICASENSE

MICASENSE a été fondée en 2014 à Seattle et développe des systèmes avancés de collecte et de traitement de données dans le domaine de l'agriculture.

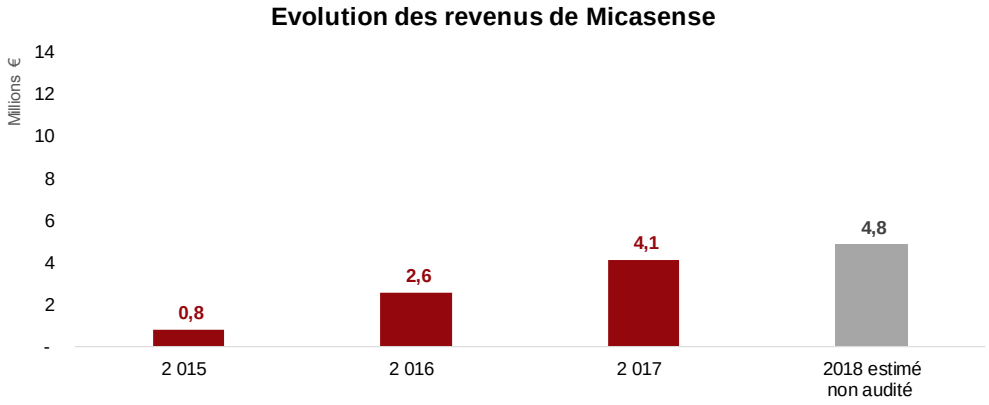
La société propose deux capteurs, le *RedEdge MX* (produit historique) et l'*Altum* (lancé au quatrième trimestre 2018) qui sont majoritairement équipés sur des drones de DJI, la société chinoise.

Selon la société, ses capteurs sont les plus utilisés et les plus puissants à l'échelle mondiale dans le domaine de l'agriculture de précision même s'il existe des offres concurrentes proposées notamment par SENTERA, CUBERT ou encore SLANTRANGE.

PARROT est entré au capital de la société dès 2014 puis est devenu actionnaire majoritaire en 2015. A fin 2018, le Groupe détient 79,53% du capital de MICASENSE acquis pour un montant de 8,9 M€.

La société est consolidée par la méthode de l'intégration globale depuis le 1er octobre 2015.

Analyse de la croissance de MICASENSE



Sources : Documents de référence de 2015 à 2017 et Société (estimé 2018)

Depuis 2015, le chiffre d'affaires de la société progresse régulièrement. Cela s'explique principalement par un effet de périmètre entre 2015 et 2016 (la société est consolidée depuis le 1er octobre 2015) et par un essor des activités de services et de consulting pour l'agriculture de précision permettant le traitement, l'analyse, la présentation et le stockage des données capturées.

MICASENSE mise maintenant sur le succès commercial de son nouveau capteur, l'*Altum*, développé depuis 2016 et cherche à optimiser ses marges dans l'attente d'une maturité suffisante du marché, et notamment de la maîtrise des prochaines technologies d'analyse des données relevées qui constituent un véritable levier de croissance pour la société, selon laquelle ce développement des technologies d'analyse représenterait une très forte valeur ajoutée pour ses clients.

Selon notre compréhension, la société est davantage mature que les deux précédentes mais présente un caractère différenciant et stratégique moins marqué.

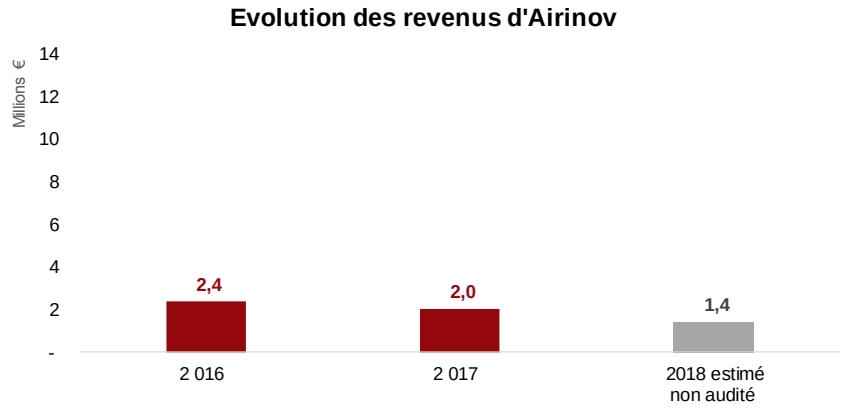
5.6.5 AIRINOV

AIRINOV est une société offrant des services de traitement et d'analyse de données agricoles collectées par drones. Ces dernières sont alors transmises vers une plateforme informatique d'analyse des données qui délivre des « *rapports sur l'état de santé des plantations ainsi que sur les perspectives de rendement* [17]» et émet diverses préconisations.

L'offre de la société comprend des abonnements (*Bêtatest Airinov Farming* qui permet d'analyser et comprendre les comportements des terres agricoles) ainsi que des services à l'hectare (*Airinov First,* un service qui permet de cartographier jusqu'à 150 hectares par semaine). La société dispose également d'un réseau d'environ 80 pilotes indépendants, équipés principalement de drones SENSEFLY.

PARROT a acquis progressivement 99,28 % du capital de la société pour un prix global de 10,1 M€ afin de renforcer sa position sur le marché de l'agriculture de précision. La société est consolidée par la méthode de l'intégration globale depuis le 1er juillet 2015.

Analyse de la croissance d'AIRINOV



Sources : Documents de référence de 2015 à 2017 et Société (estimé 2018)

Aujourd'hui, en raison d'une maturité insuffisante du marché, l'offre peine à convaincre une quantité croissante de clients finaux. La société rencontre ainsi des difficultés commerciales comme l'illustrent la baisse de ses revenus en 2017 et 2018 et son faible développement, insuffisants pour dégager des marges positives.

Il apparaît que sa croissance future sera très fortement corrélée au développement de l'utilisation des données collectées par drones dans le secteur agricole, aujourd'hui incertain.

[17] Communiqué de presse PARROT du 23 novembre 2018

5.6.6 Autres participations minoritaires

PLANCK AEROSYSTEMS (*49 %, consolidée par la méthode de la mise en équivalence au 31.12.17)* est une start-up californienne détenue à 49% qui développe des systèmes de vol sans pilote principalement à destination de l'industrie marine et dans le domaine de la défense qui permet à ses drones d'identifier et de suivre automatiquement des objets sur terre ou sur l'eau. L'innovation centrale sur laquelle travaille la société est la possibilité pour ses drones de se poser sur des véhicules en mouvement.

SKY HERO (*33,34 % - société non consolidée au 30/06/18*) est une société belge de fabrication de drones quadrirotors destinés au secteur militaire notamment par l'intermédiaire du drone *Loki*.

CHOUETTE VISION (*23 % - société non consolidée)* est une société proposant des solutions dédiées à la détection par drone des maladies dans le domaine viticole. L'horizon de commercialisation des premiers produits est estimé à 1 ou 2 ans.

ICONEM (*45 % - société consolidée par la méthode de la mise en équivalence depuis le 1er août 2015)* est une société proposant une technologie de représentation en 3D des principaux sites culturels dans le monde et qui travaille sur des projets de numérisation de l'héritage culturel. La société travaille en collaboration avec des organisations internationales (Unesco), des gouvernements (Sultanat d'Oman) et des musées de renom (Le Louvre).

BIOCARBON (*23 % - société non consolidée)* est une société spécialisée dans la lutte contre la déforestation par la replantation d'arbres. BIOCARBON exploite des drones équipés d'une caméra multispectrale et d'un LIDAR (télédétection par laser), système de mesure permettant de cartographier et de modéliser une zone précise afin d'optimiser la replantation. La société a par ailleurs développé un mécanisme qui automatise la mise en terre des graines.

5.7 Matrice SWOT

Dans le contexte ainsi rappelé, les forces et faiblesses de PARROT, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, peuvent être synthétisées dans la matrice ci-dessous :

6 Evaluation des actions de la société PARROT

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société PARROT exposée ci-après.

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs. Il n'intègre pas non plus les pertes et consommations de trésorerie futures.

A titre informatif, sur la base des comptes consolidés 2018 estimés et non audités, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) de PARROT estimé au 31 décembre 2018 s'établit à 165 688 milliers d'euros pour 29 562 492 actions en circulation (hors actions auto-détenues), soit 5,60 € par action, après dépréciation des écarts d'acquisition, mais sans prise en compte des pertes futures attendues, conformément aux règles comptables.

L'évolution de l'actif net consolidé de PARROT, et l'actif net par action correspondant, ont évolué ainsi depuis le 31 décembre 2015 :

Actif net comptable consolidé de Parrot

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	30/06/2018	31/12/2018 non audité
Actif net comptable (m€)	425,0	290,3	253,9	231,0	165,7
soit en € par action	***14,3***	***9,9***	***8,6***	***7,8***	***5,6***

Source : Documents de référence 2016 et 2017, rapport semestriel à fin juin 2018, société (2018)

6.1.2 Valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode qui consiste à actualiser des dividendes futurs ne sera pas retenue.

En effet, la Société n'a pas distribué de dividendes sur les derniers exercices et il n'est pas envisagé de mettre en place un versement de dividendes à moyen terme.

6.1.3 Comparables boursiers

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

Il n'existe pas de société qui soit pleinement comparable à PARROT en termes de taille, d'activité, ou en termes de perspectives de rentabilité[18]. C'est pourquoi nous ne pouvons pas retenir cette méthode.

Les comparables boursiers des filiales feront cependant l'objet d'un examen pour valoriser certaines participations détenues par le Groupe dans le cadre de la « Somme des parties », (méthode présentée au § 6.2.3).

6.1.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Sur les trois dernières années, nous n'avons pas identifié de transaction comparable en termes de taille et d'activité, et dont l'information est disponible. En l'absence de données exploitables, nous ne pouvons pas mettre en œuvre cette méthode.

6.1.5 Valeur liquidative

Les niveaux de pertes historiques du Groupe ainsi que les prévisions de consommation de trésorerie attendues nous ont conduits à nous interroger sur la pertinence de la mise en œuvre d'une valorisation de la Société reposant sur une approche liquidative.

Cette méthode, dont l'application pratique est extrêmement aléatoire, n'a toutefois pas été considérée pertinente dès lors que le Groupe dispose d'une trésorerie suffisante pour assumer sa stratégie et la consommation de trésorerie estimée pour les deux prochaines années en résultant.

6.1.6 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires, à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Rappelons qu'il n'existe pas de plan d'affaires consolidé récent approuvé par le Conseil d'administration de la Société, ni de données prévisionnelles issues d'un consensus d'analystes financiers.

Rappelons également que les prévisions 2019-2020 du management font ressortir des cash-flows négatifs pour le Groupe. Dans ce contexte, nous ne pouvons retenir cette méthode de valorisation pour évaluer globalement la Société.

[18] Nous observons de surcroît que les agrégats consolidés prévisionnels de l'ensemble intégré sont négatifs à court et moyen terme.

A titre d'information, nous précisons que la valorisation selon la méthode des DCF du Groupe PARROT, mise en œuvre sur la base des prévisions consolidées de ses différentes filiales pour les exercices 2019-2020, et des hypothèses de taux d'actualisation et de taux de croissance à l'infini retenues pour la méthode de la Somme des parties (cf. § 6.3.3.1, § 6.3.3.2 et § 6.3.3.4), extérioriserait une valeur très inférieure à la fourchette basse de notre approche par la somme des parties.

La méthode DCF sera utilisée dans le cadre de la somme des parties pour certaines activités.

6.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- les transactions récentes sur les actions de PARROT ;
- l'analyse du cours de bourse de PARROT ;
- l'approche de valorisation par la somme des parties, laquelle inclura une approche multicritères sur certains actifs.

A titre secondaire, nous présenterons également :

- les cours cibles des analystes.

Ces méthodes sont détaillées ci-après.

6.2.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société - à titre principal

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse des cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par la suite).

HORIZON a racheté 9,59% du capital de PARROT auprès d'un actionnaire minoritaire préalablement à l'Offre, le 27 novembre 2018. Nous avons en conséquence retenu cette référence à titre principal.

6.2.2 Cours de bourse - à titre principal

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions d'une société librement négociées sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions PARROT sont cotées sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS (code ISIN : FR 0004038263) depuis 2006.

Sur la base des informations fournies par la Société, la part du capital flottant ressortait préalablement à l'Offre à 36,3%, hors autocontrôle.

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit celui du 27 novembre 2018, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés[19] sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Parrot S.A. - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital(1)		% du flottant(2)	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (27/11/2018)	**1,75**	1 161	1 161	2 032	2 032	3,94 %	3,94 %	10,12 %	10,12 %
CMPV 1 mois	2,02	289	6 350	582	12 806	0,98 %	21,53 %	2,52 %	55,34 %
CMPV 60 jours	2,50	133	7 952	332	19 909	0,45 %	26,96 %	1,16 %	69,30 %
CMPV 6 mois	3,61	107	14 035	387	50 731	0,36 %	47,58 %	0,93 %	122,40 %
CMPV 12 mois	**4,80**	86	21 954	415	105 450	0,29 %	74,43 %	0,75 %	191,56 %
CMPV 24 mois	7,24	83	42 631	602	308 461	0,28 %	144,52 %	0,73 %	371,67 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant pré-annonce de l'Offre fourni par Parrot.

Source : Capital IQ, Parrot et analyse Finexsi.

Sur les 6 derniers mois de bourse (antérieurs au 27 novembre 2018), le volume des actions PARROT échangées est de 14 035 milliers d'actions (soit environ 107 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 122 %. En considérant ce volume, il faudrait 138 jours pour obtenir une rotation de 50% du capital. La rotation de 50% du flottant est atteinte en 54 jours.

Il convient toutefois de préciser que 5,3 millions de titres (hors acquisition du Bloc AMIRAL GESTION), représentant 18 % du capital de la société, ont été échangés sur EURONEXT entre le 23 et 27 novembre 2018, c'est-à-dire entre la publication des résultats de PARROT pour le troisième trimestre 2018 et l'annonce du projet d'Offre. Ce nombre d'échanges, réalisé sur trois jours, est équivalent à celui observé sur les 4 mois précédant l'annonce des résultats du troisième trimestre 2018. Un tel niveau d'échanges sur une période précédant l'annonce rend signifiante la référence au cours de bourse au 27 novembre 2018, soit 1,75 €/action.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 27 novembre 2018), le volume des actions PARROT échangées est de 21 954 milliers d'actions (soit environ 86 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 192% et celle du capital à 74%. En considérant ce volume, il faudrait 171 jours pour obtenir une rotation de 50% du capital, et 66 jours pour atteindre une rotation de 50% du flottant.

En définitive, dans la mesure où l'analyse du cours de bourse constitue une référence importante pour les actionnaires minoritaires dans le cadre d'une offre publique, et dans le contexte d'échanges importants de titres PARROT dans les séances précédant l'annonce de l'Offre, nous considèrerons cette méthode à titre principal.

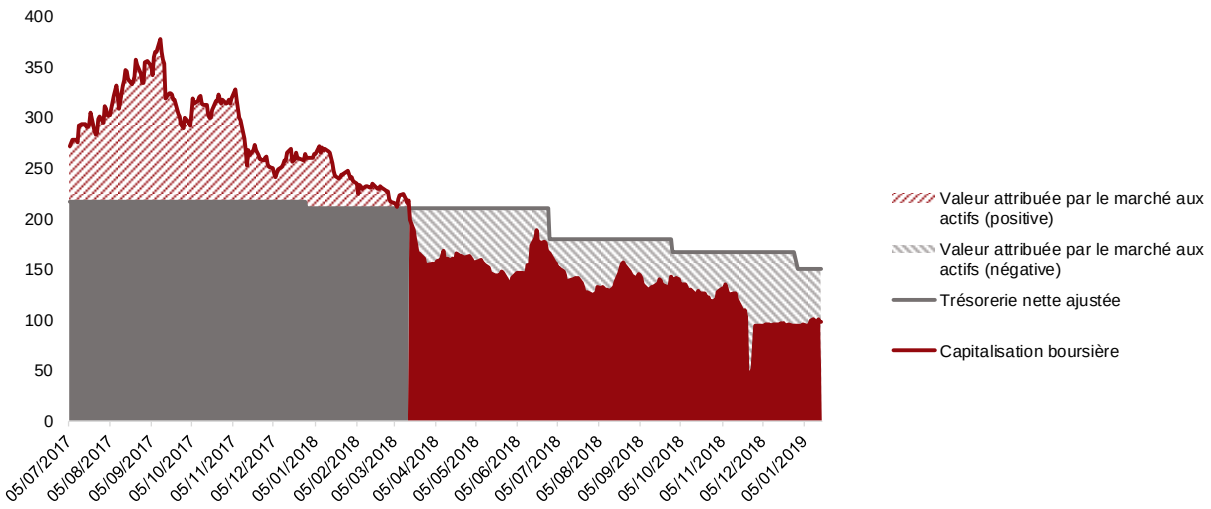
[19] Les volumes de titres échangés correspondent aux échanges de titres sur le marché EURONEXT, tels qu'ils sont communiqués par notre base de données financière CAPITAL IQ, retraités de l'achat du Bloc AMIRAL GESTION du 27 novembre 2018.

Valorisation induite des actifs de PARROT par le marché

Nous observons que la comparaison entre le montant de trésorerie nette du Groupe connu du marché (170 M€ au 30 septembre 2018, soit environ 5,67€ par action), et sa valeur boursière après publication des résultats au 30 septembre 2018 reflète la prise en compte par le marché d'une valeur fortement négative pour l'activité drones prise dans son ensemble.

Nous présentons ci-dessous une comparaison historique entre la capitalisation boursière de PARROT à sa position de trésorerie nette ajustée[20] :

Capitalisation boursière de Parrot comparée à sa trésorerie nette ajustée



Sources : Capital IQ (capitalisation boursière), Documents de Référence, rapports semestriels et Société (Trésorerie ajustée)
Analyse Finexsi

Depuis le mois de mars 2018, nous observons que la capitalisation boursière du titre est devenue inférieure à sa position de trésorerie nette. Cela signifie que le marché attribue, depuis cette date, une valeur négative aux actifs productifs de la société.

[20] Par souci d'homogénéité, nous n'avons pas retenu la trésorerie nette communiquée par PARROT dans ses publications de résultats, cette dernière étant impactée par les variations de périmètre, en particulier par la sortie progressive de PARROT dans PARROT AUTOMOTIVE OEM. La trésorerie nette ajustée utilisée est égale à la somme des participations mises en équivalence, de la trésorerie et équivalents, et des actifs à céder, à laquelle est retranchée la somme des dettes financières et des passifs à céder.

6.2.3 Somme des Parties (Sum Of The Parts – SOTP) – à titre principal

Cette méthode consiste à évaluer les groupes diversifiés en sommant la valeur fondamentale de leurs différentes activités, évaluées selon une méthode multicritères par référence à la méthode des flux futurs de trésorerie ou à la méthode des multiples, puis à déduire la valeur actuelle des frais de siège et l'endettement net.

Elle s'apparente à la méthode de l'actif net comptable réévalué (ANR), laquelle consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan.

La méthode de l'ANR est souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et dont les acquisitions et cessions de tels actifs constituent le processus d'exploitation.

Au cas d'espèce, la réorganisation envisagée de PARROT, qui a fait le choix de développer un portefeuille de participations dans le secteur des drones, rend la méthode de la somme des parties particulièrement adaptée pour refléter la valeur du patrimoine du Groupe.

6.2.4 Objectifs de cours de bourse des analystes - à titre secondaire

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre PARROT fait l'objet d'un suivi limité des analystes. Seuls deux analystes présentent un objectif de cours. Dans ce contexte, nous avons considéré cette méthode à titre secondaire.

6.3 Mise en œuvre de la valorisation de la société PARROT

6.3.1 Transactions récentes sur les actions de Parrot– A titre principal

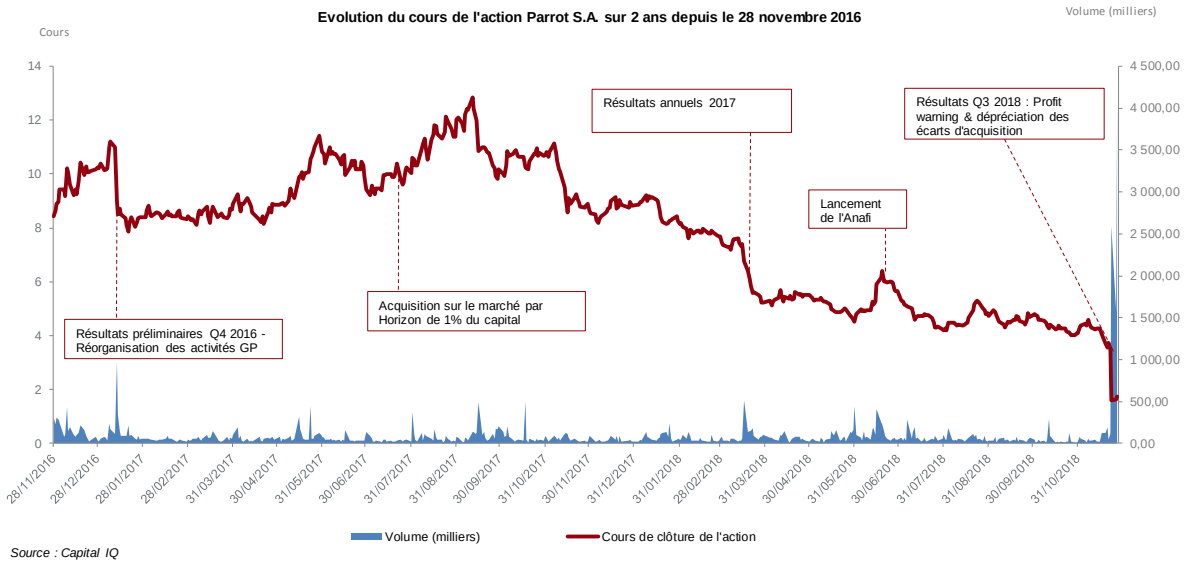
Le 27 novembre 2018, HORIZON a conclu un SPA (*Share Purchase Agreement*) avec un actionnaire portant sur 9,59% du capital et des droits de vote théoriques de PARROT au prix de **3,20 €** par action, payé en espèce et réalisé dès le 29 novembre 2018.

Selon les informations portées à notre connaissance, ce SPA n'inclut aucun complément de prix et la seule clause de révision porte sur un ajustement dans le cas où HORIZON viendrait à déposer une offre publique d'achat à un prix supérieur à 3,20 € dans les 6 mois suivants sa conclusion. De plus, nous avons eu la confirmation formelle par HORIZON qu'il n'existe pas d'accord connexe au SPA susceptible de modifier ce prix de 3,20 € par action.

Cette transaction intéressant un bloc détenu par un des principaux actionnaires minoritaires de la Société constitue ainsi une référence pour apprécier la valeur de l'action PARROT dans le cadre de la présente Offre, proposée à un prix strictement identique.

6.3.2 Référence au cours de bourse de Parrot – A titre principal

Le cours de bourse de l'action PARROT a évolué comme suit au cours des 24 derniers mois :



Source : Capital IQ

De manière synthétique, on peut relever qu'au cours de l'année 2018, le cours de PARROT suit une tendance baissière, avec un maximum de 9,23 € atteint le 8 janvier 2018 et un minimum atteint 2 jours avant annonce de l'Offre, soit 1,58 € le 23 novembre 2018, étant précisé qu'au cours de la séance boursière du 26 novembre 2018, le cours de l'action est descendu à un prix de 1,432 €[21].

Ainsi, l'Offre est réalisée à un moment où le cours de bourse est proche de son minimum historique sur deux ans, avec un cours *spot* de 1,75 € à la veille de l'annonce, le 27 novembre 2018.

Nous observons que depuis ladite annonce, le cours de bourse s'établit dans une fourchette de valeurs comprise entre 3,19 € et 3,42 €, soit des niveaux proches du prix d'Offre, étant toutefois précisé que les volumes d'échanges observés sont très limités.

[21] Source : Capital IQ.

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 27 novembre 2018, dernière séance de cotation avant l'annonce de l'Offre :

Parrot S.A. - Analyse du cours de bourse

	Cours	Prime sur le prix de l'offre de 3,2 €
Cours spot au 27 novembre 2018	**1,75 €**	**82,9%**
CMPV* 1 mois	2,02 €	58,7%
CMPV 60 jours	**2,50 €**	**27,8%**
CMPV 6 mois	3,61 €	-11,5%
CMPV 12 mois	4,80 €	-33,4%
CMPV 24 mois	7,24 €	-55,8%
Cours le plus haut sur 12 mois(1)	9,23 €	-65,3%
Cours le plus bas sur 12 mois(2)	1,58 €	102,3%
Cours le plus haut sur 24 mois(3)	12,84 €	-75,1%
Cours le plus bas sur 24 mois(4)	1,58 €	102,3%

Source : Capital IQ, analyse Finexsi.
**CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.*
(1) Le 8 janvier 2018.
(2) Le 23 novembre 2018.
(3) Le 11 septembre 2017.
(4) Le 23 novembre 2018.

Nous retenons une fourchette entre **1,75 €** et **2,50 €,** correspondant respectivement au cours spot au 27 novembre 2018 et au cours moyen pondéré par les volumes sur une durée de 60 jours avant cette date.

Sur ce critère, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 27,8% et 82,9%.

6.3.3 Somme des Parties (Sum Of The Parts – SOTP) – A titre principal

Nous détaillons ci-après les approches de valorisation et les résultats y afférents pour les principaux actifs réévalués. Les méthodes suivantes ont été mises en œuvre dans le cadre de cette évaluation par la somme des parties :

- pour PARROT DRONES, SENSEFLY, PIX4D, MICASENSE, AIRINOV, PARROT S.A., et la licence de marque FAURECIA, le critère de l'actualisation des flux futurs de trésorerie nous apparaît le plus pertinent pour appréhender le retour à la rentabilité attendu de certaines filiales et leur potentiel de développement[22]. Pour ces sociétés consolidées par intégration globale, les évaluations présentées correspondent à des valeurs d'entreprise, les éléments de dette financière nette étant appréhendés de manière consolidée dans la somme des Parties ;

- pour les titres des sociétés non consolidées par intégration ou acquises récemment : PLANCK AEROSYSTEMS, SKY HERO, ICONEM, CHOUETTE, BIOCARBON ENGINEERING, nous avons retenu les valeurs d'acquisition, réévaluées, le cas échéant, sur la base de la valorisation extériorisée par la dernière opération sur leur capital ;

- pour les autres actifs et passifs (provisions, actifs financiers, autres postes du bilan…), nous avons retenu les valeurs comptables estimées au 31 décembre 2018 communiquées par le management.

[22] Il est ainsi observé que certaines filiales présentant des agrégats de profitabilité faibles ou négatifs au cours des premiers exercices de prévisions, l'utilisation de multiples observés par analogie avec des sociétés ou des transactions comparables extérioriserait des valeurs faibles ou négatives. Par ailleurs, l'utilisation du critère des comparables boursiers aurait été redondante avec la méthode de calcul des valeurs terminales des sociétés.

6.3.3.1 Nombre d'actions retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises par la Société au 30 novembre 2018[23] soit 30 174 671 actions, diminué du nombre d'actions auto-détenues (612 179 actions), soit 29 562 492 actions, et ajusté des instruments dilutifs émis par PARROT au cours des derniers exercices.

- des plans d'options de souscriptions d'actions ont été mis en place. Au 31 décembre 2018, 409 006 options étaient toujours existantes. Néanmoins, en raison de l'évolution des cours, aucune de ces options n'est dans la monnaie, elles ne devraient donner lieu à aucune dilution. Il est rappelé qu'il n'a été attribué aucune nouvelle option de souscription d'actions au cours des trois derniers exercices ;

- lors de l'augmentation de capital réalisée en 2015, des bons de souscriptions d'actions ont été souscrits par des investisseurs. Comme cela sera détaillé dans la partie 7 de ce rapport, il a été souscrit 17 575 278 BSA 1[24], et 17 575 278 BSA 2[25]. Ces BSA étant nettement hors de la monnaie, nous ne prendrons pas en compte la dilution issue de leur éventuelle conversion ;

- enfin, la Société a mis en place des attributions d'actions gratuites, dont la livraison reposera sur les actions auto détenues par la Société. Après l'attribution de 264 000 actions gratuites aux salariés du Groupe au cours du 1er semestre 2019, le nombre d'actions gratuites attribuées et non livrées au personnel s'élève à 491 850[26].

Nous précisons que nous n'avons pas pris en compte l'impact de la mise en place d'un potentiel nouveau plan d'attribution d'actions gratuites portant sur 235 000 titres, proposées au Conseil d'Administration du Groupe le 28 janvier 2019, dès lors que ce plan n'est pas décidé au moment où nous établissons notre rapport. Cette position limitant la dilution est favorable à l'actionnaire minoritaire.

Nous retiendrons pour nos calculs un nombre d'actions PARROT s'élevant à 30 054 342 (29 562 492 + 491 850).

6.3.3.2 Données financières utilisées

Afin de prendre en compte les dernières évolutions opérationnelles du Groupe, nous avons retenu la situation de trésorerie nette estimée au 31 décembre 2018 ressortant des données comptables estimées fournies par la Société, étant précisé que ces chiffres sont en cours d'audit par les Commissaires aux comptes à la date du présent rapport.

Les éléments bilanciels assimilables à des dettes telles que les provisions pour retraites, litiges, engagements auprès de fournisseurs et distributeurs ont été retenus en déduction de cette trésorerie nette.

[23] Dernière information publique disponible, les données sont similaires au 31 décembre 2018, date de notre valorisation.
[24] Entre le 16 décembre 2020 et le 15 décembre 2022, 24 BSA 1 permettent de souscrire à 2 actions nouvelles Parrot à un prix unitaire de 32,66 €.
[25] Entre le 16 décembre 2020 et le 15 décembre 2022, 28 BSA 2 permettent de souscrire à 3 actions nouvelles Parrot à un prix unitaire de 42,34 €.
[26] Source : note d'information. 726 850 actions gratuites (cf.§.1.2) desquelles nous déduisons 235 000 actions, soit 491 850 actions

Aucune économie d'impôt future afférente à ces décaissements futurs n'a été prise en compte au motif que le Groupe est déficitaire et devrait continuer de l'être à court et moyen terme en raison des pertes attendues sur PARROT DRONES. Dans le contexte décrit plus haut, aucune valeur liée aux déficits reportables du Groupe n'a été retenue dans notre valorisation, étant par ailleurs observé qu'aucun effet impôt n'est modélisé dans les flux futurs des différentes filiales.

Enfin, un décaissement lié à une augmentation de la participation du Groupe dans l'une de ses filiales prévue en 2019 est retenu en déduction de la trésorerie nette. Le montant de cet investissement est en contrepartie ajoutée à la valeur de cette participation (cf. § 6.3.3.8).

La détermination de cette trésorerie nette ajustée ressort comme suit :

Parrot - Détermination de la trésorerie nette ajustée

m€	31/12/2018 *non audité*
Actifs financiers courants	10
Trésorerie	151
Dette financière	(1)
Trésorerie nette	**160**
Ajustements	
Engagements de retraite	(1)
Autres provisions	(8)
Croissance externe 2019	(8)
Ajustements	**(17)**
Trésorerie nette ajustée	**143**

Source: Données société

6.3.3.3 PARROT DRONES

6.3.3.3.1 Données utilisées

Notre évaluation de PARROT DRONES repose sur les éléments prévisionnels fournis par la société et approuvés par son Conseil d'administration du 13 décembre 2018 et couvrant la période 2019 et 2020.

La situation de contreperformance de 2018 avec l'échec du lancement de l'*Anafi* qui devait amorcer le redémarrage des ventes rend l'exercice de prévisions très difficile dans un contexte où le marché a baissé sur cette période.

Les anticipations du management sont basées sur un scénario de progression important de l'activité « *Prosumer* », et de développement d'une offre dans le domaine de la défense, pour lesquels il n'existe pas de carnet de commandes et qui doit donc être démontré dans le futur, ainsi que de la poursuite d'une contraction du marché Grand Public dans des proportions limitées lui permettant d'écouler les productions programmées, étant observé que l'absence de visibilité rend les prévisions incertaines.

Elles font ressortir à l'horizon de 2 ans des pertes d'exploitation significatives, malgré une réduction anticipée très importante des coûts d'exploitation liée au plan de restructuration annoncé par le Groupe.

Les revenus prévisionnels sur la période 2018-2020 présentent ainsi un taux de baisse annuel moyen supérieur à 20%, le résultat opérationnel demeure en nette perte à environ 40% et 70% des revenus, soit une légère amélioration par rapport au ratio de l'exercice 2018 (-94% estimé).

Ces prévisions de flux futurs de trésorerie intègrent également les décaissements liés au plan de réorganisation décidé en fin d'année 2018.

Les investissements opérationnels (Capex), qui concourent aux pertes visées ci-dessus, sont stables sur l'horizon explicite et sont estimés à respectivement 10,1% et 8,4% des revenus en 2019 et 2020 et correspondent aux niveaux jugés nécessaires pour maintenir la technologie.

Il nous apparaît que malgré des prévisions de réduction de l'activité et des résultats d'exploitation largement négatifs, ces prévisions peuvent être qualifiées de volontaristes en termes d'objectifs de vente, d'amélioration des niveaux de marge brute et de réduction des dépenses opérationnelles, particulièrement en observant que, depuis 2014, les performances réalisées par la Société en termes de revenus et de marges d'EBIT sont sensiblement inférieures à celles budgétées (cf. § 5.4.3).

Les prévisions de ventes sont quant à elles aléatoires et empreintes de fortes incertitudes. Elles nécessitent donc une analyse de sensibilité, compte tenu de leur contreperformance depuis plusieurs exercices.

6.3.3.3.2 Valorisation de PARROT DRONES

Ainsi qu'indiqué en introduction de ce chapitre, la valorisation de PARROT DRONES repose sur la prise en compte des flux futurs de trésorerie, dans un contexte où la consommation de trésorerie des prochains exercices sera financée par la trésorerie dont dispose le Groupe et conservée à cet effet. En conséquence, ces sommes venant obérer la « trésorerie disponible », elles ne donnent pas lieu à une actualisation.

En l'absence de prévisions après l'exercice 2020 et compte tenu des incertitudes autour du marché des drones Grand Public et *Prosumer*, nous avons développé 2 scénarios de travail différents.

- un scénario qui repose sur les prévisions du management pour les années 2019 et 2020 reprises sans ajustement, puis sur une extrapolation modélisant un retour progressif à l'équilibre à l'issue de l'exercice 2023 ;
- un scénario basé sur un ajustement des niveaux de ventes prévisionnelles d'*Anafi* au regard des réalisations estimées de 2018 qui ne permettent pas un redressement de PARROT DRONES, et conduisent donc à son arrêt à la fin de l'exercice 2020, soit dans un délai de 2 ans suivant le lancement de l'*Anafi*[27].

[27] Cette durée repose notamment sur la base d'échanges avec le management, et peut également être rapprochée de la communication de M. Henri SEYDOUX dans une interview aux Echos en date du 25 juin 2018 : « *Je me donne 2 ans pour refonder PARROT* ».

Scénario de retour à l'équilibre sur la base des objectifs volontaristes du management

Ce scénario d'équilibre financier atteint fin 2023 s'appuie sur les prévisions de consommation de trésorerie du management pour 2019-2020 que nous avons extrapolées pour les exercices 2021 et 2022 pour conduire à une réduction progressive des pertes opérationnelles de l'activité dont le niveau se développerait.

A l'issue de cette période, nous avons retenu une valeur terminale nulle en considérant que l'atteinte d'un résultat d'équilibre représentait, en l'état, une performance normative pour PARROT DRONES, étant rappelé qu'il existe un risque d'exécution significatif sur ces prévisions, au regard des réalisations passées nettement plus dégradées et des anticipations volontaristes sur le marché des *Prosumers*.

Scénario fondé sur l'extrapolation des tendances observées en 2018

Au vu des écarts très significatifs observés entre les prévisions de ventes d'*Anafi* et la performance estimée de 2018 (environ 25% et 30%), ainsi que du faible nombre de ces drones ayant été activés par les consommateurs finaux par rapport à ceux expédiés aux distributeurs (de l'ordre de 50%), et dans un contexte de contraction globale du marché, il nous est apparu pertinent d'ajuster les ventes prévisionnelles d'*Anafi* pour 2019-2020 de -50% afin de tirer les conséquences de la tendance de marché observée sur 2018, tout en maintenant la croissance des volumes et des marges des drones *Prosumer* et le développement de ventes dans la défense.

Dans cette hypothèse qui extériorise des pertes opérationnelles significativement supérieures à celles anticipées par le management, (qui demeurent toutefois inférieures aux pertes consolidées enregistrées par le Groupe au cours des chacun des trois derniers exercices), il est anticipé que ces déficits conduisent le management à décider de l'arrêt de l'activité PARROT DRONES en juin 2020, soit 2 ans après le lancement commercial de l'*Anafi*.

Pour la modélisation de cette fermeture, il est retenu qu'un délai de 6 mois[28] est nécessaire pour la mise en œuvre complète du plan de cessation d'activité. Ainsi, pour le second semestre 2020 les coûts de production et charges fixes de l'exercice sont maintenus aux niveaux attendus par le management, étant observé que, dans ce délai, la société ne pourrait pas procéder à des ajustements significatifs de commandes sans coûts équivalents.

De surcroît, afin de modéliser le potentiel déstockage inhérent à cette décision, ainsi que l'effet commercial négatif d'une telle annonce, le chiffre d'affaires *Prosumer* du deuxième semestre 2020 a été réduit de 50%[29].

Enfin, le coût de fermeture a été estimé à un montant de l'ordre de 30 M€ en relation avec le management, reflétant essentiellement les frais liés aux plans de licenciement du personnel, sans prise en compte de potentielles pénalités commerciales de distributeurs ou fournisseurs.

Sur ces bases, la valeur extériorisée pour l'activité de PARROT DRONES ressort dans une fourchette comprise entre -66 M€ pour l'hypothèse haute et -106,4 M€ pour l'hypothèse basse.

[28] Délai en ligne avec les anticipations du management de 8 mois.
[29] Soit, par mesure de simplification une réduction de 25% du chiffre d'affaires 2020, les drones Prosumers présentant une saisonnalité réduite.

Il apparait que les approches mises en œuvre sur la base des perspectives négatives en termes de flux futurs préparées par le management extériorisent des valeurs très négatives qui grèvent la valeur du Groupe.

A ce titre, nous rappelons que cette valeur négative de PARROT DRONES est également appréhendée par le marché comme le reflète le cours de bourse de la Société (cf. § 6.2.2). Nous relevons par ailleurs que la valeur basse de notre fourchette n'envisage pas la consommation de la totalité de la trésorerie nette (143 M€), ce qui peut apparaître favorable, étant notamment observé que le maintien d'un niveau de perte similaire à ceux observés en 2017 et 2018 (estimé) conduirait à retenir une valeur inférieure (-124,2 M€).

Enfin, notre hypothèse suppose une continuité d'exploitation du Groupe PARROT. Il pourrait en effet résulter d'un scénario davantage dégradé une situation dans laquelle le Groupe ne serait plus en mesure de financer la fermeture de PARROT DRONES et soit contraint de procéder à une liquidation.

6.3.3.4 SENSEFLY

6.3.3.4.1 Données utilisées

Notre détermination de la valeur d'entreprise de SENSEFLY est basée sur les prévisions consolidées du sous-groupe SENSEFLY transmises par le management de la société pour les exercices 2019 et 2020 et approuvées par le Conseil d'Administration du Groupe en date du 13 décembre 2018.

Ces estimations intègrent une croissance annuelle moyenne des revenus de près de 25% par rapport à 2018 (estimé), malgré la volatilité du chiffre d'affaires constatée ces dernières années.

S'agissant de la profitabilité, le plan prévoit l'atteinte d'une marge d'EBIT positive pour 2020 à un niveau encore jamais atteint par la société. Cette progression est notamment soutenue par la croissance des revenus et une réduction de coûts opérationnels assise sur le plan de restructuration mis en œuvre en 2018.

Au regard des performances commerciales volatiles observées historiquement pour cette société ayant nécessité des restructurations à l'été 2018, de l'incertitude autour du marché de l'aile fixe, ces prévisions nous apparaissent volontaristes, notamment en termes de rentabilité.

Nous observons toutefois qu'elles n'intègrent pas le potentiel développement d'une solution dédiée aux besoins de surveillance et militaires ou d'autres verticaux qui pourraient potentiellement être développés si la société restaure ses marges et compte tenu de sa position de leader sur le marché de l'aile fixe.

6.3.3.4.2 Valorisation de SENSEFLY

Comme indiqué en introduction de ce chapitre, la valorisation de SENSEFLY repose sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

En l'absence de prévisions pour les années postérieures à 2020, notre approche repose sur l'actualisation du flux de trésorerie de 2019 et 2020 de la Société, puis sur la détermination d'une valeur terminale basée sur l'application à l'EBIT 2020 d'un multiple moyen observé sur des sociétés lui étant comparables.

Cette approche basée sur l'application d'un multiple d'EBIT a été mise en œuvre uniquement sur SENSEFLY et PIX4D au motif que ces sociétés sont reconnues sur le marché professionnel, comme en atteste leur présence dans les études sectorielles (cf.§5.1.2), et revêtent un potentiel stratégique, que la référence à des multiples de sociétés plus matures permet d'apprécier.

La composition d'un échantillon de sociétés cotées qui soient pleinement comparable à SENSEFLY en termes de taille, d'activité, ou de perspectives de rentabilité est très complexe, nous avons cependant identifié les sociétés de haute technologie suivantes ayant des activités proches de SENSEFLY et permettant de traduire le potentiel de développement de la société :

- **AEROVIRONMENT, INC.**, société américaine de conception et commercialisation de drones principalement pour les domaines de la défense et surveillance ainsi que de l'agriculture ;
- **PASCO CORPORATION** est une société japonaise spécialisée dans l'observation satellite et aérienne ;
- **KRATOS DEFENSE & SECURITY SOLUTIONS** est une société américaine dédiée aux drones militaires, communications par satellite, cybersécurité et sécurité publique.

Les agrégats ainsi que les multiples de valeur d'entreprise sur l'EBIT 2020 de ces sociétés sont présentés ci-après.

senseFly - Analyse des sociétés comparables identifiées

En millions (USD)	Devise	Market cap (3 mois)	Chiffre d'affaires					EBIT				
			2016	2017	2018e	2019e	2020e	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AeroVironment, Inc.	USD	1 880	229	271	309	375	491	20	33	30	44	56
Pasco Corporation	USD	117	464	481	479	493	502	10	18	14	14	15
Kratos Defense & Security Solutions, Inc.	USD	846	669	752	642	722	807	(7)	19	31	47	61

Indicateurs de performance des sociétés comparables

En %	Date de clôture	Pays	Croissance du CA					Taux d'EBIT				
			2016	2017	2018e	2019e	2020e	2016	2017	2018e	2019e	2020e
AeroVironment, Inc.	30/04/2018	United States	nd	18 %	14 %	21 %	31 %	9 %	12 %	10 %	12 %	11 %
Pasco Corporation	31/03/2018	Japan	nd	4 %	(0)%	3 %	2 %	2 %	4 %	3 %	3 %	3 %
Kratos Defense & Security Solutions, Inc.	31/12/2017	United States	nd	12 %	(15)%	13 %	12 %	(1)%	3 %	5 %	7 %	8 %
Moyenne			**nd**	**11 %**	**(0)%**	**12 %**	**15 %**	**3%**	**6%**	**6%**	**7%**	**7%**
Médiane			**nd**	**12 %**	**(0)%**	**13 %**	**12 %**	**2%**	**4%**	**5%**	**7%**	**8%**

Multiple observé sur les sociétés comparables

Comparables	EV (m$) [1]	xEBIT 2020e
AeroVironment, Inc.	1 590	28,2x
Pasco Corporation	261	18,4x
Kratos Defense & Security Solutions, Inc.	952	15,7x
Moyenne		**20,8x**

[1] Valeur d'entreprise en million de dollars calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois

Source: Capital IQ

Nous observons que ces sociétés sont des groupes cotés dont la taille est très significativement supérieure à celle de SENSEFLY. De surcroît, ces sociétés ont démontré la viabilité de leurs offres sur leur marché et présentent des prévisions de rentabilité positives.

Pour ces raisons, il nous est apparu pertinent de procéder à une correction du multiple moyen de ces comparables, qui nous le rappelons sont des sociétés de haute technologie dont les cours de bourse intègrent le potentiel de développement.

Nos analyses, fondées sur les travaux d'Ibbotson et d'Associés en Finance sur les primes/décotes de taille et d'illiquidité font ressortir un ajustement moyen de - 30,7% applicable à la société par rapport aux comparables considérés.

Ce niveau d'ajustement ressortant élevé, il nous est apparu qu'il serait trop défavorable pour l'évaluation de cette société. Nous avons donc retenu un ajustement limité de 23,8%, en ligne avec le niveau retenu pour PIX4D ci-après, ce qui est de nature à maximiser l'évaluation.

Sur cette base, le multiple de Valeur d'Entreprise sur EBIT 2020 retenu s'établirait à 16 fois.

Une analyse de sensibilité au taux d'ajustement retenu a été réalisée sur la base des niveaux d'ajustement maximal et minimal calculés (-14% à -34%), qui conduit à l'application de multiples compris entre 13,9 et 18,1 fois l'EBIT, niveaux qui apparaissent élevés pour la valorisation de SENSEFLY dont la rentabilité reste à démontrer, et qui sont donc favorables à l'actionnaire minoritaire.

Détermination du taux d'actualisation

Considérant que les filiales de PARROT étaient exposées aux mêmes aléas que le Groupe pris dans son ensemble et qu'un investisseur en attendrait un rendement similaire, il nous est apparu pertinent de calculer un taux d'actualisation comme s'il était déterminé pour PARROT dans son ensemble. Par ailleurs cette approche permet de ne pas prendre deux fois une réduction de valeur liée à la taille des sociétés, dans la mesure où un ajustement du multiple a déjà été pris en compte à ce titre.

Nous avons ainsi retenu un coût des fonds propres de 11,30% déterminé sur la base de :

- un taux sans risque de 0,78% (*Source : Banque de France - OAT TEC 10 ans moyenne 1 an*) ;
- une prime de risque de 5,88% (Moyenne 1 an des primes de risque. *Source : ASSOCIES EN FINANCE*) ;
- un béta de 1,79 correspondant au béta moyen observé sur PARROT avant l'annonce de l'Offre (*Source : CAPITAL IQ et analyse Finexsi*). Ce Beta qui apparaît supérieur au Beta déterminé par Damodaran pour le secteur « *Electronics Consumer & Office* » de 1,40, traduit la réaction des marchés au parcours du Groupe depuis un an et notamment son récent « *profit warning* ». Ce niveau de Beta nous apparaît donc pertinent pour refléter le risque de réalisation des prévisions communiquées, particulièrement dans la mesure où les filiales du Groupe ont historiquement réalisé des performances en deçà de leurs budgets.

Au motif que ni le Groupe, ni les filiales ne sont endettés financièrement, le taux d'actualisation correspond au coût du capital.

A titre d'information, nous précisons que nous avons analysé l'impact de la prise en compte de données de marchés des Etats-Unis au motif que SENSEFLY, tout comme les autres sociétés du Groupe, sont également exposées au marché américain. Le taux d'actualisation ressortant à un niveau supérieur au taux de 11,30%, il nous est apparu trop défavorable de le retenir.

Enfin, nous avons examiné les taux d'actualisation retenus par les analystes financiers suivant le cours de l'action PARROT. Seul l'analyste d'INVEST SECURITIES présente le taux d'actualisation retenu pour ses calculs qui s'élève à 12,9%.

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 1er janvier 2019, en considérant que la trésorerie générée par les filiales ne pouvait être disponible qu'en fin d'année pour l'actionnaire du groupe PARROT, et que les mouvements internes de trésorerie de PARROT vers sa filiale était neutre pour la trésorerie du Groupe, la filiale étant consolidée globalement.

Sur ces bases, la valeur d'entreprise[30] de SENSEFLY ressort dans une fourchette comprise entre 19,3 M€ et 25,3 M€ en fonction du niveau de multiple d'EBIT retenu pour le calcul de la valeur terminale.

6.3.3.5 PIX4D

6.3.3.5.1 Données utilisées

La valorisation de la société est basée sur les prévisions consolidées du sous-groupe PIX4D transmises par le management de la société pour les exercices 2019 et 2020 et approuvées par le Conseil d'Administration de PARROT le 13 décembre 2018.

Ces estimations intègrent une croissance annuelle moyenne des revenus de l'ordre de 20% par rapport à 2018 (estimé) qui apparaît en ligne avec la tendance récente observée en 2017 et 2018.

En termes de rentabilité, une amélioration du taux de marge d'EBIT au-dessus de 10% des revenus est attendue. Ce ratio est en ligne avec les niveaux de marges réalisés en 2016 et 2017 avant l'affaissement observé ces dernières années en raison de la nécessaire intensification des investissements en recherche et développement pour diversifier les verticaux adressés par la société et maintenir sa croissance.

6.3.3.5.2 Valorisation de PIX4D

La valorisation de PIX4D repose sur la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Comme pour SENSEFLY, notre approche repose sur l'actualisation du flux de trésorerie de 2019 et 2020, puis sur la détermination d'une valeur terminale à partir d'un multiple moyen d'EBIT 2020 de sociétés comparables.

La composition d'un échantillon de sociétés cotées qui soient comparables à PIX4D en termes de taille, d'activité, ou de perspectives de rentabilité est très complexe ; nous avons cependant identifié un échantillon de sociétés spécialisées dans la conception et la commercialisation de logiciels d'imagerie.

[30] Comme indiqué en introduction de ce chapitre, la valeur présentée correspond à une valeur d'entreprise puisque la position de trésorerie de SENSEFLY (détenue à 100%) est appréhendée de manière consolidée dans la trésorerie nette ajustée du Groupe.

- **HEXAGON AB**, société suédoise spécialisée dans la mesure de précision. La société propose des capteurs et des solutions logicielles de collecte, stockage, analyse et traitement des données ;

- **COGNEX CORPORATION**, société américaine spécialisée dans les systèmes de vision (logiciels, capteurs et automatisation de processus industriels) qui développe notamment une activité de logiciels de vision industrielle ;

- **SUPERMAP SOFTWARE**, entreprise chinoise dont le cœur de métier est l'édition de solutions logicielles basées sur la photogrammétrie permettant notamment l'analyse de données géographiques et spatiales.

Afin d'appréhender le potentiel significatif de développement de cette société nous avons également intégré des sociétés plus matures de tailles plus importantes comme :

- **DASSAULT SYSTEMES SE,** groupe français spécialisé dans l'édition de logiciels de conception en trois dimensions, dont notamment le logiciel *CATIA* qui est l'un des logiciels de conception le plus utilisé au monde ;

- **AUTODESK**, entreprise américaine dédiée à l'édition de logiciels de conception en trois dimensions et de création de contenu numérique dont le principal produit est *Autocad*, permettant notamment la modélisation de bâtiments et d'environnements en trois dimensions ;

- **ANSYS**, groupe américain spécialisé dans l'édition de logiciels de simulation numérique et de conception servant à prédire et analyser le comportement d'un produit dans son environnement ;

- **ALTAIR ENGINEERING**, société américaine qui conçoit et développe des logiciels d'ingénierie avancée permettant la simulation de conceptions de produits dédiés aux ingénieurs et permettant l'optimisation des processus de design ;

- **PTC,** société américaine spécialisée dans « l'internet des objets ». La société propose principalement une offre logicielle, notamment dans le domaine de la conception assistée par ordinateur, de la réalité augmentée pour les entreprises ainsi que dans la gestion du cycle de vie des produits.

Les agrégats et les multiples de valeur d'entreprise sur l'EBIT 2020 de ces sociétés ressortent comme suit :

Pix4D - Analyse des sociétés comparables identifiées

En millions (USD)	Devise	Market cap (3 mois)	Chiffre d'affaires					EBIT				
			2016	2017	2018e	2019e	2020e	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Hexagon AB (publ)	EUR	17 401	3 324	4 141	4 298	4 589	4 836	782	1 050	1 064	1 174	1 270
Cognex Corporation	USD	7 147	521	748	798	884	1 011	161	259	220	258	307
SuperMap Software Co., Ltd.	CNY	8 255	120	192	252	342	448	16	30	40	55	73
Dassault Systèmes SE	EUR	27 130	3 226	3 876	3 948	4 363	4 746	752	911	1 239	1 398	1 558
Autodesk, Inc.	USD	29 668	2 504	2 031	2 057	2 544	3 257	(419)	(394)	302	902	1 371
ANSYS, Inc.	USD	12 783	988	1 095	1 248	1 370	1 503	161	391	562	613	677
Altair Engineering Inc.	USD	2 187	313	333	380	434	493	201	(35)	30	47	68
PTC Inc.	USD	10 041	1 141	1 164	1 331	1 331	1 519	50	79	292	407	575

Pix4D - Indicateurs de performance des sociétés comparables

En %	Dernière Cloture	Pays	Croissance du CA					Taux d'EBIT				
			2016	2017	2018e	2019e	2020e	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Hexagon AB (publ)	31/12/2017	Sweden	nd	10 %	9 %	8 %	5 %	24 %	25 %	25 %	26 %	26 %
Cognex Corporation	31/12/2017	United States	nd	44 %	7 %	11 %	14 %	31 %	35 %	28 %	29 %	30 %
SuperMap Software Co., Ltd.	31/12/2017	China	nd	50 %	39 %	34 %	31 %	13 %	15 %	16 %	16 %	16 %
Dassault Systèmes SE	31/12/2017	France	nd	6 %	7 %	11 %	9 %	23 %	24 %	31 %	32 %	33 %
Autodesk, Inc.	31/01/2018	United States	nd	1 %	24 %	28 %	24 %	(21)%	(19)%	12 %	28 %	34 %
ANSYS, Inc.	31/12/2017	United States	nd	11 %	14 %	10 %	10 %	38 %	36 %	45 %	45 %	45 %
Altair Engineering Inc.	31/12/2017	United States	nd	6 %	14 %	14 %	14 %	5 %	(11)%	8 %	11 %	14 %
PTC Inc.	30/09/2018	United States	nd	7 %	7 %	14 %	17 %	4 %	6 %	22 %	27 %	32 %
Moyenne			**nd**	**17 %**	**15 %**	**16 %**	**15 %**	**15 %**	**14 %**	**23 %**	**27 %**	**29 %**
Médiane			**nd**	**8 %**	**11 %**	**13 %**	**14 %**	**18 %**	**19 %**	**23 %**	**27 %**	**31 %**

Pix4D - Multiples observés sur les sociétés comparables

Comparables	EV (m) [1]	xEBIT 2020e
Hexagon AB (publ)	19 890	15,9x
Cognex Corporation	6 620	21,6x
SuperMap Software Co., Ltd.	1 188	16,3x
Dassault Systèmes SE	28 812	18,5x
Autodesk, Inc.	30 178	22,0x
ANSYS, Inc.	12 054	17,8x
Altair Engineering Inc.	1 991	29,1x
PTC Inc.	10 399	18,1x
Moyenne		**19,9x**
Médiane		**18,3x**

[1] Valeur d'entreprise en million de dollars calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois

Source: Capital IQ

Comme pour SENSEFLY, en raison des différences de taille et de rentabilité importantes entre ces sociétés et PIX4D, nous avons ajusté le multiple moyen selon la même méthodologie de calcul. Le niveau d'ajustement ainsi déterminé et appliqué au multiple précédemment déterminé est de 23,8%, soit un multiple de 15,3 fois.

Une analyse de sensibilité au taux d'ajustement retenu a été réalisée sur la base des niveaux d'ajustement maximal et minimal calculés de respectivement 14% et 34%.

Une analyse de sensibilité au taux d'ajustement du multiple sur la base des niveaux d'ajustement maximal et minimal calculés a également été mise en œuvre, qui conduit à l'application de multiples compris entre 13,3 et 17,3 fois l'EBIT qui apparaissent élevés et maximisent ainsi la valorisation de PIX4D.

Détermination du taux d'actualisation

Comme pour SENSEFLY, les flux ont été actualisés en fin d'année sur la base d'un taux d'actualisation déterminé selon les mêmes hypothèses et ressortant à 11,30%.

Sur ces bases la valeur d'entreprise[31] de PIX4D ressort dans une fourchette comprise entre 42 M€ et 54,6 M€ en fonction du multiple d'EBIT retenu pour calculer la valeur terminale.

6.3.3.6 MICASENSE

6.3.3.6.1 Données utilisées

L'évaluation de MICASENSE repose sur le plan d'affaires 2019-2020 préparé par le management de la Société et approuvé par le Conseil d'Administration de PARROT du 13 décembre 2018.

Ces estimations intègrent une croissance annuelle moyenne des revenus autour de 40% par rapport à 2018 (estimé). En lien avec cette croissance des revenus et la réduction des dépenses de recherche et développement, une nette amélioration de la rentabilité opérationnelle de la société est anticipée, puisque la marge d'EBIT prévisionnelle devient positive en 2019 et 2020 à un niveau jamais atteint par cette filiale.

Ce niveau de performance prévisionnelle apparaît ambitieux pour MICASENSE au regard de sa rentabilité historique, de la concurrence d'autres constructeurs et compte tenu des incertitudes autour de son développement commercial.

6.3.3.6.2 Valorisation de MICASENSE

La valorisation de MICASENSE repose sur le critère de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Nous observons que les prévisions de revenus et de marge de MICASENSE reposent sur la commercialisation des capteurs développés préalablement, sans investissements de recherche et développement, qui de fait n'apparaissent pas normative.

Dès lors, nous avons extrapolé les prévisions du management d'une année afin de modéliser l'effet sur les marges d'efforts de recherche et développement plus conséquents et avons déterminé une valeur terminale selon la formule de Gordon-Shapiro à partir de ce flux, avec un taux de marge normatif.

Une analyse de sensibilité basée sur une variation d'un point du taux de marge d'EBIT normatif a été réalisée.

[31] Dans la mesure où la société est détenue à 94,67% par PARROT et consolidée par intégration globale, sa position de trésorerie est appréhendée de manière consolidée dans la trésorerie nette ajustée.
La quote-part des minoritaires (5,33%) dans ladite Valeur d'Entreprise et la trésorerie de la filiale est prise en compte en déduction de la valeur globale du groupe sur la base de notre valorisation de la société.
Cette valeur des intérêts minoritaires de PIX4D ressort dans une fourchette de 2,9 M€ et 3,5 M€.
Nous précisons qu'il existe une option d'achat sur la quote-part du capital non détenue par PARROT dont la date d'exercice est en 2021 et le prix d'exercice repose sur des éléments prévisionnels. Pour ces raisons, et considérant que l'application de la formule contractuelle était défavorable à l'actionnaire, nous avons choisi de ne pas retenir cette référence pour l'évaluation des intérêts minoritaires de PIX4D.

Le taux de croissance à l'infini retenu pour ledit calcul est de 1,50%, soit un niveau cohérent avec les taux retenus pour les autres actifs du Groupe, et dans un contexte où la société présente un caractère technologique moins marqué que SENSEFLY ou PIX4D.

Détermination du taux d'actualisation

Comme pour les autres filiales du Groupe, nous avons retenu comme taux d'actualisation le coût des fonds propres, déterminé à 11,30% sur la base du taux d'actualisation qui serait calculé pour le groupe PARROT dans son ensemble.

Compte tenu de la moindre taille de la société MICASENSE et de la correction des multiples réalisée pour SENSEFLY et PIX4D, l'analyse d'un taux d'actualisation spécifique à MICASENSE qui aurait été augmenté d'une prime de taille a été considérée. Cette approche n'a toutefois pas été retenue au motif qu'elle aurait été défavorable pour l'actionnaire minoritaire.

Il a également été considéré pour les calculs d'actualisation que les flux financiers de cette filiale seraient disponibles en fin d'année pour l'actionnaire de PARROT.

Sur ces bases, la valeur d'entreprise[32] de MICASENSE ressort dans une fourchette comprise entre 11,4 M€ et 13,2 M€ en fonction du niveau de marge normative retenu pour le calcul de la valeur terminale.

6.3.3.7 AIRINOV

6.3.3.7.1 Données utilisées

La valorisation d'AIRINOV est basée sur des projections de chiffres d'affaires et de résultats pour les exercices 2019 et 2020 établies par la direction de la société, transmises à la direction de PARROT, et approuvées par son Conseil d'Administration du 13 décembre 2018.

Après deux années de recul significatif, le chiffre d'affaires d'AIRINOV est attendu en 2019 à des niveaux similaires à ceux observés par le passé, puis en croissance soutenue en 2020. Parallèlement au retour de la croissance, il est anticipé que les mesures d'économies mises en place en 2017 permettront à la société d'arriver à une situation d'équilibre opérationnel en 2020.

Ces évolutions de la performance opérationnelle d'AIRINOV peuvent paraître ambitieuse dans un contexte où les prestataires de service par drones peinent à trouver leur clientèle, telle AIR SUPPORT, ancienne filiale de PARROT dans les services basés sur l'imagerie aérienne dont l'activité a été mise en sommeil par manque d'activité, ou encore DELTA DRONE un opérateur de drones civils qui n'a échappé à la faillite que grâce à une injection de nouveaux capitaux en début d'année 2018.

---

[32] Dans la mesure où la société est détenue au 31 décembre 2018 à 79,53% par Parrot et consolidée par intégration globale sa position de trésorerie est appréhendée de manière consolidée dans la trésorerie nette du groupe.
La quote-part des minoritaires dans ladite Valeur d'Entreprise et la trésorerie de la filiale est prise en compte en déduction de la valeur globale du groupe.
Le capital non détenu par Parrot au 31 décembre 2018, soit 20,47% fait l'objet d'une promesse de vente par ses détenteurs à hauteur de 17,17% du capital de MICASENSE, dont l'exercice est prévu en 2019 pour un coût de 0,9 M€, (calculé sur la base des conditions de performances de la société définies au contrat).
Le solde du capital restant à acquérir, soit 3,30%, valorisé dans une fourchette comprise entre 0,4 M€ et 0,5 M€ sur la base de notre évaluation de MICASENSE et de sa position de trésorerie au 31 décembre 2018 a également été déduit de la valeur globale.
Il en résulte une valeur des intérêts minoritaires de MICASENSE comprise dans une fourchette de 1,3 M€ à 1,4 M€.

En l'absence de soutien financier de PARROT, et en cas de non-réalisation des objectifs opérationnels et commerciaux, il existe des doutes raisonnables sur la continuité d'exploitation de cette filiale.

6.3.3.7.2 Valorisation d'AIRINOV

Malgré ces risques, nous avons mis en œuvre une valorisation reposant sur la continuité d'exploitation d'AIRINOV, sur la base de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.

Compte tenu de l'horizon de prévision limité, notre approche repose sur l'actualisation des flux de trésorerie 2019 et 2020, tels qu'ils sont anticipés par la société, et à l'application d'une valeur terminale 2021, déterminée à partir d'une extrapolation du résultat 2020 sur la base d'une amélioration de la marge d'EBIT, étant précisé que cette hypothèse a fait l'objet d'un test de sensibilité.

Comme pour MICASENSE, nous avons retenu comme taux d'actualisation un coût des fonds propres, déterminé à 11,30 % à partir du taux d'actualisation calculé pour PARROT sans ajouter de prime de taille.

Le taux de croissance à l'infini a été retenu à 1,5%, en cohérence avec celui utilisé pour les autres actifs du Groupe.

Sur ces bases, la valeur d'entreprise[33] d'AIRINOV ressort dans une fourchette comprise entre 0,1 M€ et 0,7 M€ en fonction du niveau de marge normative retenu pour le calcul de la valeur terminale.

[33] La quote-part des minoritaires (0,72%) dans ladite Valeur d'Entreprise et la trésorerie de la filiale est prise en compte en déduction de la valeur globale du Groupe sur la base de notre valorisation de la société.

6.3.3.8 Titres de participations et titres mis en équivalence

Comme indiqué au chapitre 5.6, PARROT comprend des participations dans des sociétés qui ne sont pas intégrés globalement dans ses résultats. Dès lors, ces participations ont des valeurs qui ne sont pas reflétées dans les flux analysés ci-avant. Ces 5 sociétés sont :

- PLANCK AEROSYSTEMS (détenue à *49 %) ;*
- SKY HERO (détenue à *33,34 %) ;*
- CHOUETTE VISION (détenue à *23 %) ;*
- ICONEM (détenue à *45 %) et,*
- BIOCARBON (détenue à 23 %).

Nous avons valorisé ces participations sur la base des dernières acquisitions réalisées par Parrot sur ces titres :

- le 21 décembre 2017, PARROT à travers sa filiale américaine PARROT INC., a acquis 2 499 950 actions supplémentaires de la société PLANCK AEROSYSTEMS INC basée à San Diego pour 2,5 M$;
- le 21 décembre 2017, PARROT DRONES a souscrit à une augmentation de capital de la société de droit belge SKY HERO d'un montant total de 2 M€, lui permettant de détenir 33,34% du capital et des droits de vote de cette société ;
- le 28 juillet 2017, PARROT DRONES a acquis 23,02% (0,4 M€) de la société CHOUETTE VISION ;
- le 24 juillet 2015, PARROT a acquis 45 % du capital d'ICONEM pour 1,4 M€ ;
- le 17 juin 2017, PARROT DRONES a acquis 9,4% complémentaires (1,1 M€) de la société BIOCARBON portant son pourcentage de détention à 23% pour un montant de 2,2 M€.

Comme indiqué ci-avant, nous avons également pris en compte l'investissement additionnel dans l'une de ces filiales. Le décaissement y afférent a été retenu en déduction de la trésorerie nette du Groupe (cf.§6.3.3.2).

La valeur ainsi déterminée pour l'ensemble de ces titres s'élève à 24,6 M€.

6.3.3.9 Coûts de fonctionnement du Holding

L'évaluation de PARROT SA repose sur l'actualisation des coûts de fonctionnement futurs du holding tels que présentés et approuvés par le Conseil d'Administration du Groupe. Ce coût est supposé stable en 2019 et 2020 autour de 5 M€ par an.

Les flux futurs de trésorerie sont actualisés au taux de 11,30% tel que déterminé pour PARROT (cf. §6.3.3.4.2). Une valeur terminale est déterminée à partir du flux 2021 sur la base d'un taux de croissance à l'infini de 1,50% reflétant l'inflation attendue des coûts du holding.

Les analyses de sensibilité à des variations d'un demi-point du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini extériorisent une fourchette de valeur négative comprise entre – 56,3 M€ et - 51 M€ pour PARROT SA.

6.3.3.10 Licence FAURECIA

Comme indiqué en partie 5.4.1, la cession des activités AUTOMOTIVE à FAURECIA s'est accompagnée d'un accord portant sur une licence d'utilisation de la marque PARROT par FAURECIA jusqu'au 1er janvier 2022, en contrepartie d'une redevance basée sur le chiffre d'affaires réalisé par FAURECIA sur des produits de marque PARROT.

Compte tenu d'une réduction du taux de redevance applicable au cours du contrat, les revenus de licence sont estimés à environ 1,8 M€ pour 2019, puis à 0,8 M€ pour 2020 et enfin à 0,4 M€ pour 2021. Après cette date, considérant la stratégie de consolidation de l'activité *infotainment* au sein du groupe FAURECIA, nous avons jugé que ce développement chez FAURECIA se ferait en marque propre et que cet accord d'utilisation de licence ne serait pas renouvelé par cette dernière.

Nous avons ainsi valorisé cette licence sur la base de ces conditions contractuelles jusqu'à 2021, d'une hypothèse de croissance du chiffre d'affaires sous marque PARROT par FAURECIA de 1,5% et d'un taux d'actualisation de 11,30%, en ligne avec celui retenu pour les autres actifs du Groupe.

Des analyses de sensibilité à des variations d'un demi-point du taux de croissance et du taux d'actualisation ont été mises en œuvre.

Sur ces bases la valeur de la licence FAURECIA ressort dans une fourchette comprise entre 2,6 M€ et 2,7 M€.

6.3.3.11 Synthèse

Les valeurs des différents actifs ainsi que celle du groupe PARROT déterminée par la méthode de la somme des parties peuvent être résumées comme suit :

Parrot - valorisation par la somme des parties

En MEUR	Multiples ajustés (bas) et fourchette basse P.Drones	Multiples ajustés (haut) et fourchette haute P.Drones	*Analyse de sensibilité*
Parrot Drones	(106,4)	(66,0)	*(Cas haut/ajusté)*
Sensefly	19,3	25,3	*Multiple d'EBIT 2020: 13,9x/18,1x*
Pix4D	42,0	54,6	*Multiple d'EBIT 2020: 13,3x/17,3x*
Micasense	11,4	13,2	*(+/- 1 point de marge normative)*
Airinov	0,1	0,7	*(+/- 1 point de marge normative)*
Licence Faurecia	2,6	2,7	(+/- 0,5 point de taux d'actualisation)
Parrot Corporate	(56,3)	(51,0)	*(+/- 0,5 point de taux d'actualisation)*
Trésorerie nette	143,0	143,0	
Minoritaires	(4,2)	(5,3)	*(Pix4D, SenseFly et Airinov)*
Sociétés mises en équivalence et participations	24,6	24,6	
Valeur des fonds propres	**76,1**	**141,6**	
€/action	***2,5***	***4,7***	

La valeur du groupe PARROT extériorisée par la Somme des Parties ressort dans une fourchette comprise entre 2,5 € et 4,7 € par action. Sur ce critère, le prix d'Offre extériorise une prime de 26% sur la borne basse et une décote de 32% sur la borne haute.

6.3.3.12 Analyse de la valorisation par la somme des parties présentée par un actionnaire minoritaire

Comme indiqué au chapitre 3, nous avons analysé les « *réflexions autour de la valorisation du groupe Parrot* » qui nous ont été exposées par un actionnaire minoritaire, dont l'évaluation multicritères conduit à une fourchette de valeur comprise entre 8,2€ (par référence à l'actif net comptable qu'il estime à fin 2018) et 8,8€ par action (selon une approche par la somme des parties).

Concernant la référence à l'actif net comptable, nous renvoyons aux développements figurant plus haut (cf.§ 6.1.1) qui nous ont conduit à écarter ce critère, en observant que l'atterrissage d'actif net consolidé estimé pour 2018 est sensiblement inférieur à celui mentionné par l'actionnaire minoritaire.

Concernant l'approche par la somme des parties, il décompose la valeur du Groupe comme suit :

			Valorisation		
Activité	**CA 2019e**	**Multiple implicite de CA**	**M€**	**€ / action**	**Commentaires**
Drones grand public	45	-	0	0,0	Valorisé à 0 par prudence, concurrence vive
Drones professionnels	50	3,6x	181	6,0	
dont Sensefly	*20*	3,8x	*75*	*2,5*	*Valorisation de la dernière transaction (2016)*
dont Pix4D	*31*	2,7x	*81*	*2,7*	*Dernière transaction (juin 2017), revalorisée de 50% / détenu à 95%*
dont autres et éliminations	*0*		*25*	*0,8*	*Approximation conservatrice, une partie seulement est consolidée*
Valorisation des activités			**181**	6,0	
Trésorerie nette (fin 2019)			100	3,3	Guidance de la société donnée en novembre 2018
Autres éléments			-15	-0,5	Provisions essentiellement
Valeur des fonds propres			**266**	8,8	
Nombre de titres dilués			30,3		
Valorisation de la société par action			**8,8**		

Source : Note transmise par l'actionnaire minoritaire le 18/12/18

Cette approche appelle les principaux commentaires suivants de notre part :

En retenant une valeur nulle de PARROT DRONES, et le montant de la trésorerie estimée à fin 2019, l'actionnaire minoritaire considère que les pertes de cette filiale s'arrêteront en 2019. Nous relevons que cette hypothèse n'est pas conforme à la stratégie et aux anticipations du management qui prévoit le maintien de pertes significatives au-delà de 2019.

De plus, selon nous, dans un marché des drones Grand Public en crise et sans relais de croissance significatif à court et moyen terme, l'hypothèse considérée d'un retour rapide à l'équilibre n'apparaît pas cohérente au regard des pertes opérationnelles significatives déjà observées sur les trois derniers exercices (- 131,2 m€ pour 2016, -57,6 m€ pour 2017 et -65 m€ pour l'estimé 2018), dans un contexte où les économies attendues du plan de restructuration et les objectifs de développement du *Prosumer* et de la défense apparaissent nettement insuffisants pour compenser la baisse observée de l'activité et des marges.

Il ne nous appartient pas de qualifier la stratégie du management, mais d'apprécier la valeur de la Société au regard des orientations en vigueur à la date de notre évaluation. Dans ce cadre et compte tenu de la séquence de pertes historiques, de la stratégie présentée par le management et de la consommation de trésorerie en résultant, de l'incertitude importante autour d'un redémarrage de cette activité, et du calendrier associé, nous avons retenu une fourchette de valeurs négatives, intégrant une hypothèse favorable de redressement de l'activité de PARROT DRONES à l'horizon 2023.

Nous relevons que notre fourchette basse de valeur pour PARROT DRONES repose sur un scénario de fermeture de l'activité que l'actionnaire minoritaire évoque également (pour un coût total de restructuration correspondant qu'il estime à 33 M€), soit un niveau proche de celui que nous considérons, sans pour autant modéliser ce scénario dans son approche d'évaluation.

S'agissant des valorisations retenues pour les sociétés SENSEFLY et PIX4D, nous relevons qu'elles sont basées sur une extrapolation des dernières opérations de prises de participation dans ces sociétés.

Comme nous l'avons vu (§5.6.2 et §5.6.3), l'investissement dans ces *start-up* a été effectué progressivement avec des premières tranches visant à financer leurs coûts de développement initial et une dernière tranche indemnisant les co-actionnaires à l'origine du projet une fois les premières étapes franchies. Dès lors que ces différentes tranches d'investissement apparaissent liées, et donc indissociables, un raisonnement fondé sur l'extrapolation de la dernière tranche n'est pas représentatif des modalités d'acquisition, telles qu'elles ont été conçues et négociées par le management de PARROT.

En considérant l'ensemble des opérations de montée au capital, le prix de revient de ces deux sociétés est de 28 M€ pour PIX4D[34] et de 30 M€ pour SENSEFLY, soit des montants nettement inférieurs à ceux évoqués par l'actionnaire minoritaire, à savoir respectivement 81 M€ pour PIX4D et 75 M€ pour SENSEFLY.

De plus, nous relevons que dans son analyse, l'actionnaire minoritaire affiche les multiples de chiffre d'affaires 2019 qui ressortent des valorisations réalisées par ses soins. A ce titre, il convient de préciser qu'en l'état actuel de la configuration du Groupe PARROT, la valorisation de ces filiales doit refléter la valeur qu'elles ont pour le Groupe qui les exploite en tant qu'actionnaire. Les approches basées sur la rentabilité attendue desdites filiales ont donc été privilégiées dans le cadre de notre appréciation de leur valeur fondamentale.

Selon nous, il ne s'agit pas ici d'apprécier le prix potentiel qu'un industriel serait prêt à payer pour acquérir les parts de marché de ces sociétés, qui pourraient alors être valorisées à partir d'un multiple de chiffre d'affaires, mais bien d'apprécier leur valeur au sein du Groupe PARROT, en l'absence de projet de cession de ces filiales.

Concernant la valorisation de 25 M€ retenue par l'actionnaire minoritaire pour l'ensemble des autres participations dans des sociétés dédiées à l'activité professionnelle, nous retenons une valeur plus élevée, notamment du fait de la réévaluation de MICASENSE (dans une fourchette comprise entre 11,4 M€ et 13,2 M€), de PLANCK (autour de 10 M€), ainsi que de la prise en compte d'un investissement additionnel dans l'une de ses participations prévu en 2019.

Enfin, nous relevons que dans son analyse, l'actionnaire minoritaire ne tient pas compte de coûts de structure (holding) qui ressortent, dans notre approche et sur la base des informations communiquées par le management, dans une fourchette de -51 M€ à -56,3 M€.

En conclusion, l'analyse des réflexions autour de la valorisation de PARROT qui nous ont été communiquées par cet actionnaire minoritaire, ne remet pas en cause l'approche d'évaluation et les hypothèses que nous avons retenues et qui sont présentées ci-avant.

[34] 26,5 m€ pour 94,67% du capital, soit 27,99 m€ pour 100% (cf. §5.6.2).

6.3.4 Objectifs de cours de bourse des analystes – A titre secondaire

Nous présentons ci-dessous les derniers objectifs de cours des analystes qui suivent le titre de PARROT avant l'annonce de l'Offre, soit post publication des résultats du troisième trimestre 2018 du 23 novembre 2018, comparés aux objectifs de cours que ces derniers avaient publiés après la publication des résultats semestriels, et présentant également l'impact de l'annonce de l'Offre sur ces objectifs de cours :

Parrot - Cours cibles des analystes

Date	Analyste	Objectif de cours	Prime sur le prix de l'Offre	Objectif de course précédent	Var. du cours de bourse objectif	Recommandation de l'analyste
23/11/2018	Oddo	3,2 €	0,0%	5,0 €	(36)%	**Neutre**
26/11/2018	Invest Securities	1,4 €	128,6%	7,1 €	(80)%	**Vente (vs Neutre)**
Moyenne		**2,3 €**	**39,1 %**			

Sources : Capital IQ, notes d'analystes.

Nous faisons les observations suivantes :

- les objectifs de cours des analystes présentent une forte disparité, soulignant l'absence de visibilité des analystes sur le potentiel d'évolution du cours ;
- cette absence de visibilité est accentuée par la révision significative à la baisse de leurs objectifs de cours après la publication des résultats du troisième trimestre. En particulier, le recul de -80 % de l'objectif de cours d'Invest Securities (passant de 7,1€ à 1,4€), accentue leur caractère aléatoire ;
- les deux analystes recommandent d'apporter les titres à l'Offre.

Nous retenons une valeur par action PARROT comprise entre **1,4€** et **3,2€**, correspondant respectivement à l'objectif de cours le plus faible et à l'objectif de cours le plus élevé sur la base des notes d'analystes retenues.

Sur ce critère, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 0,0% et 128,6%.

7 Evaluation des BSA

Afin d'accélérer son développement et consolider ses positions sur le marché des drones Grand Public et professionnels, PARROT a lancé fin 2015 une augmentation de capital de 300 M€.

Cette augmentation de capital, réalisée avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription (DPS), a consisté en la souscription d'ABSA : elle a entraîné la création de 17 575 278 actions nouvelles, chacune assortie d'un BSA 1 et d'un BSA à laquelle ils ont été initialement attachés.

Selon la note d'opération relative à l'augmentation de capital[35], ces BSA 1 et BSA 2 (ci-après ensemble « les BSA ») ont les caractéristiques suivantes :

Les BSA 1 et les BSA 2 ont une maturité de 7 ans, soit jusqu'au 15 décembre 2022. Ils sont incessibles et non exerçables (sous réserve de certaines exceptions) pendant une durée de 5 ans, soit du 16 décembre 2015 au 15 décembre 2020 inclus.

A l'issue de cette période de 5 ans, ces BSA seront exerçables et admis aux négociations sur EURONEXT PARIS.

24 BSA 1 donnent le droit de souscrire à 2 actions nouvelles de la Société, sur la base d'un prix d'exercice de 32,66 € par action nouvelle (soit un prix d'exercice de 65,32 € pour souscrire à deux actions nouvelles pour 24 BSA 1).

28 BSA 2 donnent le droit de souscrire à 3 actions nouvelles de la Société, sur la base d'un prix d'exercice de 42,34 € par action nouvelle (soit un prix d'exercice de 127,02 € pour souscrire à trois actions nouvelles pour 28 BSA 2).

La répartition des porteurs de BSA est la suivante :

Répartition des porteurs de BSA

Actionnaires	Nombre de BSA 1	% des BSA 1	Nombre de BSA 2	% des BSA 2	Nombre de BSA 1 et 2	% des BSA 1 et BSA 2
Horizon	13 637 943	77,6%	13 637 943	77,6%	27 275 886	77,6%
Bpifrance	798 964	4,5%	798 964	4,5%	1 597 928	4,5%
Managers	205 000	1,2%	5 000	0,0%	210 000	0,6%
Public	2 933 371	16,7%	3 133 371	17,8%	6 066 742	17,3%
Total	**17 575 278**	**100,0%**	**17 575 278**	**100,0%**	**35 150 556**	**100,0%**

Source : Note d'information

Selon la note d'information, l'Initiateur s'était engagé à céder à des managers de la Société 20% des BSA 1 et BSA 2.

A ce jour, l'Initiateur détient 77,6% des BSA. Ces BSA détenus par l'Initiateur ne sont pas visés par l'Offre.

[35] Visa n° 15-590 en date du 19 novembre 2015 de l'AMF.

7.1 Exerçabilité durant l'Offre

Il faut relever que, selon la Note d'opération du 19 novembre 2015, dans l'éventualité où les actions de la Société feraient l'objet d'une offre publique, donnant lieu avant le 16 décembre 2020 à la publication par l'AMF d'un avis de dépôt, les BSA deviendraient immédiatement exerçables jusqu'à leur échéance et la période d'incessibilité des BSA serait close par anticipation. Les BSA feraient l'objet dans les meilleurs délais d'une demande d'admission aux négociations sur Euronext Paris.

Enfin l'article 4.2.7.9 stipule qu'en cas d'offre publique susceptible d'entraîner un changement de contrôle[36], un mécanisme d'ajustement des prix d'exercice est prévu.

HORIZON détenant le contrôle de PARROT avant le lancement de l'Offre, cette clause d'ajustement n'a pas lieu d'être appliquée. Dès lors, les BSA 1 et BSA 2 sont exerçables pendant la période de l'Offre sur la base des prix d'exercice contractuels, soit respectivement 32,66 € et 42,34 € par action nouvelle souscrite.

Ces prix d'exercice sont nettement supérieurs au prix d'Offre, rendant peu vraisemblable l'exercice de ces BSA pendant l'Offre.

7.2 Valorisation des BSA

Les prix d'Offre des BSA sont de 0,01 € par BSA 1 et 0,01 € par BSA 2.

A l'issue de l'Offre, les BSA continueront d'être exerçables et cessibles à tout moment jusqu'à leur échéance, soit jusqu'au 15 décembre 2022.

Afin de valoriser ces BSA, nous avons mis en place une approche de valorisation optionnelle reposant sur la méthode de Black & Scholes.

La formule de Black & Scholes permet de calculer la valeur théorique d'une option à partir des données suivantes :

- la valeur de l'action sous-jacente : conformément à la pratique, nous retenons comme valeur de l'action sous-jacente le cours moyen pondéré par les volumes sur le mois précédant l'annonce de l'Offre soit 2,02 € (cf. §6.2.2) ;

- la maturité (jusqu'à l'échéance du 15 décembre 2022, exprimé en années) : en se basant sur une ouverture prévisionnelle de l'Offre le 22 février 2019, la maturité résiduelle s'établit à 3,8 années ;

- les prix d'exercice : ils s'établissent respectivement à 32,66 € par action nouvelle pour les BSA 1 et 42,34 € par action nouvelle pour les BSA 2 ;

- le taux d'intérêt sans risque : par référence aux maturités résiduelles des BSA, le taux sans risque à retenir doit reposer sur une maturité équivalente, soit 3,8 années. Nous retiendrons

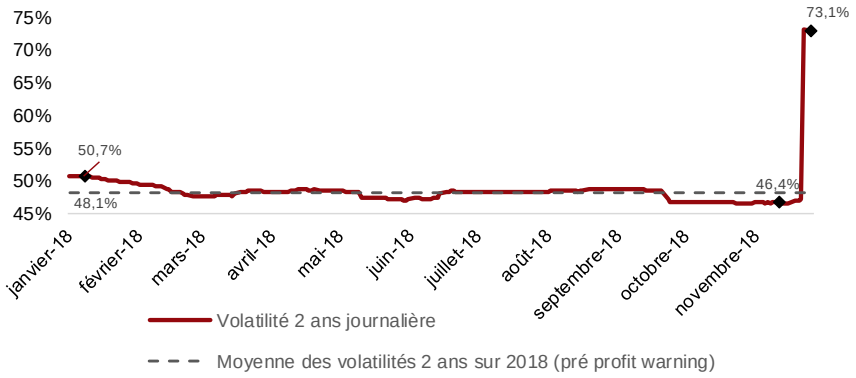
[36] Dans le contexte d'ajustement éventuel du prix d'exercice en cas de changement de contrôle, la notion de « contrôle » signifie le fait de détenir directement ou indirectement (i) la majorité des droits de vote attachés aux actions de la Société, ou (ii) plus de 40 % de ces droits de vote si aucun autre actionnaire, agissant seul ou de concert, ne détient un pourcentage de droits de vote supérieur.

un taux issu d'une interpolation linéaire entre le taux TEC[37] 3 ans et le taux TEC 5 ans au 11 janvier 2019 soit -0,27%[38] ;

- la volatilité : la volatilité est usuellement mesurée sur une période cohérente avec la maturité du BSA. Au cas d'espèce, il nous paraît utile d'exclure de l'analyse la période de l'augmentation de capital de 2015 qui fausserait l'analyse.

Nous avons donc examiné les volatilités sur 2 ans glissants observés au cours de l'année 2018, telles qu'elles ressortent du graphique suivant :

Volatilité 2 ans du titre Parrot calculée sur une base journalière



Source : Capital IQ ; analyse Finexsi

Nous relevons que jusqu'au *profit warning* du 23 novembre 2018 la volatilité 2 ans s'établissait autour de 50% (dans une fourchette comprise entre 46,4% et 50,7%) pour s'établir ensuite autour de 70% (avec un maximum de 73%).

Dans ce contexte, nous avons pris en compte dans nos calculs différentes hypothèses de volatilité dans une fourchette comprise entre 50% et 70%.

- l'impact de la dilution : les BSA 1 et BSA 2 sont susceptibles de créer respectivement 1 464 606,5 et 1 883 065,5 actions nouvelles, et entraineraient donc une dilution en cas d'exercice. Nous supposerons que dans un marché efficient, l'impact de cette dilution potentielle est déjà intégré dans le cours de PARROT. Nous ne retiendrons donc pas de dilution dans nos calculs, ce qui représente une approche favorable pour les porteurs de BSA.

- le taux de distribution de dividende : PARROT n'ayant pas distribué de dividendes sur les exercices passés, nous retenons un paramètre nul.

- la marge de prêt emprunt : il convient de tenir compte dans la valorisation théorique des BSA du coût de couverture supporté par leur porteur. Il n'existe pas de marché du prêt emprunt sur lequel nous pourrions observer des données représentatives de ce coût. Nous retiendrons une hypothèse d'une marge de prêt-emprunt de 1,50 %, à partir de laquelle nous mènerons une analyse de sensibilité (dans une fourchette de -1 pt à + 1 pt).

[37] Les Taux TEC sont usuellement utilisés comme taux sans risque pour calculer des produits optionnels. Le TEC 3 ans est le « Taux de l'échéance constante à 3 ans » et représente le taux de rendement actuariel d'une OAT fictive d'échéance exactement égale à 3 ans

[38] Source : Banque de France

Sur la base de ces différents paramètres, la valeur d'un BSA 1 ressort à 0,00164 €, dans une fourchette comprise entre 0,00072 et 0,00320 €.

Parrot - Valorisation des BSA 1

Marge prêt emprunt \ Volatilité	50%	55%	**60%**	65%	70%
0,5%	0,00034	0,00088	0,00185	0,00338	0,00554
1,0%	0,00032	0,00082	0,00174	0,00320	0,00528
1,5%	0,00029	0,00077	**0,00164**	0,00304	0,00503
2,0%	0,00027	0,00072	0,00155	0,00288	0,00479
2,5%	0,00025	0,00067	0,00146	0,00273	0,00456

La valeur du BSA 2 ressort quant à elle à 0,00120 €, dans une fourchette comprise entre 0,00047 € et 0,00255 €.

Parrot - Valorisation des BSA 2

Marge prêt emprunt \ Volatilité	50%	55%	**60%**	65%	70%
0,5%	0,00019	0,00058	0,00136	0,00270	0,00473
1,0%	0,00018	0,00054	0,00127	0,00255	0,00450
1,5%	0,00016	0,00050	**0,00120**	0,00241	0,00428
2,0%	0,00015	0,00047	0,00112	0,00228	0,00407
2,5%	0,00014	0,00043	0,00106	0,00216	0,00387

La valeur unitaire de chacun des deux BSA est quasi-nulle, nettement inférieure à 1 centime dans tous les cas.

Nous comprenons que, dès lors que la plus petite unité monétaire susceptible d'être traitée est le centime, l'initiateur a fixé le prix d'offre à 0,01 € par BSA1 et 0,01 € par BSA2, du fait même de cette contrainte technique.

En complément, nous relevons que :

i. La mise en œuvre d'une approche binomiale sur des hypothèses homogènes corrobore le résultat de l'approche Black & Sholes mis en œuvre ci-dessus, avec une valeur centrale pour les BSA 1 de 0,00161 € et une valeur centrale pour le BSA 2 de 0,00159 € ;

ii. La prise en compte d'une valeur du sous-jacent égale au prix d'offre de 3,20 € conduirait également à des résultats nettement inférieurs à 1 centime par BSA.

Les BSA 1 et les BSA 2 présentent donc une valeur intrinsèque nulle par référence à chacun des critères d'évaluation examinés pour apprécier la valeur de l'action PARROT sous-jacente dès lors que leur prix d'exercice se trouve supérieur à ces valeurs.

En conclusion, nous sommes d'avis que les prix d'offre de 0,01 € par BSA 1 et de 0,01 € par BSA2, qui extériorisent des primes significatives par rapport aux valeurs fondamentales des BSA, sont équitables d'un point de vue financier pour les titulaires de BSA 1 et de BSA 2 et sans que, selon nous, cette situation soit de nature à constituer un avantage en leur faveur compte tenu des très faibles montants considérés, et du fait que les BSA détenus par l'Initiateur ne sont pas visés par l'Offre.

8 Accords connexes

Le projet de note d'information ne mentionne aucun « *accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue* ».

8.1 Contrat d'acquisition des titres entre HORIZON et AMIRAL GESTION

Nous avons eu accès au contrat d'acquisition par lequel HORIZON a acquis hors marché 9,59% du capital de PARROT auprès d'un actionnaire minoritaire au prix de 3,20 € par action le 27 novembre 2018.

Nous observons que cette transaction est réalisée à un prix identique à celui proposé dans le cadre de la présente Offre et ne contient aucune clause de révision ou ajustement du prix unitaire de 3,20 €, en dehors de l'ajustement du prix d'acquisition en cas du lancement d'une offre publique à un prix supérieur.

Il présente donc un caractère ferme et définitif au regard du prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de la présente Offre. Nous avons, de plus, obtenu la confirmation d'HORIZON qu'il n'existe pas d'autre accord.

Par conséquent, nous n'avons pas identifié d'accords ou d'opérations connexes susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

8.2 Contrat de liquidité au bénéfice des attributaires de plans d'actions gratuites

La Société a mis en place des attributions d'actions gratuites (cf. § 6.3.3.1) qui ne seront livrables et disponibles qu'à compter du 12 mai 2019 au plus tôt, et ne peuvent donc pas être apportées à l'Offre.

L'Initiateur envisage d'offrir aux porteurs de ces actions gratuites un contrat de liquidité sous la forme de promesses d'achat dont le prix d'exercice sera déterminé par référence aux 20 jours de bourse précédant la fin de la période d'acquisition, (sans pouvoir excéder le prix de l'Offre) et de promesses de vente dont le prix est fixe et correspond au prix d'Offre de 3,20 €.

Les dispositions de ce contrat ne sont donc pas selon nous susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre, dès lors que les promesses d'achat et vente ne permettront pas aux titulaires d'actions gratuites d'obtenir un prix supérieur au prix d'Offre.

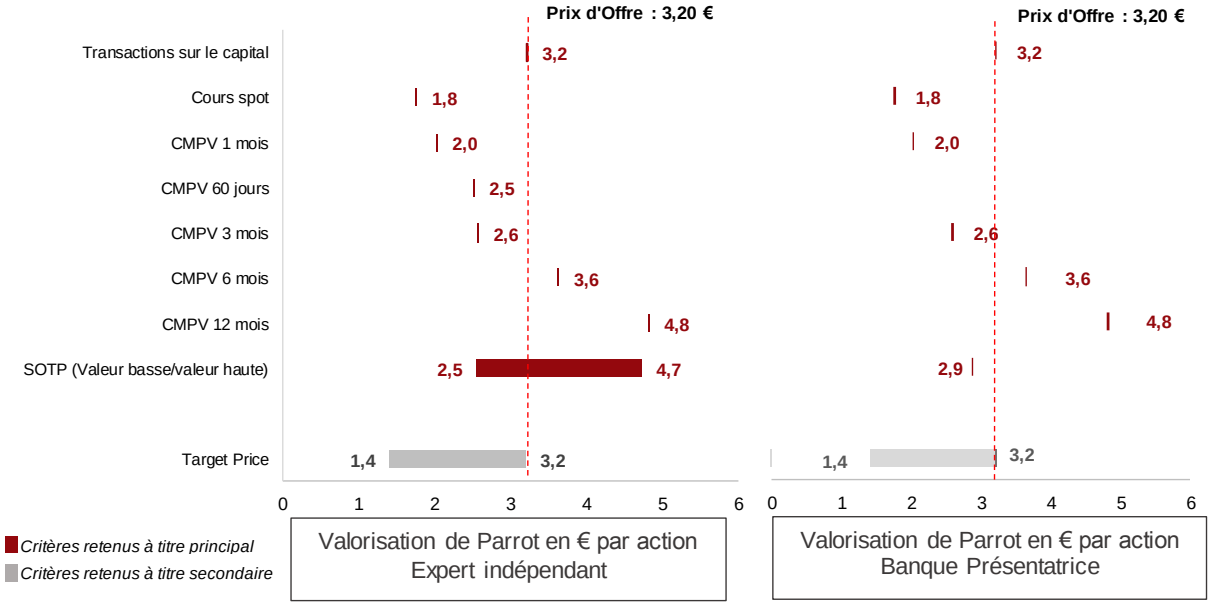
9 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par la Banque Présentatrice

ROTHSCHILD, agissant en tant que Banque Présentatrice de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments, et nous sommes rapprochés de la Banque Présentatrice en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu son rapport d'évaluation définitif.

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

Parrot - Valeur par action (€)



9.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec la Banque Présentatrice sur le choix des méthodes d'évaluation suivantes : les transactions récentes réalisées sur le capital, le cours de bourse, la somme des parties ainsi que les cours cibles des analystes à titre secondaire ou illustratif.

La Banque Présentatrice, comme nous, a écarté les méthodes de l'actif net comptable consolidé, de l'actif net comptable réévalué, et l'approche globale par l'actualisation des flux de trésorerie futurs du Groupe.

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

9.2 Mise en œuvre des différents critères

9.2.1 Données financières

Nous retenons le même nombre d'actions émises et d'actions auto détenues que la Banque Présentatrice, soit le nombre d'actions net des actions d'autocontrôle au 30 novembre 2018, qui s'établit à 29 562 492 actions.

Cependant, ROTHSCHILD a choisi de prendre en compte l'impact du plan d'attribution d'actions gratuites proposé au Conseil d'Administration du 28 janvier 2019 que nous n'avons pas retenu en l'absence de décision du Conseil quant à ce plan à la date d'établissement de notre rapport. Il en résulte une différence du nombre total d'actions retenu pour nos calculs de 235 000 actions.

9.2.2 Transactions récentes réalisées sur le capital de Parrot

Nous avons retenu la même transaction récente sur le capital de PARROT que la Banque Présentatrice, à savoir la cession de bloc préalable à l'Offre qui extériorise un prix par action de 3,20 €.

La mise en œuvre de cette méthode par la Banque Présentatrice n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

9.2.3 Analyse du cours de bourse

La Banque Présentatrice présente une analyse des cours de bourse moyens pondérés par les volumes échangés sur des périodes historiques de 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois jusqu'au 27 novembre 2018, date de l'annonce de l'acquisition du bloc d'AMIRAL GESTION.

Nous avons retenu les mêmes périodes d'analyse jusqu'au 27 novembre 2018 et intégré le cours moyen pondéré par les volumes sur 60 jours.

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par la Banque Présentatrice n'appelle pas d'autre remarque particulière de notre part.

9.2.4 Somme des parties

Comme nous, la Banque Présentatrice met en œuvre la méthode de la somme des parties sur la base des prévisions opérationnelles issues du management.

La mise en œuvre de cette méthode diffère de la nôtre sur les points suivants :

S'agissant de PARROT DRONES, la Banque Présentatrice a choisi de retenir une valeur centrale sur la base des objectifs du management extrapolés jusqu'à l'année 2024 en considérant une réduction progressive des pertes. Elle extériorise une valeur d'environ -71 M€ pour cette activité.

Nous avons nous aussi mis en œuvre une approche consistant en l'extrapolation des objectifs du management reposant également sur une progression de la rentabilité et l'atteinte d'un équilibre financier en 2023 faisant ressortir une valeur de -66 M€.

Par ailleurs, au regard de la situation actuelle de cette activité et de l'important décalage constaté sur les objectifs de ventes d'*Anafi*, nous avons développé un scénario tenant compte des ventes effectives estimées de 2018 sur le Grand Public générant des pertes supérieures à celles anticipées par le management et conduisant, à terme, à la fermeture de PARROT DRONES pour un coût estimé de 30 M€. Ce scénario de valorisation extériorise une valeur de -106,4 M€.

Concernant les filiales dédiées aux drones professionnels (SENSEFLY, PIX4D, MICASENSE et AIRINOV), la Banque Présentatrice les a considérées comme un ensemble consolidé auquel un multiple moyen de Valeur d'Entreprise sur l'EBIT de 9,8 fois[39], observé sur des sociétés comparables[40], a été appliqué à l'EBIT 2020 consolidé de ce sous-groupe. La valeur ainsi extériorisée par la Banque Présentatrice s'établit à 67,7 M€ pour ces 4 sociétés.

Notre valorisation repose sur la méthode des flux futurs de trésorerie avec l'application d'un multiple moyen d'EBIT 2020 ajusté pour déterminer la valeur terminale des sociétés SENSEFLY et PIX4D. Des analyses spécifiques et échantillons distincts de sociétés comparables ont toutefois été considérés par nos soins pour chacune des deux sociétés.

MICASENSE et AIRINOV ont été évaluées sur la base d'une approche par les flux futurs incluant un calcul de valeur terminale à partir de la formule de Gordon-Shapiro. Sur la base des analyses de sensibilité à l'ajustement du multiple d'EBIT appliqué ou à une variation du taux de marge normative, nous extériorisons au global une valeur comprise entre 73 M€ et 94 M€.

Par ailleurs, nous observons une différence notable entre nos taux d'actualisation. La Banque Présentatrice retient pour PARROT un coût du capital de 8,6 % lorsque nous retenons un coût du capital de 11,3%. Il en résulte notamment une différence entre nos valorisations des coûts de holding (-76 M€ pour l'Etablissement Présentateur contre une fourchette comprise entre -51 M€ et -56 M€ dans notre approche).

Les autres hypothèses et valorisations d'actifs n'appellent pas de remarque de notre part.

Concernant la valeur par action, la valeur retenue par la Banque Présentatrice se situe ainsi à 2,9 €, quand nous calculons une fourchette de **2,5 € à 4,7 €.**

9.2.5 Cours cibles des analystes

La Banque Présentatrice se réfère aux objectifs de cours publiés par les analystes avant et après l'annonce de l'Offre, lesquels ont ajusté leurs objectifs de cours au prix d'Offre quand nous retenons uniquement les objectifs de cours publiés entre l'annonce des résultats du troisième trimestre 2018 et celle de l'Offre.

Ces références conduisent la Banque Présentatrice à présenter une fourchette de valeurs similaire à la nôtre comprise entre 1,40 € et 3,20 € par action.

[39] Après ajustement du multiple de 30%, légèrement supérieur au taux que nous avons appliqué (23,8%).
[40] AMBARELLA, FLIR SYSTEMS, ISRA VISION, TRIMBLE et TELEDYNE TECHNOLOGIES.

9.3 Evaluation des BSA par la Banque Présentatrice

Les éléments d'appréciation des termes de l'Offre préparés par ROTHSCHILD et figurant à la section 3 du projet de note d'information portent également sur les travaux de valorisation des BSA 1 et BSA 2.

Nous avons analysé ces éléments, et nous sommes rapprochés de la Banque Présentatrice en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu son rapport d'évaluation définitif.

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

Parrot - Valorisations des BSA

	Par la Banque Présentatrice	Par l'expert indépendant
Valeur d'un BSA 1 retenue	0,00258 €	0,00246 €
Valeur d'un BSA 2 retenue	0,00173 €	0,00104 €

Comme nous, la Banque Présentatrice a déterminé la valorisation des BSA à l'aide d'une modélisation par Black & Scholes.

Les paramètres retenus par la Banque Présentatrice pour la mise en œuvre de cette méthode appelle les commentaires suivants de notre part :

Valeur du sous-jacent

La Banque Présentatrice retient une valeur du sous-jacent égale au prix d'Offre, **soit 3,20 €.** Cette hypothèse permet de répercuter sur les BSA la prime offerte sur le cours par le prix d'Offre.

Nous retenons une valeur du sous-jacent égale à la moyenne des cours pondérés par les volumes sur le mois précédant l'Offre, **soit 2,02 €,** laquelle permet de réaliser une évaluation intrinsèque des BSA indépendante des conditions de l'Offre et en particulier du prix d'Offre.

Volatilité

La Banque Présentatrice retient une volatilité de 53,44%, déterminée par la moyenne entre (i) la moyenne des volatilités 60 jours, 130 jours et 260 jours, la veille du *profit warning* et (ii) la moyenne des volatilités maximales 60 jours, 130 jours et 260 jours, observées depuis l'augmentation de capital de 2015.

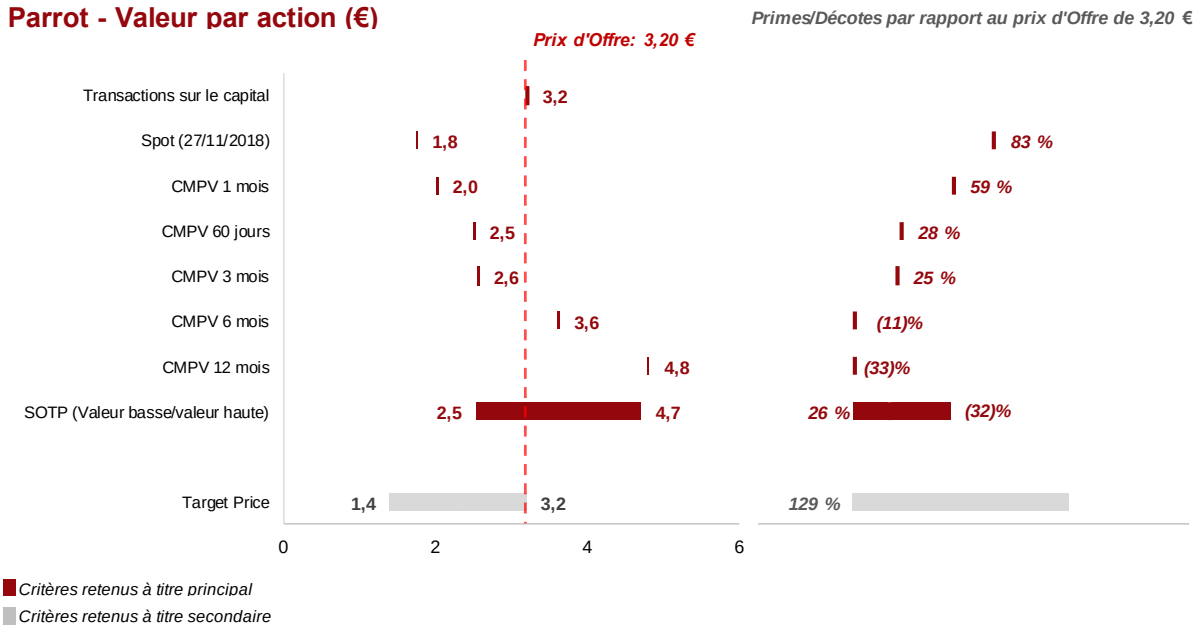
Nous avons quant à nous choisi de ne nous référer qu'à une seule volatilité, calculée sur une longue période, à savoir une volatilité calculée sur deux ans sur la base de nos analyses. Nous avons retenu une volatilité comprise entre 60% et 70%.

Les autres hypothèses que nous avons retenues pour l'évaluation des BSA ne font pas apparaître de différences significatives avec celles de la Banque Présentatrice.

10 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

10.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation de PARROT

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix d'Offre fait apparaître les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes que nous avons jugées pertinentes.



10.2 Conclusion

En ce qui concerne l'actionnaire PARROT

L'Offre résulte d'une obligation de l'Initiateur en suite de l'acquisition d'un bloc représentant 9,59% du capital auprès de la société AMIRAL GESTION, réalisée le 27 novembre 2018.

Elle est proposée aux actionnaires minoritaires à un prix de 3,20 € par action PARROT, strictement identique au prix d'acquisition préalable du bloc.

Ce prix d'Offre appelle plusieurs remarques :

Sur le critère du cours de bourse, le prix d'Offre permet aux actionnaires d'accéder à la liquidité de leurs titres à un prix supérieur de 83% par rapport au dernier cours précédant l'annonce de l'Offre, et de 39% par rapport au cours moyen sur les 60 jours précédant cette date, dans un contexte où les cours de bourse précédant l'annonce sont significatifs au regard de l'importance des volumes échangés.

Le prix d'Offre s'inscrit dans la fourchette des valeurs intrinsèques extériorisées par notre évaluation par la somme des parties, comprise entre 2,5 € et 4,7 € par action.

Ces valorisations ne factorisent pas d'éventuels effets positifs d'un retournement substantiel de marché ou de nouvelles opportunités issues de la technologie développée par PARROT pouvant lui procurer des revenus, car de telles potentialités ne sont ni avérées, ni modélisables, même si leur impact sur la valeur de l'action pourrait être, à terme, très significatif.

Elles reposent sur un scénario de continuité d'exploitation des filiales et participations dans leur configuration actuelle, en conformité avec la stratégie du management, et intègrent également différents niveaux d'évolution de la filiale PARROT DRONES compte tenu de la situation actuelle de ses ventes.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous constatons que le prix d'Offre de 3,20 € correspond à un scénario médian entre, d'une part l'atteinte d'objectifs volontaristes, et d'autre part, la prise en compte de la détérioration confirmée correspondant à la situation que le Groupe connaît à fin 2018, que le lancement du drone *Anafi* n'a pas permis de rétablir.

Si le prix d'Offre ne donne pas la pleine valeur potentielle de la Société, en synthèse, nous relevons que cette Offre permet à l'actionnaire qui le souhaiterait d'accéder à la liquidité sur la totalité de ses titres à un prix sensiblement supérieur au cours de bourse avant l'Annonce et aux mêmes conditions qu'un actionnaire détenteur d'une participation significative, dans un contexte (i) de forte incertitude sur la performance financière et, à plus long terme, sur la pérennité de la Société, et (ii) de forte volatilité de son titre.

En conséquence, dans le contexte actuel, et sur la base de ces éléments d'appréciation, nous considérons que l'accès à la liquidité au prix d'Offre revêt un caractère équitable pour l'actionnaire de PARROT d'un point de vue financier.

En ce qui concerne les titulaires de BSA 1 et de BSA 2

L'Offre est proposée au prix de 0,01 € par BSA 1 et de 0,01 € par BSA 2, soit le plus petit prix susceptible d'être traité (1 centime d'euro).

Les BSA 1 et les BSA 2 présentent une valeur intrinsèque nulle par référence à chacun des critères d'évaluation examinés pour apprécier la valeur de l'action PARROT sous-jacente.

Les approches optionnelles usuelles de type Black & Scholes ou binomial, qui intègrent également une valeur temps, font ressortir des valeurs unitaires quasi-nulles, et dans tous les cas nettement inférieures au prix d'Offre de 0,01 € pour chacune des deux catégories de BSA.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 0,01 € par BSA 1 et de 0,01 € par BSA 2 sont équitables d'un point de vue financier pour leurs titulaires.

De plus, ces prix ne créent pas de rupture d'égalité de traitement avec les actionnaires dans un contexte où la valeur des BSA étant quasi-nulle le prix a été fixé au montant minimum susceptible d'être traité, et dès lors que les BSA détenus par l'Initiateur ne sont pas visés par l'Offre.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen (i) du *Share Purchase Agreement* visant l'acquisition du bloc Amiral Gestion et (ii) des modalités envisagées pour le Contrat de Liquidité qui sera proposé aux titulaires d'actions gratuites n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Fait à Paris, le 28 janvier 2019

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexe 1 : présentation de FINEXSI et déroulement de la mission.

Annexe 2 : présentation des sociétés comparables.

Annexe 1 : Présentation de FINEXSI, et déroulement de la mission

A. Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

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

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

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

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

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
juin-17	Futuren (ex Theolia)	EDF Energies Nouvelles	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juin-17	CIC	Banque Fédérative du Crédit Mutuel	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-17	Areva	Etat Français	Oddo	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
sept.-17	SFR	Altice	JPMorgan / BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
nov.-17	ANF Immobilier	Icade	Rothschild / Natixis	Offre Publique d'Achat Simplifiée
déc.-17	Zodiac Aerospace	Safran	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat à titre principal assortie d'une Offre Publique d'Echange à titre subsidiaire
déc.-17	Euler Hermes	Allianz	Rothschild / Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-18	Euler Hermes	Allianz	Rothschild / Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un retrait obligatoire
nov.-18	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

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

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

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

D. Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'établit à 280 000€, hors taxes, frais et débours.

E. Description des diligences effectuées

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

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

2 - Identification des risques et orientation de la mission

3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyste sur les comparables de la Société, et des notes d'analyse sur les transactions comparables.

4 - Appréciation du contexte de l'opération :

- échanges avec le management de PARROT et de ses principales filiales,
- échanges avec la Banque Présentatrice,
- analyse des remarques formulées par l'Actionnaire Minoritaire.

5 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la société et du Groupe

6 - Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par somme des Parties :

- analyse du plan d'affaires transmis par le management de la Société,
- travaux d'évaluation,
- analyses de sensibilité.

7 - Mise en œuvre d'une approche optionnelle d'évaluation des BSA

8 - Revue critique du rapport de la Banque Présentatrice

9 - Obtention de la lettre d'affirmation

10 - Revue indépendante

11 - Rédaction du rapport

F. Calendrier de l'étude :

4 décembre 2018	Désignation de FINEXSI comme Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de PARROT.
4 décembre 2018	Echange téléphonique avec PARROT, son conseil BRANDFORD GRIFFITH & ASSOCIES, et le comité ad hoc
5 décembre 2018	Echange téléphonique avec PARROT, son conseil BRANDFORD GRIFFITH & ASSOCIES, le conseil de l'Initiateur GIDE et l'établissement présentateur ROTHSCHILD
6 décembre 2017	Réunion de travail avec l'établissement présentateur et la Direction Financière de PARROT.
7 décembre 2018	Réunion de travail avec la Direction financière et la Direction générale de PARROT, notamment sur les perspectives de développement, et les activités passées.
13 décembre 2018	Entretien téléphonique avec l'Actionnaire Minoritaire de PARROT.
14 décembre 2018	Obtention du courrier de l'Actionnaire Minoritaire de PARROT.
14 décembre 2018	Entretien téléphonique avec les membres du Comité ad hoc de PARROT, sur l'avancement des travaux.
17 décembre 2018	Réunion avec l'Actionnaire Minoritaire de PARROT.
17 décembre 2018 au 4 janvier 2019	Echanges téléphoniques avec les responsables des principales filiales opérationnelles de PARROT.
du 17 décembre 2018 au 21 janvier 2019	Mise en œuvre d'une évaluation multicritères de PARROT. Rédaction du rapport d'évaluation.
11 janvier 2019	Réunion avec la Direction financière et la Direction générale de PARROT
16 janvier 2019	Obtention de l'atterrissage (dont bilan et comptes de résultats) 2018 de PARROT
22 au 23 janvier 2019	Revue indépendante.
24 janvier 2019	Réunion avec les membres du Comité ad hoc de PARROT pour présenter les conclusions de notre rapport.
25 janvier 2019	Echange avec la société sur le projet de rapport
28 janvier 2019	Obtention des lettres d'affirmation. Remise du rapport d'évaluation et présentation au Conseil d'administration de PARROT.

G. Liste des principales personnes rencontrées ou contactées :

PARROT

- Monsieur Henri SEYDOUX, Président du Conseil d'administration
- Monsieur Gilles LABOSSIERE, Directeur général Délégué
- Monsieur Olivier MAURY, Directeur Financier
- Monsieur Ludovic FLORET, Directeur Juridique
- Madame Marie CALLEUX, Relations investisseurs
- Madame Anne-Sophie RITOUET, Responsable consolidation
- Monsieur Christophe STRECHA, CEO Pix4D
- Monsieur Eric WATERS, General Manager MicaSense

Comité ad hoc de PARROT

- Madame Agnès BUREAU-MIRAT
- Madame Marie EKELAND
- Monsieur Stéphane MARIE
- Monsieur Geoffroy ROUX DE BEZIEUX

Avocat conseil de PARROT, BRANDFORD GRIFFITH & ASSOCIES

- Monsieur Henri BRANDFORD GRIFFITH, Avocat
- Monsieur Thibaut CAMBUZAT, Avocat
- Monsieur Jaswinder BRAR, Avocat
- Monsieur Stanislas LANGLOIS, Avocat

Etablissement présentateur, ROTHSCHILD

- Monsieur Pierre-Henri CHAPPAZ, *Associé Gérant*
- Monsieur Arnaud MASSARD, *Assistant Director*
- Madame Elsa FRAYSSE, *General Counsel*
- Madame Ahn PRESCA, *Analyst*

Avocat conseil de l'initiateur, GIDE

- Monsieur Olivier DIAZ, Avocat
- Monsieur Charles de REALS, Avocat

H. Sources d'information utilisées

Informations significatives communiquées par la Société

- Atterrissage 2018 des comptes consolidés et sociaux des filiales ;
- Eléments prévisionnels présentés au Conseil d'Administration du 13 décembre 2018 ;
- Présentation au Conseil d'Administration du 22 novembre 2018 ;
- Estimation indicative des coûts de fermeture de PARROT DRONES ;
- Projet de note en réponse relative à l'Offre d'HORIZON.

Informations significatives communiquées par les conseils de l'Initiateur

- Projet de note d'information relative à l'Offre du 28 janvier 2019 ;
- *Share Purchase Agreement* du 27novembre 2018 conclu avec AMIRAL GESTION.

Informations significatives communiquées par la Banque Présentatrice

- Rapport de valorisation « *Parrot – Synthèse de valorisation* » – Janvier 2019 (ROTHSCHILD).

Informations de marché

- Communication financière de PARROT sur les exercices 2015, à 2018 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta…) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, EPSILON RESEARCH, BANQUE DE FRANCE.

I. Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Lucas ROBIN (Associé), ont notamment été assistés de Messieurs Georges WINDSOR (Chef de mission), Julien BIANCIOTTO (Evaluateur) et Raphaël UZAN (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet.

Annexe 2 : Présentation des sociétés comparables

Annexe 2.1 : Comparables boursiers de senseFly

- **AeroVironment, Inc.** est une société américaine fondée il y a plus de 45 ans à orientation majoritairement militaire et travaille notamment en collaboration avec le Pentagone. Son offre s'étend ainsi du drone militaire à une offre de services plus commerciaux qui comprend notamment le « Precision Agriculture », service d'analyse du rendement des cultures agricoles qui est fourni avec le drone, les capteurs d'images ainsi que le logiciel de traitement des données. Au 31 décembre 2017 son chiffre d'affaires, réalisé à près de 54% aux Etats-Unis, s'élevait à 271 M$ et sa marge d'EBIT était de 12%.

- **Pasco Corporation** est une société japonaise fondée en 1953 qui développe notamment des services d'observation satellite et aérienne. La société utilise notamment des caméras photogrammétriques, des capteurs infra-rouges et des capteurs multispectraux pour la réalisation des clichés et la modélisation de ces derniers. Au titre de l'exercice 2017, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 390 M€[41], pour une marge d'EBIT de 4%.

- **Kratos Defense & Security Solutions** est une société américaine fondée en 1994 spécialisée dans le domaine de la défense et plus particulièrement dans les drones militaires, les communications par satellite, la cybersécurité et la sécurité publique. Ses clients sont principalement des gouvernements (notamment le gouvernement américain) ainsi que des agences de sécurité publiques et privées. La société avait des revenus de 752 M$ et dégageait une marge d'EBIT de 3%.

Annexe 2.2 : Comparables boursiers de Pix4D

- **Hexagon AB** est une société suédoise fondée en 1992 spécialisée dans la mesure de précision. La société propose des capteurs et des solutions logicielles de collecte, stockage, analyse et traitement des données. Les principaux secteurs adressés par Hexagon sont la construction, l'industrie, l'énergie et la sécurité. Les produits proposés par la société permettent notamment de contrôler des équipements à distance (notamment des drones) de définir des positions géographiques précises ou encore de modéliser en trois dimensions. La société dégageait des revenus de 3 471 M€ et une marge d'EBIT de 24%.

- **Cognex Corporation** est une société américaine fondée en 1981 spécialisée dans les systèmes de vision (logiciels, capteurs et automatisation de processus industriels). La société développe notamment une activité de logiciels de vision industrielle, dont les principaux produits sont le *VisionPro* (localisation, inspection, mesure et alignement d'objets géométriques) et le *VisionPro Vidi* (logiciel d'analyse d'images basé sur le Deep Learning et conçu pour l'automatisation industrielle en détectant les défauts, en classifiant les textures et matériaux, en vérifiant l'assemblage des pièces et la localisation des pièces déformées...). En 2017, la société a réalisé 748 M$ de chiffre d'affaires et dégageait une marge d'EBIT de 35%.

[41] Conversion en € par nos soins. Chiffre d'affaire en devise = 51 067 Millions de yens.

- **Supermap Software** est une société chinoise fondée en 1997. Son cœur de métier est l'édition de solutions logicielles et des services afférents. Son offre comprend notamment un ensemble de systèmes intégrés d'information géographique (GIS), logiciel permettant de recueillir, stocker, analyser des données géographiques et spatiales. Les logiciels développés par la société sont capables de modéliser en trois dimensions, notamment à l'aide de la photogrammétrie. Le chiffre d'affaires de la société s'élève à 1 249 MRMB.

- **Dassault Systèmes SE** est une société française fondée en 1981 spécialisée dans l'édition de logiciels de conception en trois dimensions. La société propose notamment des logiciels de conception assistée par ordinateur (CAO) dont le logiciel CATIA qui est le logiciel de conception le plus utilisé dans le monde,ainsi que des logiciels de management du cycle de vie des produits (PLM – *Product Lifecycle Management*) à l'image du logiciel DELMIA. La société présentait un chiffre d'affaires de 3 228 M€ et une marge d'EBIT de 22,6%.

- **Autodesk** est une société américaine fondée en 1982 spécialisée dans l'édition de logiciels de conception en trois dimensions et de création de contenu numérique. Le produit phare proposé par la société est Autocad, logiciel de conception assistée par ordinateur (CAO). Il permet notamment la modélisation de bâtiments et d'environnements en trois dimensions, ainsi que la conception d'infrastructures dans le domaine du génie civil (logiciels Civil 3D et Infraworks) et dans le domaine de la construction en général. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 2 058 M$ et une marge d'EBIT négative.

- **Ansys** est une société américaine fondée en 1970 spécialisée dans l'édition de logiciels de simulation numérique et de conception servant à prédire et analyser le comportement d'un produit dans son environnement. La société propose notamment des logiciels de conception assistée par ordinateur en trois dimensions à l'image du Ansys Discovery AIM, Ansys Discovery Live et Ansys Discovery Space Claim. La société a présenté 1 095 M$ de chiffre d'affaires et une marge d'EBIT de 36%.

- **Altair Engineering** est une société américaine fondée en 1985 qui conçoit et développe des logiciels d'ingénierie avancée destinés à faciliter l'analyse, la gestion et la visualisation des données techniques et à améliorer la capacité d'innovation et le pouvoir décisionnel de ses clients[42]. La société opère sur des secteurs d'activité très variés tels que l'automobile, l'aéronautique ou encore la défense. La société a dégagé un chiffre d'affaires de 333 M$ et une marge d'EBIT négative.

- **PTC** est une société américaine fondée en 1985 spécialisée dans « l'internet des objets » (IoT)[43]. La société propose principalement une offre logicielle, notamment dans le domaine de la conception assistée par ordinateur, de la réalité augmentée pour les entreprises ainsi que dans la gestion du cycle de vie des produits. Un des produits phares de la société est le logiciel de conception et de développement de produits en trois dimensions assisté par ordinateur Creo. La société présentait un chiffre d'affaires de 1 164 M$ et une marge d'EBIT de 4%.

[42] Selon la société Altair Engineering.
[43] Selon l'Union internationale des télécommunications, l'internet des objets est une « infrastructure mondiale pour la société de l'information, qui permet de disposer de services évolués en interconnectant des objets (physiques ou virtuels) grâce aux technologies de l'information et de la communication interopérables existantes ou en évolution ».