

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



ET PRÉSENTÉE PAR



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR LA SOCIETE TRAQUEUR



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 20-003 en date du 7 janvier 2020 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Traqueur et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Advisorem, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet de Traqueur (www.traqueur.com). Elle peut également être obtenu sans frais auprès de :

TRAQUEUR
25, quai Gallieni
92150 Suresnes

Conformément aux articles 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières de Traqueur seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Un communiqué sera publié conformément aux dispositions de

l'article 221-3 du règlement général de l'AMF pour informer le public des modalités de mises à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	3
2. CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	4
2.1. Contexte de l'Offre	4
2.2. Titres et droits donnant accès au capital de la Société	4
2.3. Caractéristiques de l'Offre	5
2.3.1. Principaux termes de l'Offre	5
2.3.2. Autorisations réglementaires	5
2.3.3. Seuil de caducité	5
2.3.4. Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre	5
2.4. Modalités de l'Offre	6
2.4.1. Procédure de présentation des actions à l'offre	6
2.4.2. Interventions de l'Initiateur sur le marché pendant la période d'offre	7
3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	7
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	9
5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	9
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	10
7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	10
7.1. Structure et répartition du capital	10
7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions	10
7.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	11
7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	11
7.5. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	11
7.6. 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.	11
7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire, des membres du Conseil de Surveillance et à la modification des statuts de la Société	11
7.8. Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	12
7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	13
7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire, du Conseil de Surveillance 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.	13
8. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE TRAQUEUR	13
9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	13
10. MODALITÉ DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	14
11. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	14

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 1° et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société Coyote System, société par actions simplifiée au capital de 3.412.340,40 euros, dont le siège social est situé 25 quai Gallieni, 92150 Suresnes, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 518 905 476 (l'« **Initiateur** » ou « **Coyote System** »), société contrôlée au plus haut niveau par Monsieur Fabien Pierlot, a déposé le 12 décembre 2019 un projet d'offre publique d'achat simplifiée aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Traqueur, société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 6.441.082,84 euros, dont le siège social est situé 25 quai Gallieni, 92150 Suresnes immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 412 027 492 (« **Traqueur** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004043487 et le mnémonique ALTRA (les « **Actions** »), d'acquérir dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 12 décembre 2019 par l'Etablissement Présentateur pour le compte de l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »), la totalité des Actions qui ne sont pas détenues par l'Initiateur à un prix de 1,70 euro par Action (le « **Prix d'Offre** ») payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites dans le Projet de Note d'Information (l'« **Offre** »).

A la date de la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** ») et à la suite de l'Augmentation de Capital (tel que ce terme est défini ci-après à la Section 2.1 (*Contexte de l'Offre*) de la Note en Réponse), l'Initiateur détient, directement et indirectement, 7.422.718 Actions¹ représentant autant de droits de vote, soit 87,58% du capital et des droits de vote² de la Société. L'Initiateur a par ailleurs acquis 307.449 actions entre le 13 décembre 2019 et le 18 décembre 2019 (inclus) au Prix d'Offre, conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF. A la date des présentes, l'Initiateur détient, directement et indirectement, 7.730.167 actions représentant autant de droits de vote, soit 91,21% du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre vise la totalité des Actions non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit un nombre total maximum de 744.942 Actions représentant 8,79% du capital et des droits de vote à la date des présentes.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les Actions.

Les conditions de détention étant d'ores et déjà réunies et conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a indiqué dans la note d'information visée par l'AMF son intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

En application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société (le « **Conseil de Surveillance** ») a désigné à l'unanimité, dans une décision adoptée le 30 septembre 2019, le cabinet Advisorem, 140, boulevard Haussmann – 75008

¹ En tenant compte des 59.692 Actions auto-détenues par la Société, lesquelles sont réputées détenues par l'Initiateur.

² Sur la base d'un capital composé de 8.475.109 Actions représentant autant de droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Paris, en qualité d'expert financier indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions et modalités financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF.

2. CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1. Contexte de l'Offre

Il est rappelé que l'Initiateur a acquis entre mai et juin 2017 un bloc de contrôle représentant 48,84% du capital et des droits de vote de la Société à cette date et a déposé auprès de l'AMF le 13 novembre 2017 une offre publique d'achat au prix de 1,50 euro par action (l'« **OPA 2017** »). Le 1er février 2018, l'AMF a publié le résultat de l'OPA 2017 à l'issue de laquelle l'Initiateur détenait 2.208.017 Actions, soit 66,58% du capital et des droits de vote de la Société à cette date.

Il est également rappelé que les pertes de la Société en 2017, cumulées à une erreur comptable sur le même exercice liée à la comptabilisation des revenus d'abonnement, ont abouti à un résultat net négatif de 13,7 millions d'euros (soit une perte nette par action de 4,12 euros) et une baisse des capitaux propres équivalente, entraînant des capitaux propres négatifs de 9,8 millions d'euros au 31 décembre 2017. Les capitaux propres ont continué à se dégrader en raison des pertes de la Société pour atteindre un montant négatif de 11,3 millions d'euros au 31 décembre 2018. Dans ce contexte de baisse significative des capitaux propres de la Société, cette dernière a annoncé le 2 octobre 2019 (la « **Date d'Annonce** »), envisager la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (l'« **Augmentation de Capital** ») au prix de 1,50 euro par Action, l'opération permettant à l'ensemble des actionnaires de la Société et des cessionnaires des droits préférentiels de souscription de participer au financement de cette dernière. L'Initiateur a souscrit à 99,93% de l'Augmentation de Capital pour un montant de 7,7 M€, portant sa participation directe à 7.363.026 Actions soit 86,88% du capital de la Société contre 66,58% du capital de la Société préalablement à l'Augmentation de Capital.

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient directement et indirectement 7.730.167 actions représentant autant de droits de vote, soit 91,21% du capital et des droits de vote de la Société.

2.2. Titres et droits donnant accès au capital de la Société

A la connaissance de la Société, il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun droit, option, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions ordinaires de la Société.

A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date de la Note en Réponse :

	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote théoriques
Coyote System(1)	7 670 475	90,51%
Actions auto-détenues (2)	59 692	0,70%
Total Coyote System	7 730 167	91,21%
Public	744 942	8,79%
Total	8 475 109	100,00%

Note : (1) En ce compris les 307.449 actions acquises par l'Initiateur entre le 13 décembre 2019 et le 18 décembre 2019 (inclus) au Prix d'Offre, conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF. (2) Les actions auto-détenues sont réputées détenues par l'Initiateur et incluent celles détenues directement ainsi que les 36.600 actions détenues par la société Fleet Technology SA, elle-même détenue à 100% par la Société.

2.3. Caractéristiques de l'Offre

2.3.1. Principaux termes de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 1,70 euro par Action, la totalité des Actions existantes à ce jour et non détenues directement et indirectement par l'Initiateur à la date de la Note en Réponse, soit 1.052.391 Actions représentant 12,42% du capital et des droits de vote de la Société, et qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

L'Initiateur précise dans le Projet de Note d'Information que conformément aux dispositions de l'article 233-3 du règlement général de l'AMF, le Prix d'Offre n'est pas inférieur à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'Action pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre. Le Prix d'Offre représente en effet une prime de 34,7% par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre, le 2 octobre 2019.

2.3.2. Autorisations réglementaires

L'Offre n'est pas soumise à l'obtention d'une quelconque autorisation réglementaire, notamment au titre du contrôle des concentrations.

2.3.3. Seuil de caducité

L'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'Actions pour qu'elle ait une suite positive.

2.3.4. Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

L'Initiateur a indiqué qu'il L'Initiateur demandera à l'AMF dans un délai de dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, étant précisé que les conditions de détention sont d'ores et déjà réunies, afin de se voir transférer les actions Traqueur non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation

en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 1,70 euros par action) étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions Traqueur du marché Euronext Growth.

2.4. Modalités de l'Offre

L'Offre sera ouverte pour une période de 10 jours de négociation.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 1.3.5 du Projet de Note d'Information.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, Portzamparc, agissant en qualité d'établissement présentateur (l'« **Etablissement Présentateur** ») de l'Offre, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. L'Etablissement Présentateur est habilité à fournir des services de prise ferme en France.

L'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé l'Offre et le Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF le 12 décembre 2019, sur la base d'un prix de 1,70 euro par Action.

2.4.1. Procédure de présentation des actions à l'offre

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les Actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre de vente irrévocable conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard à la date de clôture de l'Offre telle que figurant à la section 1.3.5 du Projet de Note d'Information.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix d'Offre :

- Auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au porteur ou au nominatif administré ;
- Auprès de la banque Société Générale Securities Services, assurant la gestion du service titres et du registre nominatif de la Société, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au nominatif pur.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites en compte au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre doivent demander l'inscription de leurs Actions au porteur (i) auprès de leur intermédiaire financier si leurs actions sont détenues sous la forme au nominatif administré, ou (ii) auprès de Société Générale Securities Services si leurs Actions sont détenues sous la forme au nominatif pur.

L'Offre s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les ordres de présentation des Actions à l'Offre seront irrévocables.

Natixis, pour le compte de Portzamparc, agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre.

2.4.2. Interventions de l'Initiateur sur le marché pendant la période d'offre

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information se réserver le droit, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions de la Société sur le marché ou hors marché, dans les limites des dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance de la Société³ se sont réunis le 9 décembre 2019, sous la présidence de Monsieur Fabien Pierlot, en sa qualité de Président du Conseil de Surveillance, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du Conseil de Surveillance de la Société étaient présents.

Les termes de l'Offre ont été rappelés aux membres du Conseil de Surveillance, tels que repris dans le Projet de Note d'Information transmis par l'Initiateur, qui ont ensuite étudié le projet de note en réponse tel que déposé le 12 décembre 2019 par la Société auprès de l'AMF.

L'Expert Indépendant, désigné par le Conseil de Surveillance lors de sa séance du 30 septembre 2019 en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre proposée aux actionnaires de la Société, a également exposé aux membres du Conseil de Surveillance les conclusions de ses travaux.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil de Surveillance est reproduit ci-dessous :

*« Le Président indique que le Conseil est réuni en vue d'examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par la société Coyote System, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 25 Quai Gallieni, 92150 Suresnes, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 518 905 476 (l'« **Initiateur** »), visant les actions de la Société (l'« **Offre** ») et de rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »).*

³ Les membres du Conseil de Surveillance sont MM. Fabien Pierlot (Président), Patrick Nobleaux (Vice-Président) et Geofroy Desjeux.

Le Président rappelle que le projet d'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur entre mai et juin 2017 d'un bloc de contrôle représentant 48,84% du capital et des droits de vote de la Société à cette date et a déposé auprès de l'AMF le 13 novembre 2017 une offre publique d'achat au prix de 1,50 euro par action (l'« **OPA 2017** »). Le 1er février 2018, l'AMF a publié le résultat de l'OPA 2017 à l'issue de laquelle l'Initiateur détenait 2.208.017 actions, soit 66,58% du capital et des droits de vote de la Société à cette date.

Le Président rappelle également que les pertes de la Société en 2017, cumulées à une erreur comptable sur le même exercice liée à la comptabilisation des revenus d'abonnement, ont abouti à un résultat net négatif de 13,7 millions d'euros (soit une perte nette par action de 4,12 euros) et une baisse des capitaux propres équivalente, entraînant des capitaux propres négatifs de 9,8 millions d'euros au 31 décembre 2017. Les capitaux propres ont continué à se dégrader en raison des pertes de la Société pour atteindre un montant négatif de 11,3 millions d'euros au 31 décembre 2018. Dans ce contexte de baisse significative des capitaux propres de la Société, cette dernière a annoncé le 2 octobre 2019 (la « **Date d'Annonce** »), envisager la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (l'« **Augmentation de Capital** ») au prix de 1,50 euro par action, l'opération permettant à l'ensemble des actionnaires de la Société et des cessionnaires des droits préférentiels de souscription de participer au financement de cette dernière. L'Initiateur a souscrit à 99,93% de l'Augmentation de Capital pour un montant de 7,7 M€, portant sa participation directe à 7.363.026 actions, soit 86,88% du capital de la Société contre 66,58% du capital de la Société préalablement à l'Augmentation de Capital.

Le Président rappelle que le 30 septembre, le Conseil de Surveillance de Traqueur a nommé le cabinet Advisorem en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF.

Le Président indique au Conseil qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Le Président propose au Conseil de prendre connaissance des documents essentiels en lien avec l'Offre, à savoir :

- le rapport du cabinet Advisorem, expert indépendant, en date du 11 décembre 2019 ;
- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient notamment les raisons et objectifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des 12 prochains mois, avec les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établie par Portzamparc, ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre ;
- le projet de note en réponse établi par le Directoire de la Société.

Le Président procède ensuite à la lecture du rapport d'Advisorem, Expert Indépendant, dont les conclusions sont les suivantes :

« Par conséquent, à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix de 1,70 € par action TRAQUEUR que l'initiateur propose dans le cadre de la présente offre publique d'achat simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société TRAQUEUR, y compris dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire ».

Le Président relève par ailleurs que les intentions de l'Initiateur pour les 12 prochains mois, telles que présentées dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, sont notamment les suivantes :

- en matière de stratégie, l'Offre n'aura aucun impact sur la stratégie et la politique industrielle et commerciale de la Société ;
- en matière d'emploi, l'Initiateur indique dans le projet de note d'information que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité de la Société. L'Offre n'emporterait en elle-même aucune remise en cause des accords collectifs en vigueur au sein de la Société. En outre, l'Initiateur envisage de maintenir la localisation actuelle du siège social et des centres opérationnels de la Société ;
- en matière de maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans une période de trois mois à l'issue de sa clôture, conformément aux lois applicables, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre ;
- en matière de perspective d'une fusion, synergies et gains économiques, en fonction des résultats de l'Offre, dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à détenir l'intégralité du capital de la Société, il se réservera la faculté dans le futur de fusionner avec la Société ou de regrouper la Société ou ses filiales ou encore de transférer certains actifs, branches ou activités de la Société avec, ou à, des entités détenues par l'Initiateur, en outre, l'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées à la simplification des structures juridiques de l'Initiateur et du fait de libérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société ; et
- en matière de politique de distribution de dividendes, l'Initiateur rappelle que la Société n'a pas distribué de dividendes au cours des cinq derniers exercices et que toute distribution de dividendes sera décidée par les organes sociaux de la Société en fonction de sa capacité de distribution et de ses besoins de financement.

Le Président expose enfin que le Directoire de la Société a indiqué son intention de ne pas apporter à l'Offre les 59.692 actions auto-détenues par la Société.

En considération de ce qui précède et prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil de Surveillance :

- ✓ **constate**, après en avoir délibéré, que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- ✓ **constate**, en tant que de besoin, que les 59.692 actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre ;
- ✓ **décide**, à l'unanimité des membres présents, d'émettre un avis favorable sur l'Offre ;
- ✓ **approuve**, à l'unanimité des membres présents, le projet de note d'information en réponse de la Société ;
- ✓ **recommande**, à l'unanimité des membres présents, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre ».

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Les membres du Conseil de Surveillance ont indiqué avoir l'intention d'apporter à l'Offre les deux (2) Actions qu'ils détiennent.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

La Société détient directement et indirectement 59.692 Actions, dont 36.600 sont détenues indirectement par la société Fleet Technology SA, filiale de la Société.

Le directoire de la Société (le « **Directoire** ») a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 59.692 Actions.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

7. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

7.1. Structure et répartition du capital

Le capital de la Société s'élève à 6.441.082,84 euros. Il est constitué de 8.475.109 Actions de 0.76 euros de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie. Les Actions sont admises sur le marché Euronext Growth sous le code ISIN FR0004043487.

Préalablement à la réalisation en date du 2 décembre 2019 de l'Augmentation de Capital, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit à la connaissance de la Société :

	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote théoriques
Coyote System	2.208.011	66,57%
Actions auto-détenues (1)	59.692	1,80%
Total Coyote System	7 422 718	87,58%
Public	1.048.644	31,63%
Total	3.316.347	100,00%

Note : (1) Les actions auto-détenues sont réputées détenues par l'Initiateur et incluent celles détenues directement ainsi que les 36.600 actions détenues par la société Fleet Technology SA, elle-même détenue à 100% par la Société.

Suite à la réalisation en date du 2 décembre 2019 de l'Augmentation de Capital et à l'acquisition réalisée par l'Initiateur le 13 décembre 2019, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit à la connaissance de la Société :

	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital et des droits de vote théoriques
Coyote System(1)	7 670 475	90,51%
Actions auto-détenues (2)	59 692	0,70%
Total Coyote System	7 730 167	91,21%
Public	744 942	8,79%
Total	8 475 109	100,00%

Note : (1) En ce compris les 307.449 actions acquises par l'Initiateur entre le 13 décembre 2019 et le 18 décembre 2019 (inclus) au Prix d'Offre, conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF. (2) Les actions auto-détenues sont réputées détenues par l'Initiateur et incluent celles détenues directement ainsi que les 36.600 actions détenues par la société Fleet Technology SA, elle-même détenue à 100% par la Société.

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

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions

Aucune clause des statuts de la Société ne limite la libre cession des Actions émises par la Société.

La Société a néanmoins introduit au deuxième paragraphe de l'article 7 des statuts de la Société, une obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital pour toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir, directement ou indirectement, un pourcentage du capital, des droits de vote ou de titres donnant accès à terme au capital de la Société, égal ou supérieur à deux pour cent (2%) ou un multiple du pourcentage de un pour cent (1%) à partir de l'atteinte du seuil de deux pour cent (2%). Cette obligation s'applique également chaque fois que la fraction du capital ou des droits de vote ou de titres détenue devient inférieure à l'un des seuils prévus à l'alinéa ci-dessus.

En cas de non-respect de cette obligation d'information constatée et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble deux pour cent (2%) au moins du capital ou des droits de vote de la Société en font la demande lors d'une assemblée, l'actionnaire sera, jusqu'à l'expiration d'une période de deux (2) années à compter de la régularisation de la notification visée au présent alinéa, privé du droit de vote afférent aux Actions dépassant les seuils soumis à déclaration.

7.3. Participations directes et indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-avant.

Hormis Coyote System, la Société n'a connaissance d'aucun actionnaire détenant plus de 2% de son capital ou de ses droits de vote.

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

Le capital de la Société est exclusivement composé d'Actions ordinaires, toutes de même catégorie. Chaque Action donne droit à une voix.

La Société n'a émis aucune Action de préférence au sens des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce.

7.5. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.6. 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.

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions au transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire, des membres du Conseil de Surveillance et à la modification des statuts de la Société

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 Directoire, des membres du Conseil de Surveillance ou la modification des statuts de la Société.

7.8. Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Directoire dispose d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société, dont le détail est repris ci-après :

Nature des autorisations	Montant nominal maximum autorisé	Durée	Utilisation des autorisations
AGM du 14 juin 2019 6 ^{ème} résolution <i>Autorisation du rachat par la Société de ses propres actions</i>	Prix unitaire maximum de 3,50 euros et pour un montant maximum de 40.000 euros - dans la limite de 10% du capital	18 mois	Aucune
AGM du 14 juin 2019 7 ^{ème} résolution <i>Autorisation à consentir au Directoire, pour une durée de vingt-six mois, à l'effet de procéder à l'annulation d'actions détenues par la Société par suite de rachat de ses propres titres</i>	10% du capital calculé au jour de la décision d'annulation, déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des 24 derniers mois précédents	26 mois	Aucune
AGE du 12 novembre 2019 1 ^{ère} résolution <i>Délégation de compétence à conférer au Directoire à l'effet de procéder à l'émission d'actions, titres ou valeurs mobilières avec maintien du droit préférentiel de souscription</i>	Montant nominal maximal de 9.000.000 euros	26 mois	Suite à l'Augmentation de Capital, 5.158.762 Actions ont été émises au prix de 1,50 euro par Action (0,76 euro de valeur nominale et 0,74 euro de prime d'émission). Le montant nominal de l'Augmentation de Capital s'élève à 3.920.659,12 euros. Le montant restant à la date de la Note en Réponse au titre de la présente autorisation conférée au Directoire s'élève à 5.079.340,88 euros.

7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Néant.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire, du Conseil de Surveillance 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.

Néant.

8. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE TRAQUEUR

Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition, régie par les dispositions des articles L. 2312-45 à L. 2312-51 du Code du travail, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt de l'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

Le délégué unique du personnel de la Société a par ailleurs été informé le 17 décembre 2019.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le rapport de l'Expert Indépendant prévu à l'article 261 I 2° et II du règlement général de l'AMF est reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

10. MODALITÉ DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

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 du jour de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (www.traqueur.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de :

TRAQUEUR
25, quai Gallieni
92150 Suresnes

11. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données de la présente de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

M. Benoit Lambert
Président du Directoire

Annexe 1 – Rapport de l'Expert Indépendant



**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
SUIVIE LE CAS ECHEANT D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

portant sur les actions de la société

TRAQUEUR

Initiée par

COYOTE SYSTEM

11 décembre 2019

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OPERATION	5
1.1. SOCIETE INITIATRICE	5
1.2. SOCIETE OBJET DE L'OFFRE.....	5
1.2.1. Informations juridiques	5
1.2.2. Répartition du capital.....	6
1.3. CONTEXTE ET PRESENTATION DE L'OPAS	6
1.4. MOTIFS DE L'OPERATION.....	7
1.5. INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES 12 MOIS A VENIR	7
1.5.1. Stratégie – politique industrielle et commerciale	8
1.5.2. Orientation en matière d'emploi	8
1.5.3. Composition des organes sociaux et de direction de la société.....	8
1.5.4. Perspective d'une fusion, synergies et gains économiques	8
1.5.5. Politique de distribution de dividendes.....	8
1.5.6. Retrait Obligatoire – Radiation de la cote	9
1.6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	9
2. DECLARATION D'INDEPENDANCE	9
3. DILIGENCES EFFECTUEES	10
4. PRESENTATION DE TRAQUEUR.....	11
4.1. PRESENTATION SYNTHETIQUE DES ACTIVITES DEVELOPPEES PAR TRAQUEUR.....	11
4.1.1. Activité « Après-vol ».....	11
4.1.2. Activité de géolocalisation et de solutions télématiques.....	11
4.1.3. Canaux de distribution.....	12
4.2. INTERVENANTS SUR LE MARCHÉ DE L'APRES VOL ET DE LA GESTION DE FLOTTE.....	12
4.3. PRESENTATION SYNTHETIQUE D'ELEMENTS DE CONJONCTURE	12
4.3.1. Les ventes de voitures neuves.....	12
4.3.2. Les vols et tentatives de vols de véhicules particuliers en France.....	13
4.3.3. Marché des voitures neuves connectées	14
4.3.4. Concentration du marché des distributeurs	14
4.4. MATRICE SWOT	15
4.5. DONNEES FINANCIERES HISTORIQUES	16
4.6. ÉVENEMENTS POSTERIEURS AU 30 JUIN 2019	20
5. EVALUATION DE TRAQUEUR	21
5.1. PRESENTATION DE L'APPROCHE D'EVALUATION MULTICRITERE	21
5.1.1. Méthodes ou références écartées.....	21
5.1.2. Méthodes ou références retenues à titre principal.....	22
5.1.3. Méthodes et références retenues à titre secondaire	22
5.1.4. Données de référence de TRAQUEUR retenues dans le cadre de l'approche d'évaluation.....	24
5.2. MISE EN ŒUVRE ET RESULTATS DE L'ACTUALISATION DE FLUX DE TRESORERIE (DCF).....	26
5.2.1. Plan d'affaires.....	26
5.2.2. Valeur terminale.....	27
5.2.3. Taux d'actualisation	27

5.2.4. Valeur par action issue de la méthode du DCF	29
5.2.5. Analyses de sensibilité	29
5.3. MISE EN ŒUVRE ET RESULTATS DES COMPARABLES BOURSIERS.....	30
5.3.1. Échantillon des sociétés cotées développant des activités similaires	30
5.3.2. Multiples de valorisation des sociétés de l'échantillon.....	32
5.3.3. Prise en compte d'une décote de taille	33
5.3.4. Mise en œuvre des multiples de chiffre d'affaires (à titre indicatif)	33
5.3.5. Mise en œuvre des multiples d'EBITDA et d'EBIT	34
6. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR.....	35
6.1. CHOIX DES METHODES D'EVALUATION ET REFERENCES DE VALEURS	35
6.2. DONNEES DE REFERENCE	35
6.3. MISE EN ŒUVRE DES CRITERES D'EVALUATION	35
6.3.1. Actualisation des flux de trésorerie (DCF).....	35
6.3.2. Références de valeurs : opérations sur le capital et cours de bourse	36
6.3.3. Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.....	36
7. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT.....	37
7.1. SYNTHESE DES RESULTATS DE L'APPROCHE D'EVALUATION MISE EN ŒUVRE	37
7.2. PRIMES ET DECOTES INDUITES PAR LE PRIX DE L'OFFRE	37
7.3. CONCLUSIONS SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT	38
ANNEXE AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	40
1. PRESENTATION D'ADVISOREM	40
2. LISTE DES MISSIONS D'EXPERTISES INDEPENDANTES REALISEES PRECEDEMMENT.....	40
3. ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS	40
4. MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE	40
5. DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES	41
6. CALENDRIER DE L'ETUDE	41
7. LISTE DES PERSONNES RENCONTREES	43
8. SOURCES D'INFORMATIONS UTILISEES	43
9. PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION.....	44

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée, suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire (l'«OPAS») initiée par COYOTE SYSTEM (ci-après désignée « COYOTE SYSTEM » ou «COYOTE») sur les actions de la société TRAQUEUR, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant, conformément à la décision du Conseil de surveillance de la société du 30 septembre 2019, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de TRAQUEUR.

Notre désignation a été effectuée en application des dispositions prévues aux articles 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »).

Le prix offert aux actionnaires de TRAQUEUR s'établit à 1,70 € par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par TRAQUEUR, l'initiateur et PORTZAMPARC BNP Paribas Group (l'«établissement présentateur»). Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part.

Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers ou de tout autre document qui nous ont été communiqués. Nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes simplement attachés à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Conformément à l'article 262-1 susvisé, nous vous présentons notre rapport d'expertise sur les conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de TRAQUEUR.

1. Présentation de l'opération

1.1. Société initiatrice

COYOTE SYSTEM est une société par actions simplifiée au capital de 3.412.340,40 €, dont le siège social est situé 25 quai Gallieni à Suresnes (92150), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 518 905 476, société contrôlée au plus haut niveau par Monsieur Fabien PIERLOT. Elle est leader en Europe dans les systèmes d'alerte en temps réel pour les automobilistes.

A la date du projet de note d'Information, COYOTE SYSTEM détient directement et indirectement 7.422.718¹ actions représentant autant de droits de vote, soit 87,58% du capital et des droits de vote de TRAQUEUR.

1.2. Société objet de l'offre

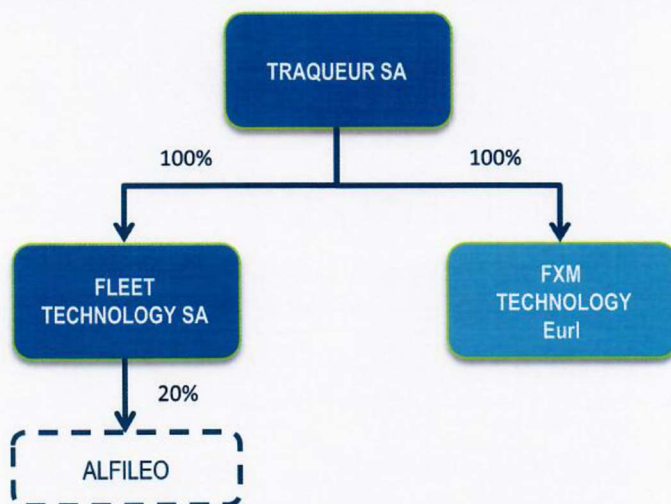
1.2.1. Informations juridiques

TRAQUEUR est une société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance, dont le siège social est sis 25, quai Gallieni à Suresnes (92150), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro 412 027 492 RCS Nanterre depuis le 17 novembre 1997.

Suite à l'augmentation de capital réalisée en novembre dernier, son capital social s'élève à 6.441.082,84 €, réparti en 8.475.109 actions de 0,76 € de valeur nominale chacune. L'action TRAQUEUR est admise à la cote d'Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0004043487 – Mnémono ALTRA depuis 2007.

Monsieur Benoît LAMBERT est Président du Directoire et Monsieur Fabien PIERLOT en est le Président du Conseil de surveillance, depuis le 25 août 2017.

TRAQUEUR est la société mère d'un groupe de sociétés qui se présente comme suit :



La société FLEET TECHNOLOGY SA a été acquise en 2006 par TRAQUEUR et gère l'activité de gestion de flotte et les solutions télématiques.

¹ Nombre d'actions intégrant les actions auto-détenues par TRAQUEUR et FLEET TECHNOLOGY

La société FXM TECHNOLOGY acquise par TRAQUEUR en 2011, qui regroupait une équipe de quatre commerciaux en charge de la distribution des produits et solutions auprès des professionnels, n'a plus d'activité depuis octobre 2019.

La société ALFILEO détenue à 20% par FLEET TECHNOLOGY (non consolidée) a une activité très limitée et déficitaire. La valeur de ces titres au bilan consolidé de TRAQUEUR, soit 43 K€, est intégralement dépréciée depuis 2014. FLEET TECHNOLOGY lui a accordé un abandon de créances avec clause de retour à meilleure fortune pour un montant de 295 K€ en décembre 2017².

1.2.2. Répartition du capital

Le capital de TRAQUEUR se répartit comme suit :

Répartition du capital	Nombre d'actions avant augmentation de capital	en % / total	Augmentation de capital	Nombre d'actions post augmentation de capital	en % / total
Coyote System	2 208 011	66,58%	5 155 015	7 363 026	86,88%
Public	1 048 644	31,62%	3 747	1 052 391	12,42%
Actions auto-détenues (Traqueur)	36 600	1,10%		36 600	0,43%
Actions auto-détenues (Fleet Technology)	23 092	0,70%		23 092	0,27%
TOTAL	3 316 347	100,00%	5 158 762	8 475 109	100,00%

Selon les informations qui nous ont été communiquées, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de TRAQUEUR autres que les actions susvisées.

1.3. Contexte et présentation de l'OPAS

Tel qu'exposé dans le projet de note d'information établi par la société COYOTE SYSTEM relatif à l'opération, qui nous a été communiqué :

« Il est rappelé que COYOTE SYSTEM a acquis entre mai et juin 2017 un bloc de contrôle représentant 48,84% du capital et des droits de vote de TRAQUEUR à cette date et a déposé auprès de l'AMF le 13 novembre 2017 une offre publique d'achat au prix de 1,50 euros par action (l'« OPA 2017 »). Le 1^{er} février 2018, l'AMF a publié le résultat de l'OPA 2017 à l'issue de laquelle COYOTE SYSTEM détenait 2.208.017 actions, soit 66,58% du capital et des droits de vote de TRAQUEUR à cette date.

Il est également rappelé que les pertes de TRAQUEUR en 2017, cumulées à une erreur comptable sur le même exercice liée à la comptabilisation des revenus d'abonnement, ont abouti à un résultat net négatif de 13,7 millions d'euros (soit une perte nette par action de 4,12 euros) et une baisse des capitaux propres équivalente, entraînant des capitaux propres négatifs de 9,8 millions d'euros au 31 décembre 2017.

Les capitaux propres ont continué à se dégrader en raison des pertes de TRAQUEUR pour atteindre un montant négatif de 11,3 millions d'euros au 31 décembre 2018.

² Cf. Note 19 du rapport financier semestriel au 30 juin 2019

*Dans ce contexte de baisse significative des capitaux propres de TRAQUEUR, cette dernière a annoncé le 2 octobre 2019 (la « **Date d'Annonce** »), envisager la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (l'« **Augmentation de Capital** ») au prix de 1,50 euros par action, l'opération permettant à l'ensemble des actionnaires de TRAQUEUR et des cessionnaires des droits préférentiels de souscription de participer au financement de cette dernière.*

COYOTE SYSTEM a souscrit à 99,93% de l'Augmentation de Capital pour un montant de 7,7 M€.

Il est rappelé que TRAQUEUR a indiqué le 2 octobre 2019 qu'à l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital, COYOTE SYSTEM offrirait aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate et intégrale sur leurs participations en déposant un projet d'offre publique d'achat simplifiée à un prix identique au prix d'émission retenu dans le cadre de l'Augmentation de Capital, soit 1,50 euros par action, ce prix restant notamment sous réserve de l'avis de l'expert indépendant. À la suite de discussions intervenues avec l'expert indépendant, le cabinet Advisorem représenté par Monsieur Eric Le Fichoux, désigné par le conseil de surveillance de la Société en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, COYOTE SYSTEM a décidé de déposer le présent projet d'Offre au prix de 1,70 euros par action.

L'Offre vise la totalité des actions non encore détenues directement ou indirectement par COYOTE SYSTEM soit un nombre total maximum de 1.052.391 actions représentant 12,42% du capital et des droits de vote à la date des présentes.

A la connaissance de COYOTE SYSTEM, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de TRAQUEUR autres que les actions de TRAQUEUR ».

1.4. Motifs de l'opération

Tel qu'exposé dans le projet de note d'information établi par la société COYOTE SYSTEM qui nous a été communiqué, les motifs de l'opération sont les suivants :

« La faible liquidité de l'action TRAQUEUR a conduit COYOTE SYSTEM à s'interroger sur l'intérêt de la cotation des actions de TRAQUEUR.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de TRAQUEUR, vise en outre à procéder au retrait de TRAQUEUR du marché boursier, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de TRAQUEUR en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de TRAQUEUR ».

1.5. Intentions de l'initiateur pour les 12 mois à venir

Les intentions de l'initiateur, telles qu'énoncées dans le projet de note d'information qui nous a été communiqué, sont les suivantes :

1.5.1. Stratégie – politique industrielle et commerciale

« COYOTE SYSTEM contrôlant déjà TRAQUEUR, l'Offre n'aura aucun impact sur la stratégie et la politique industrielle et commerciale de TRAQUEUR. »

1.5.2. Orientation en matière d'emploi

« L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité de TRAQUEUR. L'Offre n'emporterait en elle-même aucune remise en cause des accords collectifs en vigueur au sein de TRAQUEUR. En outre, COYOTE SYSTEM envisage de maintenir la localisation actuelle du siège social et des centres opérationnels de TRAQUEUR. »

1.5.3. Composition des organes sociaux et de direction de la société

« Il est rappelé que le conseil de surveillance de la Société est composé des membres suivants :

- Monsieur Fabien PIERLOT, Président du conseil de surveillance ;*
- Monsieur Patrick NOBLEAUX, Vice-Président du conseil de surveillance ; et*
- Monsieur Geoffroy DESJEUX.*

Dans le cas où l'Offre serait suivie d'un Retrait Obligatoire, elle aura pour conséquence la radiation des actions de TRAQUEUR d'Euronext Paris. Par conséquent, des évolutions concernant la forme juridique et la composition des organes sociaux de TRAQUEUR pourraient être envisagées dans ce contexte. »

1.5.4. Perspective d'une fusion, synergies et gains économiques

« En fonction des résultats de l'Offre, dans l'hypothèse où COYOTE SYSTEM détiendrait l'intégralité du capital de TRAQUEUR, il se réservera la faculté dans le futur de fusionner avec TRAQUEUR ou de regrouper TRAQUEUR ou ses filiales ou encore de transférer certains actifs, branches ou activités de TRAQUEUR avec, ou à, des entités détenues par COYOTE SYSTEM. Cependant, à ce jour, aucune décision n'a été prise.

L'essentiel des bénéfices attendus proviendrait de possibles économies liées à la simplification des structures juridiques de COYOTE SYSTEM et du fait de libérer TRAQUEUR des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de TRAQUEUR. Ces bénéfices, liés notamment à l'atteinte des seuils de dix-neuf vingtième du capital social et des droits de vote permettant à COYOTE SYSTEM de bénéficier du régime de l'intégration fiscale ainsi qu'à l'atteinte de seuils permettant la mise en œuvre du retrait obligatoire, n'ont pas été précisément évalués à ce stade. »

1.5.5. Politique de distribution de dividendes

« Il est rappelé que TRAQUEUR n'a pas distribué de dividendes au cours des cinq derniers exercices. Toute distribution de dividendes sera décidée par les organes sociaux de TRAQUEUR en fonction de sa capacité de distribution et de ses besoins de financement. »

1.5.6. Retrait Obligatoire – Radiation de la cote

« Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de TRAQUEUR, COYOTE SYSTEM demandera à l'AMF, immédiatement ou au plus tard dans les trois mois suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions TRAQUEUR non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 1,70 euros par action) étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions TRAQUEUR du marché Euronext Growth.

Dans l'hypothèse où COYOTE SYSTEM viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 90% du capital ou des droits de vote de TRAQUEUR, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, COYOTE SYSTEM se réserve la faculté de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. »

1.6. Accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'offre ou son issue

Tel que précisé dans le projet de note d'information établi par la société COYOTE SYSTEM « L'Initiateur n'a pas connaissance d'accord susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. »

2. Déclaration d'indépendance

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants sur la mission n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'opération ou leurs conseils et ne détiennent aucun intérêt financier dans la bonne fin de l'opération, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'opération ou toute personne contrôlée par ces dernières au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants ne se trouvent pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'opération et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006. ADVISOREM n'est pas intervenu en qualité d'Expert indépendant avec l'établissement présentateur de l'opération, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'eux, avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Les diligences que nous avons mises en œuvre dans le cadre de cette mission comprennent, conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF susvisé, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006 et 27 juillet 2010 :

- la prise de connaissance générale du contexte spécifique dans lequel se situe l'opération envisagée ;
- un examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de TRAQUEUR ;
- une analyse des comptes historiques, de l'activité et une appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles reposent les données prévisionnelles établies par le groupe TRAQUEUR ;
- la prise de connaissance d'éléments de reporting opérationnel à fin octobre 2019 ;
- la mise en œuvre d'une approche multicritère de la valeur de la société TRAQUEUR, incluant la mise en œuvre d'une approche par l'actualisation des flux de trésorerie modélisés à partir des données prévisionnelles visées ci-dessus ;
- l'examen de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés sur le titre TRAQUEUR ;
- une analyse critique du rapport d'évaluation préparé par Portzamparc BNP Paribas Group, établissement présentateur de l'opération ;

La description détaillée des diligences effectuées et le calendrier de l'étude sont présentés en annexe du présent rapport.

4. Présentation de TRAQUEUR

4.1. Présentation synthétique des activités développées par TRAQUEUR

TRAQUEUR a été créé en 1997. Le groupe commercialise et développe des produits de localisation de véhicules volés (Tracking) pour son activité « Après-vol » et des systèmes de gestion de flottes automobiles (Monitoring) pour sa deuxième activité de géolocalisation et de solutions télématiques. Il emploie 64 personnes.

TRAQUEUR était par le passé distributeur exclusif de produits COYOTE en concessions automobiles et deux roues en France depuis 2008. COYOTE SYSTEM a résilié le contrat de distribution en novembre 2016 avec un préavis de 2 ans. En conséquence, le groupe n'a plus le droit de distribuer les produits COYOTE depuis mai 2018.

4.1.1. Activité « Après-vol »

La première solution après-vol commercialisée par TRAQUEUR reposait principalement sur la technologie VHF via la licence de distribution exclusive en France de la société américaine LoJack, propriété de la société américaine CalAmp depuis 2016.

TRAQUEUR s'est progressivement affranchie de sa dépendance vis-à-vis de LoJack, en développant de nouveaux produits, utilisant les technologies GPS/UHF/GSM bas débit, en partenariat avec la société Sigfox, dont notamment le NANO, qui a été lancé en 2015. Ce dernier est plus petit que les précédents boîtiers et il utilise notamment une technologie outdoor/indoor via une balise mobile dédiée à l'Internet des Objets (IoT) qui résiste aux brouillages de fréquence.

Par ailleurs, le groupe a conclu un partenariat avec les forces de l'ordre pour la récupération des véhicules.

L'offre actuelle de TRAQUEUR rebaptisée « Coyote Secure » comprend la vente d'un boîtier, son installation sur le véhicule à domicile, sur le lieu de travail ou en concession automobile et un abonnement de 24, 36 ou 48 mois incluant les services de géolocalisation, d'assistance et de récupération du bien en cas de vol et l'application COYOTE sur smartphone.

Des services d'assistance couvrent notamment les formalités administratives de déclaration de vol, l'activation de la procédure et recherche du véhicule volé et la coordination avec les forces de l'ordre et la compagnie d'assurance qui déclenche ses prestations d'assistance. La société propose également d'autres services complémentaires d'assistance (prêt d'un véhicule, assistance rapatriement...) via une compagnie d'assurance spécialisée.

4.1.2. Activité de géolocalisation et de solutions télématiques

Cette activité de solution professionnelle pour la gestion de flotte est principalement gérée par la filiale, FLEET TECHNOLOGY acquise en 2006. La visualisation et le suivi des véhicules en direct repose sur le logiciel E-MANAGER développé en interne, qui gère les boîtiers distribués par FLEET TECHNOLOGY et ses concurrents. Depuis janvier 2019, la commercialisation est intégrée dans l'offre « Coyote Business », qui regroupe sur option tout ou partie des produits avertisseurs, sécurité et gestion de flotte du groupe. Cette activité comptait 990 clients en octobre 2019, avec une moyenne de 7,7 abonnements par client et 25% se rapportant à l'activité de gestion de flotte, représentative d'un chiffre d'affaires de l'ordre de 229 K€ en base annuelle.

La société a conclu un contrat avec la société Colas jusqu'en 2021, qui représente à ce jour plus de 40% du chiffre d'affaires de cette activité.

4.1.3. Canaux de distribution

Le groupe utilise trois réseaux de distribution pour ses produits :

- les **concessionnaires automobiles** auprès desquels elle effectue des campagnes commerciales,
- les réseaux prescripteurs tels que les **compagnies d'assurance** qui proposent en contrepartie des primes d'assurance à des tarifs préférentiels,
- en direct pour quelques clients abonnés afin de les fidéliser.

4.2. Intervenants sur le marché de l'après vol et de la gestion de flotte

En France, le principal concurrent de TRAQUEUR dans le secteur de l'«après-vol» est le groupe IDENTICAR, qui a une présence géographique mondiale. TRAQUEUR est également en concurrence avec les fabricants d'équipements en première monte, qui ont établi des partenariats avec les constructeurs automobiles.

Cette activité est également indirectement en concurrence avec les solutions de gravage des vitres qui ne sont pas comparables en termes d'efficacité et de services mais aussi moins coûteuses, offrant des marges plus élevées tant pour les fournisseurs de ce type de prestations que leurs distributeurs.

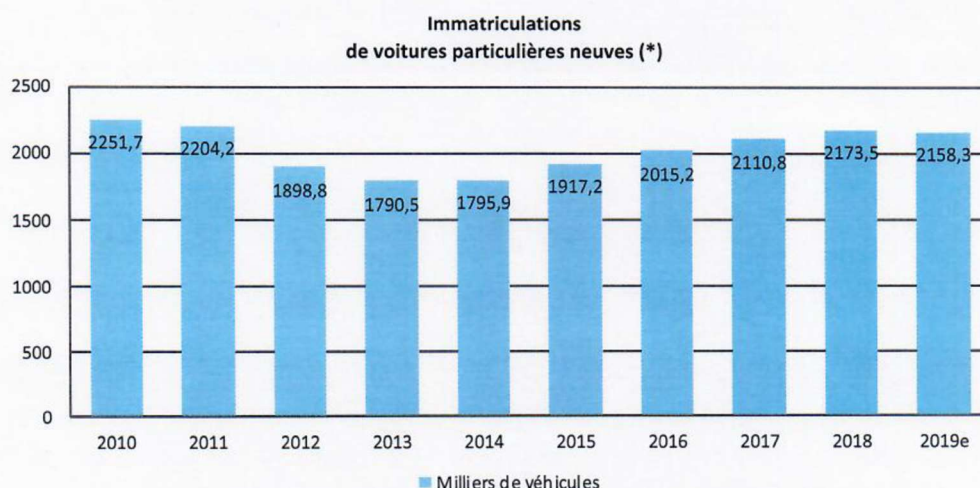
Le marché des solutions de gestion de flottes regroupe de nombreux intervenants, dont certains ont une présence mondiale et il est par conséquent très concurrentiel.

4.3. Présentation synthétique d'éléments de conjoncture

La croissance du marché de l'après-vol peut être rapprochée de la vente de véhicules neufs et de la sinistralité (vols de véhicules). Le développement des véhicules connectés qui disposent en série de solutions digitales intégrées, d'une part, et la concentration des principaux distributeurs (concessionnaires), d'autre part, sont également des facteurs susceptibles d'impacter la croissance de ce marché.

4.3.1. Les ventes de voitures neuves

Nous présentons, ci-dessous, l'évolution du nombre d'immatriculations au cours des 9 dernières années :



(*) Y compris transit temporaire

Source : Traitement et estimation Xerfi / source : CCFA

Alors que le marché des voitures neuves était en croissance depuis 2013, les prévisions pour l'année 2019 enregistrent pour la première fois une diminution des ventes de 15.000 unités environ pour un total de 2.158 milliers de véhicules, soit -0,7 % par rapport à 2018.

La tendance de 2019 pourrait se poursuivre en 2020 car les particuliers freinent actuellement leurs achats importants par la crainte d'un retournement de la conjoncture et un attentisme par rapport au choix de la motorisation.

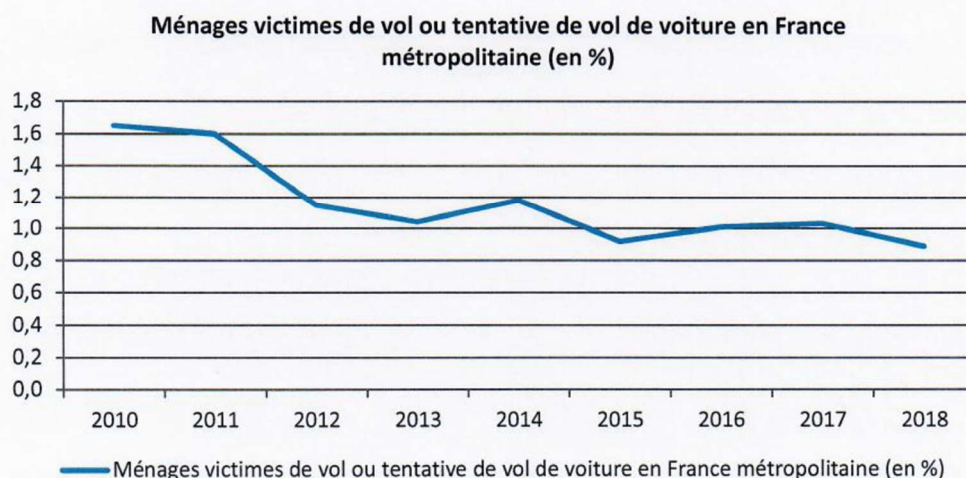
Il est ainsi prévu une baisse de -1% des ventes de véhicules neufs aux particuliers. Cette baisse sera en partie compensée par la demande des entreprises qui bénéficient de conditions favorables de financement et chercheront à améliorer le bilan énergétique de leur parc.

A fin octobre 2019, la tendance baissière est confirmée : les ventes de véhicules enregistrées sur 10 mois s'élèvent à 1.830 milliers de véhicules, en retrait de -0,3% par rapport aux dix premiers mois de 2018.

Ce marché représente la première source de croissance pour le groupe TRAQUEUR car les ventes de produits après-voiture se réalise généralement dans le même temps que l'achat du véhicule.

4.3.2. Les vols et tentatives de vols de véhicules particuliers en France

Par ailleurs, l'analyse des statistiques liées aux ménages victimes de vol ou tentative de vol de la voiture en France métropolitaine peut être résumée comme suit :



Sources : Insee, enquêtes Cadre de Vie et Sécurité 2007 à 2018 ; ONDRP ; SSMSI

Ces statistiques mettent en évidence une stabilisation du pourcentage autour de 1% depuis 2015 avec une légère baisse en 2018 à 0,9%.

4.3.3. Marché des voitures neuves connectées

La présence d'un système de communication à l'intérieur d'un véhicule permet un accès à Internet via les réseaux de téléphone mobile et permet de rendre la voiture connectée. Le conducteur et les passagers bénéficient de nouveaux services et d'applications connectés avec son environnement.

Ce marché est en pleine évolution et de nombreux acteurs s'y impliquent (constructeurs, équipementiers automobiles en partenariat avec des concepteurs de logiciels et des fabricants d'équipements électroniques).

Le marché des voitures connectées est notamment convoité par les géants de l'internet (GAFAM) avec des acteurs tels qu'Apple, Google ou encore Microsoft qui investissent massivement sur ce marché avec pour objectif une voiture autonome.

Parallèlement, le marché de la gestion de flotte se développe également avec des acteurs similaires dont notamment les transporteurs, logisticiens ou encore les opérateurs mobiles.

4.3.4. Concentration du marché des distributeurs

Les concessionnaires agréés qui incluent également les succursales et les filiales des constructeurs, représentent 94% du réseau de distribution dit « primaire ».

Le marché des concessionnaires est de plus en plus concentré avec une domination du marché par les plus grands indépendants, qui enregistrent une croissance de leur chiffre d'affaires bien supérieure aux opérateurs de petite taille (+36,6% contre +14,3%).

Il est actuellement dominé par le groupe Emil Frey France, filiale du groupe Suisse Emil Frey. En 2018, le groupe a vendu 263 000 véhicules dont 138 697 véhicules neufs sous 22 marques. Il dispose de 258 points de vente couvrant l'intégralité du territoire national. Par ailleurs, depuis janvier 2019, Emil Frey France détient 40% du groupe Bernard (4^{ème} distributeur indépendant).

A l'inverse, le nombre de succursales et de filiales des constructeurs tend à se réduire, les constructeurs privilégiant l'adossement à des grands groupes indépendants de distribution structurés et solides financièrement. Cette stratégie permet aux constructeurs de diminuer la concurrence intra-marque.

4.4. Matrice SWOT

En synthèse, sur la base des différents constats effectués et des discussions que nous avons eues avec le management du groupe TRAQUEUR, les facteurs clefs de réussite et les risques auxquels doit faire face le groupe au regard de ses caractéristiques et de l'évolution de son environnement peuvent se résumer comme suit :

FORCES

- Efficacité de la solution proposée (technologie "passe-muraille", boîtier autonome, recherche après vol pour le client en partenariat avec les forces de l'ordre)
- Synergies avec la distribution des produits et services Coyote
- Industrialisation du boîtier auprès d'un sous-traitant automobile de premier rang à partir de 2020
- BFR négatif lié aux abonnements prépayés
- Structure financière renforcée suite à l'augmentation de capital

FAIBLESSES

- Coût élevé de la solution
- Dépendance vis-à-vis des intermédiaires / concessions
- Absence de croissance significative sur les dernières années (concurrence avec les autres produits sans technologie moins coûteux de type marquage des vitres)
- Coût de maintenance de différentes technologies
- Coût de la solution pour un développement en première monte des constructeurs

OPPORTUNITES

- Obligation d'équipement de la part des assureurs
- Positionnement sur les véhicules généralistes
- Solutions retenues en première monte par des constructeurs

MENACES

- Le groupe a une présence géographique limitée (difficulté de référencement auprès de certains acteurs globaux et de tracker les véhicules volés à l'international)
- Evolution technologique rendant obsolète celle choisie
- Contraintes réglementaires nouvelles (réseau de communication) et/ou différentes à l'étranger
- Concentration du marché des concessionnaires
- Marge trop faible pour les distributeurs
- Intégration directe d'une solution similaire en première monte par les constructeurs
- Baisse des immatriculations
- Concurrence vive sur la gestion de flotte
- Développement des solutions antivols
- Véhicules autonomes - pilotage à distance

Cette analyse n'a pas vocation à être exhaustive mais constitue, à notre avis, une grille de lecture des perspectives qui s'offrent au groupe TRAQUEUR, prises en compte dans le cadre de la démarche d'évaluation présentée ci-après.

4.5. Données financières historiques

Le groupe TRAQUEUR établit des comptes consolidés volontairement, en se référant aux dispositions du règlement CRC 99-02 (référentiel français de présentation de l'information financière consolidée). Ils comprennent les états financiers de TRAQUEUR et des entités qu'elle contrôle (ses filiales).

Nous avons eu communication des comptes audités sur les exercices 2016, 2017, 2018 et du premier semestre 2019, ces derniers ayant fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes de TRAQUEUR.

Les résultats du groupe TRAQUEUR au cours des derniers exercices peuvent être résumés comme suit :

Compte de résultat consolidé (K€)	31 déc 2016 Pro forma 12 mois	31 déc 2017 Pro forma 12 mois	31 déc 2018 Réal 12 mois	30 juin 2019 Réal 6 mois
Securité et après-vol	12 422	12 786	11 937	6 246
Gestion de flotte	2 397	2 112	1 928	754
Autres	0	0	0	120
Chiffre d'affaires	14 819	14 898	13 865	7 120
Var.yoy %		0,5%	-6,9%	
Coût d'achat marchandises et matières	(3 604)	(3 638)	(3 231)	(1 750)
Autres consommations externes	(6 339)	(6 103)	(5 572)	(3 095)
Charges de personnel	(6 833)	(6 897)	(5 500)	(2 086)
Impôts & taxes	(220)	(217)	(207)	(90)
Autres produits & charges	1 251	(1 438)	333	448
Dépréciationss nettes s/actif circulant	(15)	280	(339)	(85)
EBITDA	(941)	(3 115)	(651)	462
<i>EBITDA (en % CA)</i>	-6,3%	-20,9%	-4,7%	6,5%
Dotations nettes aux provisions	(647)	869	136	55
Dotations nettes aux amortissements	(1 154)	(1 145)	(780)	(267)
Résultat d'exploitation (EBIT)	(2 742)	(3 391)	(1 295)	250
<i>EBIT (% CA)</i>	-18,5%	-22,8%	-9,3%	3,5%
Résultat financier	(60)	(44)	(35)	(15)
Résultat exceptionnel	(174)	(310)	(197)	7
Impôt sur les résultats	291	(98)	0	0
Amortissements écarts d'acquisition	(315)	(2 249)	0	0
Résultat net de l'ensemble consolidé	(3 000)	(6 092)	(1 527)	241
Intérêts minoritaires	0	0	0	0
Résultat net part du groupe	(3 000)	(6 092)	(1 527)	241
Correction d'erreur résultat exploitation	1 497	(25)		
Correction d'erreur résultat exceptionnel		(7 560)		
Résultat net publié	(1 503)	(13 677)		

Source : Rapports financiers annuels et semestriels de 2016 à 2019 et données comptables TRAQUEUR

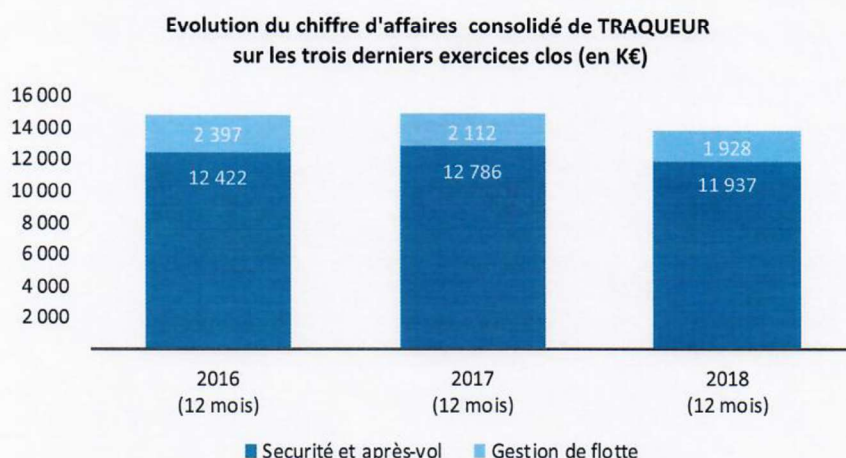
Nous rappelons que les comptes au 31 décembre 2017 ont enregistré une correction d'erreur au niveau de la reconnaissance du chiffre d'affaires, telle qu'exposée dans les faits marquants de l'annexe desdits comptes : « (...) le traitement retenu antérieurement par le Groupe (comptabilisation intégrale des revenus d'abonnement sur l'exercice de facturation) n'étant pas conforme aux règles applicables en matière de comptabilisation du chiffre d'affaires, les contrats non achevés ont fait l'objet d'une correction d'erreur au 1er janvier 2017(...) »

Par ailleurs, en contrepartie de la reconnaissance intégrale du chiffre d'affaires sur l'exercice de facturation de l'abonnement, le Groupe estimait et comptabilisait des provisions pour risques et charges (...) La constitution de ces provisions n'étant pas justifiée, elles ont également fait l'objet d'une correction d'erreur (...). »

Par conséquent, le groupe a communiqué des données *pro forma* pour les exercices 2016 et 2017 afin de permettre la comparabilité des comptes des différentes périodes, reprises dans le tableau ci-dessus. Nous ne présentons pas les données antérieures à 2016 non comparables.

L'analyse de ces résultats appelle les remarques suivantes :

- Le chiffre d'affaires du groupe TRAQUEUR a baissé entre 2016 et 2018 :



Sur le premier semestre 2019, celui-ci est à l'équilibre par rapport au premier semestre de l'exercice précédent (augmentation de l'activité « Sécurité et Après vol » après un fort recul en 2018, compensée par une baisse des autres composantes du chiffre d'affaires). L'activité historique « Sécurité et Après vol » représente en moyenne environ 85% du chiffre d'affaires consolidé sur les trois derniers exercices. L'activité « Gestion de flotte », confrontée à une concurrence vive, ne représente que 10% sur le premier semestre 2019 et elle est fortement dépendante d'un seul client qui représente environ 40% du chiffre d'affaires de cette dernière (contrat COLAS).

- Les coûts d'achats marchandises et matières ramenés au chiffre d'affaires sont relativement stables sur les périodes observées.
- Les charges de personnel sont maîtrisées depuis 2017 tant en valeur absolue que ramenées au chiffre d'affaires et ne représentent plus que 29% du chiffre d'affaires en juin 2019 contre 46% en 2017. Cette baisse résulte principalement de la diminution de l'effectif ramené à 64 personnes aujourd'hui. En 2018, le groupe a supporté des coûts d'indemnités de licenciement et de transaction pour un montant supérieur à 480 K€ au niveau de l'entité TRAQUEUR.
- La baisse des charges de personnel susvisée est néanmoins en partie compensée par une augmentation des charges externes (mutualisation de certaines fonctions avec COYOTE, dont les coûts sont refacturés par cette dernière sans marge).
- Les résultats de TRAQUEUR sont depuis de nombreuses années très déficitaires (y compris au niveau de l'EBITDA). Les synergies avec COYOTE, notamment au niveau des ressources humaines et intellectuelles, ont néanmoins permis de dégager un résultat positif sur le premier semestre 2019, dans un contexte d'activité globalement stable.

Par ailleurs, les bilans simplifiés du groupe TRAQUEUR se présentent comme suit :

Bilan consolidé (K€)	31 déc 2016 Pro forma	31 déc 2017 Pro forma	31 déc 2018 (1)	30 juin 2019 (1)
Ecart d'acquisition	2 249	0	0	
Autres immobilisations incorporelles	1 669	1 264	887	821
Immobilisations corporelles	274	183	152	158
Immobilisations financières	237	253	271	272
Actifs immobilisés	4 429	1 700	1 310	1 251
Stocks et en-cours	1 972	1 015	1 113	1 244
Clients	4 478	3 315	3 486	3 387
Autres créances et comptes de régularisation	1 535	1 524	6 601	1 794
Fournisseurs	(3 947)	(4 656)	(9 153)	(4 023)
Autres dettes et comptes de régularisation	(10 716)	(11 330)	(10 803)	(10 857)
Besoin en fonds de roulement	(6 679)	(10 132)	(8 756)	(8 455)
Actif économique	(2 250)	(8 432)	(7 446)	(7 204)
Capitaux propres	(3 491)	(9 825)	(11 355)	(11 116)
Provisions & avantages au personnel	434	507	451	395
Emprunt et dettes financières	2 052	1 655	1 185	1 026
Dettes Coyote (Fournisseurs et c/c)			2 519	3 455
Trésorerie disponible	(1 245)	(771)	(246)	(964)
Capitaux employés	(2 250)	(8 432)	(7 446)	(7 204)

Source : Rapports financiers annuels et semestriels TRAQUEUR

(1) Dette COYOTE hors BFR (présentation du bilan TRAQUEUR au 30/06/19 avec données comparables au 3/12/18)

Nous rappelons que le bilan *pro forma* au 31 décembre 2016 intègre l'impact de la correction d'erreur visée précédemment.

En outre, tel que mentionné en pied de bilan des comptes semestriels au 30 juin 2019, « le montant des dettes auprès de la société mère d'un montant de 2.519.117 €, composé d'une dette fournisseur de 1.754.533 € et d'un compte-courant passif de 764.584 € et présenté respectivement en rubrique « Fournisseurs et comptes rattachés » et « Autres dettes et comptes de régularisation » au bilan des comptes consolidés de la société au 31 décembre 2018, a été reclassé en rubrique « Emprunts et dettes diverses » au sein des informations comparatives du bilan des comptes consolidés de la société au 30 juin 2019. ». Ces montants sont présentés dans le tableau ci-dessus sous la rubrique « Dette Coyote ».

Ces bilans simplifiés appellent les remarques suivantes :

- Les écarts d'acquisition se rapportant aux deux filiales FLEET TECHNOLOGY et FXM TECHNOLOGY (respectivement acquises en 2006 et 2011) sont totalement dépréciés depuis le 31 décembre 2017.
- Les immobilisations incorporelles concernent principalement pour 804 K€ en valeur nette comptable au 30 Juin 2019 des frais de développement pour les produits et ou logiciels développés en interne.
- La valeur nette comptable des immobilisations financières intègre des dépôts, se rattachant à l'exploitation de la société.

- Le besoin en fonds de roulement (BFR), tel que présenté ci-dessus, inclut le montant total des actifs courants (hors trésorerie), diminué du montant total des passifs courants (hors passifs financiers). Ce dernier intègre notamment des produits constatés d'avance liés aux abonnements pour un montant de 8,8 M€ au 31 décembre 2018 et 7,5 M€ au 30 juin 2019. Il est structurellement négatif (excédent de fonds de roulement) en raison de l'encaissement par avance des abonnements qui couvrent des périodes pour s'étaler jusqu'à 48 mois.

Notons que la diminution des dettes fournisseurs au 30 juin 2019 est imputable à hauteur de 5.137 K€ à la traduction dans les comptes du protocole d'accord signé en janvier 2019 avec le fournisseur M2M, suite au vol et à l'usage anormal de plusieurs dizaines de cartes SIM, et trouve sa contrepartie à l'actif par la reprise d'un avoir à recevoir (inscrit en autres créances) de 5.084 K€. Le préjudice net pour TRAQUEUR de 160 K€ avait entièrement été comptabilisé en charge exceptionnelle dans le résultat de l'exercice 2018.

- Les capitaux propres sont négatifs depuis 2017 (voire 2016 pro forma de la correction d'erreur), à concurrence de (11,1) M€ au 30 juin 2019.
- La dette de TRAQUEUR vis-à-vis de sa société mère COYOTE s'élevait à 2,5 M€ au 31 décembre 2018 et elle a été portée à 3,5 M€ au 30 juin 2019. Cette dette constitue la principale source de financement du groupe (hors excédent en fonds de roulement). Les autres dettes financières sont constituées d'emprunts bancaires pour un montant global de 1 M€ au 30 Juin 2019.

Nous relevons que, dès la clôture des comptes au 31 décembre 2017, COYOTE SYSTEM s'est engagée à apporter son soutien financier à la société TRAQUEUR. Il a ensuite été renouvelé jusqu'au 31 décembre 2020, afin de permettre à TRAQUEUR d'honorer ses dettes à bonne échéance et de poursuivre son activité normale sans aucune interruption.

Son soutien s'est matérialisé par l'accroissement de créances sur la société TRAQUEUR et ses filiales, à hauteur d'un montant de 3,5 M€ au 30 juin 2019, tel que rappelé ci-dessus, soutien sans lequel la continuité d'exploitation de TRAQUEUR aurait potentiellement pu être remise en cause, compte tenu des difficultés auxquelles la société aurait nécessairement dû faire face pour obtenir d'autres financements, au regard de ses capitaux propres négatifs et de pertes significatives jusqu'au 31 décembre 2018.

Nous présentons, ci-dessous, les tableaux de flux de trésorerie simplifiés, issus de l'information des comptes consolidés aux 31 décembre 2016, 31 décembre 2017 et 30 juin 2019 (incluant les données comparatives au 31 décembre 2018) :

Flux de trésorerie (K€)	31 déc 2016	31 déc 2017	31 déc 2018	30 juin 2019
Marge brute d'autofinancement	312	(10 800)	(787)	455
Variation du BFR	1 003	11 033	(1 376)	(299)
Flux de trésorerie liés à l'activité opérationnelle	1 315	233	(2 163)	156
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement	(1 162)	(750)	(405)	(209)
Subventions d'investissement		433	0	
Emprunts et autres dettes financières	48	(397)	2 045	778
Cessions (acquisition) nettes d'actions propres	(20)	7	(2)	(1)
Flux de trésorerie liés à l'activité de financement	27	43	2 043	777
Variation de trésorerie	179	(474)	(529)	723

Source : Rapports financiers annuels et semestriels

L'évolution des flux de trésorerie historiques confirme que le soutien apporté par COYOTE (augmentation des autres dettes financières) a permis de couvrir les consommations de trésorerie liées à l'activité opérationnelle et aux investissements, constitués essentiellement des coûts de développement des produits.

4.6. Événements postérieurs au 30 juin 2019

Afin de soutenir l'activité du groupe et de renforcer ses fonds propres consolidés négatifs, TRAQUEUR a annoncé, le 2 octobre dernier, concomitamment au projet d'Offre, soumettre au vote des actionnaires une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription de 7,7 M€ au prix de 1,50 € par action, permettant à l'ensemble des actionnaires de TRAQUEUR et, le cas échéant, des cessionnaires des droits préférentiels de souscription de participer au financement de cette dernière.

Les actionnaires de TRAQUEUR, convoqués en assemblée générale extraordinaire le 12 novembre 2019 ont consenti une délégation de compétence au Directoire pour la réalisation de cette opération.

COYOTE a garanti l'intégralité de l'opération en s'engageant à souscrire 5,3 M€ à titre irréductible, dont 3,2 M€ par compensation de créances, et 2,4 M€ à titre réductible, afin de garantir le succès de l'opération.

La période de souscription a été fixée du 19 au 27 novembre 2019.

Le 2 décembre 2019, TRAQUEUR a annoncé le résultat des souscriptions à cette augmentation de capital :

- COYOTE SYSTEM, qui détenait **66,58%** des actions avant l'opération, a souscrit 5.155.015 actions nouvelles émises pour un montant de 7.732.522,5 €, soit **99,93%** de l'augmentation de capital, dont 3.434.676 actions à titre irréductible (incluant 2.139.200 actions nouvelles par compensation de créances) ;
- Les autres actionnaires de TRAQUEUR, qui détenaient **31,62%** des actions avant l'opération, ont souscrit 3.747 actions pour un montant de 5.620,50 €, soit **0,07%** de l'augmentation de capital.

Nous relevons que COYOTE, après avoir apporté son soutien financier à TRAQUEUR, au cours de ces deux dernières années, a contribué quasi-exclusivement à cette augmentation de capital destinée à renforcer les fonds propres de la société.

5. Evaluation de TRAQUEUR

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la société TRAQUEUR en retenant l'approche exposée ci-après.

5.1. Présentation de l'approche d'évaluation multicritère

5.1.1. Méthodes ou références écartées

5.1.1.1 *Actif net comptable consolidé*

La référence à l'actif net comptable consolidé ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où, si elle reflète les apports des actionnaires, elle ne tient pas compte des perspectives futures de création de valeur de la société.

A titre d'information, l'actif net comptable consolidé par action TRAQUEUR s'établit à **(3,35) €**³, sur la base des derniers comptes semestriels de la société au 30 juin 2019, et à **(0,40) €**⁴, pro forma de l'augmentation de capital réalisée en novembre dernier.

5.1.1.2 *Actif net réévalué*

L'actif net réévalué (ANR) est une méthode patrimoniale qui consiste à évaluer séparément les actifs et passifs de la société, approche adaptée pour évaluer des conglomérats ou des groupes diversifiés pour lesquels les comptes ou les projections financières agrégées ne peuvent pas être analysés en tant que tels. Cette méthode ne nous paraît pas pertinente au cas d'espèce.

5.1.1.3 *Méthode du rendement*

La méthode du rendement qui consiste à actualiser des dividendes futurs ne sera pas retenue en l'absence d'historique de distribution de la société TRAQUEUR.

5.1.1.4 *Multiples issus de transactions comparables*

L'approche par les multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats significatifs les plus récents de TRAQUEUR, les multiples de valorisation observés à l'occasion de transactions intervenues sur des sociétés jugées comparables, sous réserve que le prix et les principales conditions de l'opération aient été rendus publics.

A défaut de pouvoir identifier un échantillon représentatif de transactions intervenues récemment sur des sociétés directement comparables à TRAQUEUR, étant rappelé que cette dernière était en perte jusqu'au 31 décembre 2018, y compris avant prise en compte des dotations aux amortissements, nous ne retiendrons pas ce critère dans le cadre de la présente démarche d'évaluation.

5.1.1.5 *Référence aux objectifs de cours des analystes financiers*

Le titre TRAQUEUR ne faisant l'objet d'aucun suivi régulier par les analystes financiers, aucune référence d'objectif de cours ne peut être utilisée au cas d'espèce.

³ $(11.116.000) \text{ €} / 3.316.347 \text{ actions} = (3,35) \text{ €}$

⁴ $((11.116.000) \text{ €} + 7.738.143 \text{ €}) / 8.475.109 \text{ actions} = (0,4) \text{ €}$

5.1.2. Méthodes ou références retenues à titre principal

5.1.2.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs mesure la capacité d'une société à dégager de la trésorerie disponible. Elle permet notamment de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de l'entité.

Ainsi, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie d'exploitation disponibles après impôt sur l'horizon des prévisions, actualisés au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des apporteurs de fonds (le coût moyen pondéré du capital) et de la valeur terminale actualisée.

Les flux de trésorerie futurs estimés ont été établis sur la base des données prévisionnelles 2019-2022 qui nous ont été communiquées par TRAQUEUR et des discussions que nous avons eues avec le management, extrapolées sur 5 années complémentaires.

La valeur d'entreprise est augmentée de la trésorerie nette et des autres éléments de valeur non pris en compte dans les flux de trésorerie prévisionnels pour obtenir la valeur des fonds propres.

5.1.2.2 Dernière opération significative sur le capital de la société

La seule opération significative sur le capital de TRAQUEUR au cours des 18 derniers mois est l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires réalisée au prix d'émission de 1,50 € par action.

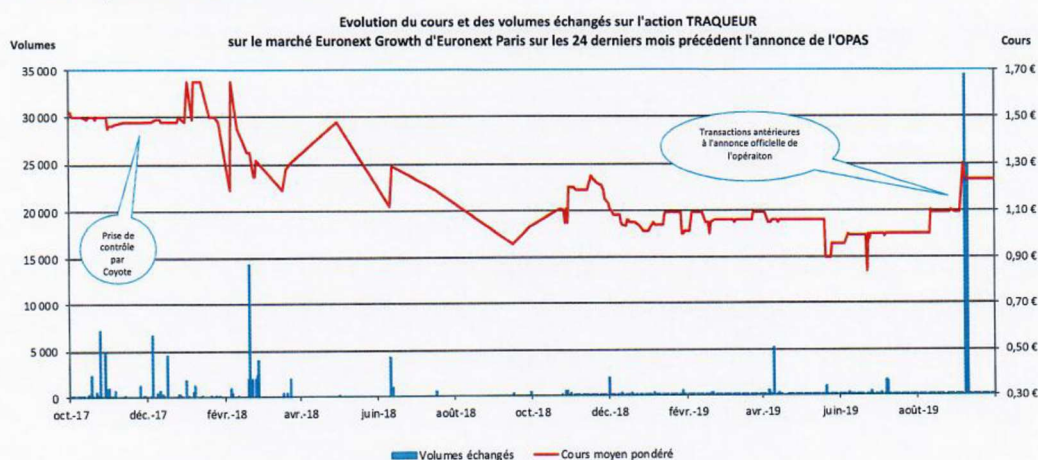
Le prix d'émission retenu dans le cadre de cette opération proposée à l'ensemble des actionnaires de TRAQUEUR et portant sur un nombre de titres représentant 60,9% du capital post opération constituée, à notre avis, une référence de valeur pertinente.

Le prix offert, soit 1,70 €, fait ressortir une **prime de 13,3%** sur ce prix d'émission.

5.1.3. Méthodes et références retenues à titre secondaire

5.1.3.1 Cours de bourse de TRAQUEUR

Tel que rappelé précédemment, le titre TRAQUEUR est admis à la cote d'Euronext Growth sous le code ISIN FR0004043487 (code ALTRA). L'évolution du cours de bourse de TRAQUEUR sur les deux dernières années se présente comme suit :



Nous rappelons que, le 28 novembre 2017, l'AMF a déclaré conforme l'offre publique d'achat volontaire (OPA) initiée par COYOTE (annoncée le 15 juin 2017 et dont le projet a été déposé le 13 novembre 2017) au prix de 1,50 € par action. Cette offre s'est déroulée du 30 novembre 2017 au 8 janvier 2018 et a ensuite été rouverte du 12 au 28 janvier 2018.

Au cours de cette période, le cours de l'action TRAQUEUR a évolué à un niveau proche du prix de l'OPA. Un nombre limité de transactions entre le 4 janvier 2018 et le 20 février 2018 portant sur un nombre total d'environ 1.800 titres a été exécuté au cours de 1,65 €, expliquant les pics supérieurs à 1,5 € sur le graphique ci-dessus.

Le 21 février 2018, environ 14.000 titres ont été échangés au cours de 1,35 € et, dans les semaines suivantes, un nombre cumulé équivalent de titres, sur plusieurs séances, a été échangé à un cours compris entre 1,19 € et 1,38 €.

Le 13 juin 2018, 4.338 titres ont été échangés au prix de 1,12 €.

Au cours des mois qui ont suivi et jusqu'en avril 2019, le volume de titres échangés a été extrêmement faible, voire inexistant et le cours a progressivement baissé. Environ 5.550 titres ont été échangés le 12 avril 2019 et le cours de TRAQUEUR a atteint un point bas sur la période observée le 25 juin 2019 à 0,84 €.

Dans les mois qui ont suivi, le cours a évolué jusqu'au 6 septembre 2019 dans une fourchette comprise entre 0,93 € et 1,10 €, avec des volumes de transactions très limités.

Entre le 9 et le 11 septembre 2019, plus de 63.300 titres ont été échangés au prix moyen de 1,27 €. Nous constatons qu'aucune communication officielle de TRAQUEUR ne peut expliquer ces transactions, dont les volumes sont en outre très inhabituels.

A la date de l'annonce de l'opération, le cours s'établissait à 1,23 €. Depuis cette date, le cours s'est rapproché du prix initial du projet d'Offre, soit 1,5 €, sans le dépasser.

Nous observons que la communication par TRAQUEUR de ses résultats, le 4 juin 2018 (résultats annuels au 31/12/2017), le 29 octobre 2018 (résultats semestriels au 30/06/2018) ou encore le 3 mai 2019 (résultats annuels au 31/12/2018) n'a eu aucune incidence sur les cours, ni même les volumes échangés.

Les cours moyens pondérés par les volumes calculés sur différentes périodes s'inscrivent dans une fourchette de 1,23 € à 1,30 € :

TRAQUEUR (ALTRA)	Cours moyen pondéré ⁽¹⁾	Volumes échangés		
		Total sur la période	en % du capital ⁽²⁾	en % du flottant ⁽³⁾
Cours au 2 octobre 2019	1,23	1	0,00%	0,00%
Moyenne 1 mois (20 jours)	1,27	63 362	1,91%	6,04%
Moyenne 3 mois (60 jours)	1,27	63 409	1,91%	6,05%
Moyenne 6 mois	1,23	75 142	2,27%	7,17%
Moyenne 1 an	1,22	81 821	2,47%	7,80%
Moyenne 2 ans	1,30	156 163	4,71%	14,89%

Source : Euronext au 3 octobre 2019

⁽¹⁾ Cours moyens pondérés par les volumes sur la période

⁽²⁾ Sur la base du capital social composé de 3.316.347 actions

⁽³⁾ Sur la base du capital social hors actions détenues par COYOTE SYSTEM et actions auto détenues

Nous observons que les taux de rotation du titre TRAQUEUR, calculés sur le nombre total d'actions ou le flottant, restent très faibles au cours des périodes les plus récentes. Si l'on exclut les transactions intervenues entre le 9 et le 11 septembre 2019 susvisées (plus de 63.300 actions), les taux de rotation seraient encore significativement plus faibles.

Le titre TRAQUEUR bénéficie par conséquent d'une liquidité très réduite, et ce malgré, un flottant de 31,62% (avant réalisation de l'augmentation de capital).

Par conséquent, le cours de bourse ne constitue pas selon nous une référence de valeur qui peut être mise sur le même plan que les autres références de valeur visées précédemment. Nous y faisons par conséquent référence à titre secondaire.

La référence au cours de bourse n'appelle pas d'autre remarque de notre part.

5.1.3.2 Multiples issus de comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à approcher la valeur d'une société par application de multiples aux agrégats prévisionnels jugés significatifs de cette dernière, multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et présentant des similitudes en termes de taille, de croissance et de rentabilité.

Au cas d'espèce, aucun concurrent direct comparable à TRAQUEUR n'est coté en France et aucune société ne présente les mêmes caractéristiques de TRAQUEUR, en termes de taille, de croissance et de rentabilité.

Par conséquent, nous retiendrons, à titre de méthode de recoupement, cette approche basée sur un échantillon de valeurs de sociétés intervenant dans le secteur de TRAQUEUR.

Nous nous appuierons pour mettre en œuvre cette méthode sur les multiples d'EBIT et d'EBITDA estimés pour les années 2019(e), 2020(e) et 2021(e), et les multiples de chiffre d'affaires extrapolés 2019(e) et 2020(e), en tenant compte de la profitabilité attendue de TRAQUEUR sur les périodes de référence retenues.

5.1.4. Données de référence de TRAQUEUR retenues dans le cadre de l'approche d'évaluation

5.1.4.1 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions composant le capital de TRAQUEUR, post augmentation de capital, s'élève à 8.475.109, dont 59.692 auto détenues, représentatives de 0,7% du capital de la société.

Nombre total d'actions composant le capital de TRAQUEUR	8 475 109
Actions auto-détenues	(59 692)
Nombre d'actions de référence	8 415 417

Nous retiendrons, par conséquent, un nombre de 8.415.417 actions dans nos calculs.

5.1.4.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les éléments à prendre en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres se présentent comme suit :

Montants en K€	30 juin 2019	(1)
Emprunts bancaires	(1 026)	(A)
Comptes courants - Coyote	(930)	(B)
Autres dettes nettes Coyote >60 jours	(1 999)	(B)
Provisions	(396)	(C)
Trésorerie	964	
Augmentation de capital	7 738	(D)
Trésorerie nette retraitée	4 351	
Valeur actualisée des déficits reportables	1 535	(E)
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	5 886	

(1) pro forma de l'augmentation de capital réalisée en novembre 2019

Ces différentes lignes appellent les remarques suivantes :

(A) Cette ligne regroupe les emprunts bancaires, tels qu'inscrits au passif de TRAQUEUR au 30 Juin 2019 ;

(B) Nous avons procédé à une analyse détaillée des dettes COYOTE reclassées en « Emprunts et dettes diverses » du bilan au 30 juin 2019 pour un montant total de 3.455 K€, qui incluent des compte-courant d'associés pour 930 K€ et des dettes fournisseurs pour 2.525 K€. La revue de l'ancienneté de ces dettes fournisseurs met en évidence que sur ce dernier montant, 2.229 K€ correspondent à des dettes échues (supérieures à 60 jours), le solde étant à notre avis constitutif d'un passif courant du BFR. Nous avons également examiné les créances clients COYOTE échues (supérieures à 60 jours) à l'actif du bilan de TRAQUEUR qui s'élèvent au 30 juin 2019 à 230 K€. Par conséquent, nous avons considéré qu'une dette nette de 2.929 K€ (930 K€ de compte courant + (2.229 K€ - 230 K€) de soldes clients/fournisseurs) devait être appréhendée en diminution de la trésorerie nette de TRAQUEUR ;

Nous rappelons qu'une partie de l'augmentation de capital de novembre a été libérée par COYOTE par compensation de créances à hauteur d'environ 3.200 K€ ;

(C) Les provisions incluent les engagements d'indemnités de départ à la retraite et des risques prud'homaux ou assimilés correspondant à des décaissements futurs non pris en compte dans le plan d'affaires ;

(D) L'augmentation de capital réalisée en novembre 2019 à hauteur de 7.738 K€ a été appréhendée dans la trésorerie nette retraitée *pro forma* au 30 juin 2019 ;

(E) TRAQUEUR dispose de déficits reportables, qui s'élèvent à un montant total de 42.183 K€ au 30 juin 2019 (dont 31.645 K€ au niveau de TRAQUEUR, 9.764 K€ de FLEET TECHNOLOGY et 774 K€ de FXM TECHNOLOGY). Nous avons modélisé l'imputation de ces déficits sur les résultats prévisionnels de TRAQUEUR SA et de ses filiales, sur la base des données prévisionnelles du plan d'affaires, en tenant compte des règles d'imputation spécifiques en France (plafonnement annuel égal 1 M€ augmenté de 50% du résultat au-delà de ce seuil). Sur ces bases, la valeur actualisée des économies d'impôt futures au coût du capital de TRAQUEUR s'élève à 1.535 K€.

Sur ces bases, il convient d'ajouter 5.886 K€ à la valeur d'entreprise de TRAQUEUR pour obtenir la valeur de ses fonds propres estimés.

5.2. Mise en œuvre et résultats de l'actualisation de flux de trésorerie (DCF)

5.2.1. Plan d'affaires

Nous avons obtenu communication du plan d'affaires de TRAQUEUR, préparé par le management de la société dans le cadre de la préparation de cette opération, en tenant compte de l'évolution de l'activité et des résultats constatés sur le premier semestre 2019, plan d'affaires qui couvre l'année en cours et les trois prochaines années (2019-2022).

Les hypothèses qui sous-tendent ce plan d'affaires peuvent être résumées comme suit :

- Le chiffre d'affaires consolidé est attendu en progression à un taux de croissance annuel moyen de 3% entre 2018 et 2022. Il inclut un chiffre d'affaires après-vol, activité la plus fortement contributrice au chiffre d'affaires du groupe, en croissance moyenne de l'ordre de 5,6% par an sur la même période. Le chiffre d'affaires « Gestion de flotte » est attendu en retrait à court terme dans le prolongement de l'évolution constatée sur le premier semestre 2019 (-20% par rapport au premier semestre 2018), le management anticipant néanmoins une limitation de l'érosion de ce chiffre d'affaires au travers de la montée en puissance de l'offre « Coyote Business ».

Ces hypothèses de croissance doivent à notre avis être appréciées au regard d'une relative stabilité du chiffre d'affaires de TRAQUEUR sur les dernières années (y compris sur le premier semestre 2019), d'un contexte de ralentissement économique à venir, impactant nécessairement les ventes de véhicules neufs, et les évolutions technologiques rapides, qui rendent moins discriminante l'offre de TRAQUEUR notamment pour l'équipement des véhicules des constructeurs premiums.

Il est également rappelé que le marché de la gestion de flotte est très concurrentiel, incluant des acteurs ayant une présence mondiale, leur permettant d'être référencés auprès des grands opérateurs.

- Le taux de marge brute anticipée est cohérent avec celui constaté au travers des résultats les plus récents de TRAQUEUR, sans modification substantielle. En particulier, le management nous a indiqué que l'industrialisation des boîtiers auprès d'un équipementier de premier rang à partir de 2020 ne devrait pas générer d'économies ou de surcoût substantiels.
- Les autres coûts externes ont été projetés par le management sur la base des résultats les plus récents de TRAQUEUR, en tenant compte d'une meilleure absorption d'une quote-part de ses coûts présumée fixe. Il est précisé que ces charges n'incluent aucune royalties au titre de l'utilisation de la marque Coyote.
- Etant rappelé que des efforts de rationalisation des coûts de personnel en synergie avec la mutualisation de certaines fonctions avec COYOTE ont été effectués en 2018, la masse salariale prévisionnelle prend en compte l'inflation et des recrutements limités et ciblés pour renforcer la qualité de services, qui doit rester le facteur différenciant de l'offre de TRAQUEUR.
- La combinaison de ces différents facteurs conduit à un taux de marge d'EBITDA relativement stable sur l'horizon du plan d'affaires, qui atteindrait 6,8% en 2022. Il est nécessaire de rappeler que sur les trois derniers exercices l'EBITDA de TRAQUEUR était négatif et qu'il ne devient positif que sur le premier semestre 2019. La réalisation de ces objectifs suppose par conséquent un maintien de la performance réalisée à court terme, dans un contexte de marché susceptible de se dégrader.

- Les investissements incluent principalement des coûts de développement internes pour faire évoluer les produits et sont par conséquent assimilables à des investissements de renouvellement. Ces coûts de développement ont été appréhendés à hauteur de 3% du chiffre d'affaires en cohérence avec la tendance observée sur ces dernières années. Les matériels et équipements sont relativement faibles mais leur renouvellement doit être également appréhendé. La montée en puissance de l'offre « Coyote Business », qui intègre la mise à disposition des boîtiers dans le coût du service, génère une augmentation des investissements attendus à moyen terme. Le coût global des investissements se situe dans une fourchette de 3% à 4,9% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires.
- L'activité dégage structurellement un excédent de fonds de roulement de l'ordre de 213 jours de chiffre d'affaires, en raison du prépaiement d'abonnements couvrant une période pouvant atteindre 48 mois. La croissance anticipée de l'activité doit permettre de générer des flux de trésorerie complémentaires, en presumant le maintien de cet excédent en proportion du chiffre d'affaires sur les années à venir.
- L'impôt sur les sociétés a été retenu à hauteur de 28% jusqu'en 2020, puis 26,5% en 2021 et 25% en 2022 (conformément à la baisse programmée du taux d'impôt sur les sociétés en France). Il est rappelé que la valeur actuelle des déficits reportables a été appréhendée distinctement dans le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres.

Nous avons extrapolé les hypothèses du plan d'affaires sur cinq années supplémentaires (2023-2027) pour tendre vers le niveau de croissance à long terme estimé du chiffre d'affaires (et une normalisation du montant des investissements et des dotations aux amortissements). Sur la base de cette modélisation, le taux de marge d'EBITDA atteindrait 8,5% à l'horizon 2027. Ce dernier s'inscrit dans la fourchette basse des taux de marge d'EBITDA observés sur l'échantillon de sociétés cotées présenté ci-après, qui ne sont néanmoins pas directement comparables à TRAQUEUR, étant rappelé que le groupe n'a à ce jour jamais atteint un tel niveau de profitabilité.

5.2.2. Valeur terminale

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon extrapolé du plan d'affaires, sur la base d'un flux de trésorerie estimé normatif, appréhendé à partir du flux 2027 estimé, actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux de 1,8 %⁵.

5.2.3. Taux d'actualisation

Les flux prévisionnels de trésorerie sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) qui se compose du rendement attendu par les investisseurs en fonds propres (le coût des fonds propres) et de celui exigé par les créanciers (le coût du financement), en tenant compte de l'économie d'impôt qui résulte de la déductibilité des charges d'intérêt. La moyenne entre ces deux taux est pondérée en fonction du poids relatif assigné aux fonds propres et aux dettes dans la valeur d'entreprise.

Ce coût moyen pondéré du capital a été estimé en retenant la méthodologie proposée par Fairness Finance⁶ :

⁵ Prévisions d'inflation à long terme dans la zone Euro, en conformité avec les objectifs assignés à la Banque Centrale Européenne (BCE)

⁶ <https://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2/methodologie.dhtml>

Taux d'actualisation		
Taux sans risque	(0,27%)	(1)
Prime de risque de marché	9,37%	(2)
Prime de risque MEDAF	6,19%	(3)
Bêta désendetté	0,8	(4)
Prime de taille additionnelle	3,43%	(5)
Coût des fonds propres	11,29%	

Nous avons utilisé les paramètres suivants :

- (1) un taux sans risque correspondant au taux de rendement à 10 ans d'un panier d'obligations du trésor en zone Euro, soit (0,27)% (*Source : Fairness Finance*) ;
- (2) une prime de risque du marché actions estimé à 9,37% correspondant à l'écart entre l'espérance de rendement d'un panel large de sociétés cotées dans la zone Euro et le taux sans risque susvisé (*Source : Fairness Finance*) ;
- (3) une prime de risque MEDAF de 6,19%, correspondant à la quote-part de la prime de risque susvisée rémunérant le risque systématique au sens du MEDAF, sur laquelle s'applique le bêta. L'écart entre la prime de risque de marché et la prime MEDAF étant présumé couvrir le risque de défaut et le biais optimiste des prévisions des analystes (*Source : Fairness Finance*) ;
- (4) le bêta moyen désendetté obtenu à partir des bêtas des sociétés de l'échantillon appréhendé dans le cadre de l'approche par les comparables boursiers, pondérés par leur coefficient R^2 , s'inscrit dans une fourchette de 0,77 à 0,82 en fonction de la période d'observation retenue, étant observé que pour une part significative de ces sociétés l'évolution de leurs cours est décorrélée de celle de leurs indices de référence ($R^2 < 0,1$). A titre de recoupement, le bêta désendetté du secteur « Business & Consumer Services » en Europe déterminé par Damodaran⁷, auquel est rattaché le titre TRAQUEUR s'établit à 0,80. Nous retiendrons par conséquent cette référence qui s'inscrit dans la fourchette susvisée ;
- (5) une prime de taille additionnelle de 3,43% correspondant à l'écart de rendement exigé en moyenne pour une société de taille inférieure à la moyenne de l'indice de marché et ce dernier, prime déterminée pour les sociétés ayant une capitalisation inférieure à 29 M€ (*Source : Fairness Finance*) ;
- (6) une absence de levier financier (dette nette/capitaux propres), la société étant en situation de trésorerie nette, suite à l'augmentation de capital intervenue en novembre dernier.

Nous rappelons la formule de calcul combinant ces différents paramètres :

$$-0,27\% + (6,19\% \times 0,8) + (9,37\% - 6,19\%) + 3,43\% = \mathbf{11,29\%}$$

Nous retiendrons par conséquent un taux d'actualisation de 11,29% pour actualiser les flux de trésorerie prévisionnels de TRAQUEUR.

⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

5.2.4. Valeur par action issue de la méthode du DCF

En synthèse, sur la base des hypothèses décrites ci-dessus, nous obtenons les valeurs suivantes :

Montants en K€	
Valeur actualisée des flux 2019/2022	1 612
Valeur actualisée des flux 2023/2027	1 688
Valeur terminale actualisée	3 431
VALEUR D'ENTREPRISE ESTIMEE	6 731
Trésorerie nette retraitée	4 351
Valeur actualisée des déficits	1 535
VALEUR DES FONDS PROPRES ESTIMES	12 617
Nombre d'actions de référence	8 415 417
Valeur/action (en €)	1,50

A l'issue de la mise en œuvre de cette approche d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs, la valeur de l'action TRAQUEUR est estimée à **1,50 €**.

5.2.5. Analyses de sensibilité

Compte tenu des développements précédents, nous avons réalisé deux analyses de sensibilité de la valeur de l'action aux principaux paramètres retenus.

- Une première analyse a été effectuée sur la sensibilité de la valeur de l'action TRAQUEUR au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini :

		Taux d'actualisation				
		10,79%	11,04%	11,29%	11,54%	11,79%
Taux de croissance LT	1,30%	1,47	1,44	1,42	1,40	1,38
	1,55%	1,51	1,48	1,46	1,44	1,42
	1,80%	1,55	1,52	1,50	1,48	1,45
	2,05%	1,60	1,57	1,54	1,51	1,49
	2,30%	1,64	1,61	1,58	1,56	1,53

- Une seconde analyse a porté sur la sensibilité de la valeur de l'action TRAQUEUR au taux de marge d'EBITDA normatif et au taux de croissance des flux à long terme :

		Taux de marge d'EBITDA à LT				
		6,52%	7,52%	8,52%	9,52%	10,52%
Taux de croissance LT	1,30%	1,22	1,32	1,42	1,52	1,62
	1,55%	1,25	1,36	1,46	1,56	1,66
	1,80%	1,29	1,39	1,50	1,60	1,70
	2,05%	1,32	1,43	1,54	1,65	1,75
	2,30%	1,36	1,47	1,58	1,69	1,79

Nous retiendrons à l'issue de ces analyses une fourchette de valeurs comprises entre **1,36 €** et **1,65 €**, avec une valeur centrale de **1,50 €**.

Le prix de l'Offre de 1,70 € fait ressortir une prime de **13,3%** sur la valeur centrale et une prime respectivement de 25,3% et 3,3% sur les valeurs basse et haute de notre fourchette.

5.3. Mise en œuvre et résultats des comparables boursiers

Nous rappelons qu'aucun concurrent direct comparable à TRAQUEUR n'est coté en France.

Au regard des résultats historiques de TRAQUEUR au cours de ces dernières années (niveau global d'activité en stagnation et résultats déficitaires y compris au niveau de l'EBITDA jusqu'à fin 2018), la constitution d'un échantillon repose nécessairement sur la prise en compte de sociétés, qui ne peuvent pas être qualifiées de directement « comparables » à TRAQUEUR.

5.3.1. Échantillon des sociétés cotées développant des activités similaires

A défaut, nous avons recherché des sociétés cotées sur différents marchés ayant une exposition géographique et des profitabilités différentes de TRAQUEUR mais développant des activités similaires (solutions de tracking, géolocalisation ou gestion de flotte), en excluant celles dont les taux de croissance et niveau de profitabilité s'éloignaient des autres sociétés de l'échantillon.

A l'issue de cette recherche, nous avons retenu un échantillon composé des sociétés suivantes :

- **CALAMP CORP.**, société dont les titres sont admis au Nasdaq, créée en 1981 et sise à Irvine, Californie. Elle est spécialisée dans les solutions de communications sans fil pour une gamme d'applications destinées aux clients du monde entier. Elle exerce ses activités dans deux secteurs d'activité : systèmes télématiques pour la gestion des ressources mobiles qui représentait 302 MUSD de son chiffre d'affaires 2017, soit 82,6%, et logiciels, services d'abonnement, offre de plates-formes d'activation d'applications et de services télématiques via le cloud pour 64 MUSD soit 17,4%. Le groupe est essentiellement basé aux États-Unis et en Nouvelle Zélande et il a réalisé au 28 février 2019 un chiffre d'affaires de 363,8 MUSD.

- **INIT INNOVATION IN TRAFFIC SYSTEMS SE**, société dont les titres sont admis à la cote de la bourse de Frankfort, créée en 1983, sise à Karlsruhe (Allemagne). Elle est spécialisée dans la fourniture de solutions pour l'industrie des transports publics. La société développe et fournit des systèmes intégrés de planification, de répartition, de télématique et de billetterie pour les autobus et les trains.

Elle est implantée mondialement via des filiales notamment aux États-Unis, au Canada, en Europe, aux Émirats arabes unis et à Singapour. Au 31 décembre 2018, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 135,85 M€.

- **ITURAN LOCATION & CONTROL Ltd**, société dont les titres sont admis au NASDAQ, créée en 1994, sise à Tel-Aviv. Elle est spécialisée dans la fourniture de services de géolocalisation de récupération de véhicules volés (SVR), de services de gestion de flotte et d'autres services de suivi et également de produits de communication sans fil utilisés dans le cadre de ses services de géolocalisation.

Elle fournit ses services, vend et loue ses produits en Israël, au Brésil, en Argentine et aux États-Unis. Au 31 décembre 2018, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 253 MUSD dont 181 MUSD, soit 72%, pour les services de géolocalisation.

- **KAPSCH TRAFFICOM**, société dont les titres sont admis à la cote de la bourse de Vienne, créée en 1892, sise à Vienne. Elle est spécialisée dans les systèmes de transport intelligents (ITS) dans les domaines du péage, de la gestion du trafic, de la mobilité urbaine intelligente, de la sécurité et de la sûreté du trafic et des véhicules connectés.

Elle gère toute la chaîne de valeur de ses solutions, depuis les composants, en passant par la conception et l'installation des systèmes, jusqu'à l'exploitation technique et commerciale de ces systèmes. Son activité est divisée en 2 secteurs : la perception électronique des péages (ETC) et les solutions de mobilité intelligente (IMS). KAPSCH TRAFFICOM a dégagé au 31 mars 2019 un chiffre d'affaires de 738 M€

- **MIX TELEMATICS LIMITED**, société dont les titres sont admis à la bourse de Johannesburg en Afrique du Sud, créée en 1996 et sise à Midrand. Elle est spécialisée dans la conception, le développement et la commercialisation de solutions technologiques de gestion de flottes automobiles et de localisation de véhicules. L'activité du groupe se décompose principalement en 3 activités, qui s'organise essentiellement autour de 3 familles de produits : les systèmes de gestion de flottes automobiles, les dispositifs de communication sans fil pour les trajets des conducteurs et les solutions de repérage de véhicules volés.

Elle réalise plus de 50% de son chiffre d'affaires en Afrique (52,9%), au Moyen Orient en Asie et Australie (16,4%), aux Amériques (16,6%) et en Europe (10,6%). Au 31 mars 2019, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 1 976 MZAR.

- **QUARTIX HOLDINGS PLC.**, société dont les titres sont admis à la bourse de Londres, créée en 2001 et sise à Cambridge. Elle est spécialisée dans les systèmes et de services de suivi de véhicules et exerce principalement dans deux secteurs d'activité : la conception, le développement et la commercialisation de dispositifs de localisation de véhicules représentant 19 MGBP de son chiffre d'affaires 2018 soit 72,9%, et la prestation de services de données connexes pour 7 MGBP soit 27,1%.

Son système logiciel de suivi des véhicules fournit toutes les données aux clients à partir de n'importe quel appareil compatible Internet. La société réalise son activité pour 84,5% au Royaume Uni, 9,6% en Irlande et 5,9% aux États-Unis via sa filiale.

Nous n'avons pas retenu dans cet échantillon les sociétés CARTRACK HOLDINGS LIMITED, société implantée en Afrique du Sud, qui présente des taux de croissance annuels de son chiffre d'affaires de plus de 15% et des taux marge d'EBITDA qui avoisinent les 50%, la société QUECLINK WIRELESS SOLUTIONS, dont les titres sont cotés à la bourse de Shanghai, avec des taux de croissance annuels de son chiffre d'affaires de 40% à 50%, et la société INSEEGO CORP, société américaine spécialisée dans le 5G, dont les résultats sont erratiques et le taux de croissance moyen annuel attendu de son chiffre d'affaires supérieur à 20%.

Nous précisons que certaines sociétés de l'échantillon ont des clôtures comptables décalées par rapport à l'année civile : CalAmp (28/02) ; Kapsch Trafficom (31/03) ; Mix Telematics (31/03). Par conséquent, nous avons recalendarié les données historiques et prévisionnelles pour les aligner sur les années civiles et déterminer des multiples transposables aux agrégats de TRAQUEUR.

Les données prévisionnelles des sociétés de l'échantillon ont été estimées à partir du consensus Factset et de l'examen de notes d'analystes suivant ces titres, étant observé que certaines sociétés font l'objet d'un suivi limité, ce qui constitue également une limitation à la pertinence de la mise en œuvre de cette méthode.

Les caractéristiques des sociétés de l'échantillon en termes de croissance historique et prévisionnelle de l'activité sont les suivantes :

SOCIETE	Pays	Croissance du CA (TCAM) (1)	
		2016/ 2019(e)	2019(e) / 2021 (e)
CalAmp Corp.	Etats-Unis	2,1%	3,0%
init innovation in traffic Systems	Allemagne	13,3%	8,8%
Ituran Location & Control Ltd.	Israel	13,2%	4,5%
Kapsch TrafficCom AG	Autriche	5,2%	2,2%
MiX Telematics Limited	Afrique du Sud	-6,7%	6,5%
Quartix Holdings PLC	Royaume Uni	2,5%	2,9%
Moyenne		4,9%	4,7%
Médiane		3,8%	3,8%

Source : Infon Analytics/Consensus Facstest/Notes de brokers

(1)TCAM : Taux de croissance annuel moyen

Les caractéristiques de ces sociétés en termes de taux de marge d'EBITDA et d'EBIT sont les suivantes :

SOCIETE	Marge d'EBITDA					Marge d'EBIT				
	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CalAmp Corp.	8,4%	8,5%	12,0%	13,8%	15,0%	10,0%	8,0%	7,1%	8,6%	10,3%
init innovation in traffic Systems	9,9%	8,7%	13,3%	12,9%	12,8%	6,7%	5,3%	10,1%	10,2%	10,3%
Ituran Location & Control Ltd.	29,9%	30,4%	26,1%	30,8%	33,2%	24,1%	29,9%	21,1%	24,7%	27,5%
Kapsch TrafficCom AG	10,7%	8,0%	8,1%	9,4%	11,7%	8,6%	6,2%	4,1%	5,7%	8,0%
MiX Telematics Limited	26,2%	25,4%	30,3%	31,4%	32,0%	11,2%	16,4%	16,4%	17,5%	17,9%
Quartix Holdings PLC	28,5%	31,5%	27,1%	27,5%	28,6%	27,7%	30,8%	25,9%	26,4%	ND
Moyenne	18,9%	18,8%	19,5%	21,0%	22,2%	14,7%	16,1%	14,1%	15,5%	14,8%
Médiane	18,5%	17,1%	19,7%	20,6%	21,8%	10,6%	12,2%	13,3%	13,8%	10,3%

Source : Infon Analytics/Consensus Facstest/Notes de brokers

Il est nécessaire de rappeler que toutes les sociétés de l'échantillon étaient profitables au cours de ces dernières années, contrairement à TRAQUEUR, et certaines d'entre elles dégagent des taux de marges très significativement supérieurs à ceux de TRAQUEUR.

5.3.2. Multiples de valorisation des sociétés de l'échantillon

Sur la base des cours moyens 3 mois au 5 décembre 2019 des sociétés de l'échantillon et de la dernière dette financière nette publiée par ces sociétés, leurs multiples de valorisation s'établissent comme suit :

SOCIETE	Devise	EV		EV/CA			EV/EBITDA			EV/EBIT		
		KDevise	KEUR (1)	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e
CalAmp Corp.	USD	368 525	333 809	x 1,0	x 0,9	x 0,9	x 8,2	x 6,8	x 6,2	x 13,9	x 10,9	x 9,0
init innovation in traffic Systems	EUR	226 041	226 041	x 1,4	x 1,3	x 1,2	x 10,8	x 10,1	x 9,4	x 14,1	x 12,8	x 11,8
Ituran Location & Control Ltd.	USD	620 965	160 125	x 2,1	x 2,1	x 2,0	x 8,2	x 6,7	x 5,9	x 10,1	x 8,4	x 7,1
Kapsch TrafficCom AG	EUR	468 881	468 881	x 0,6	x 0,6	x 0,6	x 7,9	x 6,5	x 5,2	x 15,4	x 10,8	x 7,7
MiX Telematics Limited	ZAR	4 465 957	274 308	x 2,1	x 2,0	x 1,9	x 6,9	x 6,3	x 5,8	x 12,8	x 11,3	x 10,3
Quartix Holdings PLC	GBP	149 972	171 986	x 6,0	x 5,8	x 5,6	x 22,1	x 21,1	x 19,7	x 23,1	x 22,1	ND
Moyenne				x 2,21	x 2,12	x 2,03	x 10,69	x 9,61	x 8,71	x 14,90	x 12,71	x 9,18
Moyenne hors Quartix				x 1,46	x 1,38	x 1,31	x 8,41	x 7,30	x 6,51	x 13,27	x 10,84	x 9,18
Médiane				x 1,77	x 1,64	x 1,53	x 8,23	x 6,78	x 6,06	x 14,00	x 11,10	x 8,99

(1) Valeur d'entreprise convertie en EUR aux taux de change moyens des trois derniers mois

(en EUR, à titre d'information, tous les calculs ayant été effectués en devises)

Source : Infon Analytics/Consensus Facstest/Notes de brokers

5.3.3. Prise en compte d'une décote de taille

Nous relevons que toutes les sociétés de l'échantillon ont une taille beaucoup plus significative que TRAQUEUR (24 à 70 fois celle de TRAQUEUR par référence à leurs valeurs d'entreprise respectives estimées). Dans un tel contexte, conformément aux pratiques de place en matière d'évaluation financière, il convient d'appréhender une décote de taille à appliquer aux multiples susvisés.

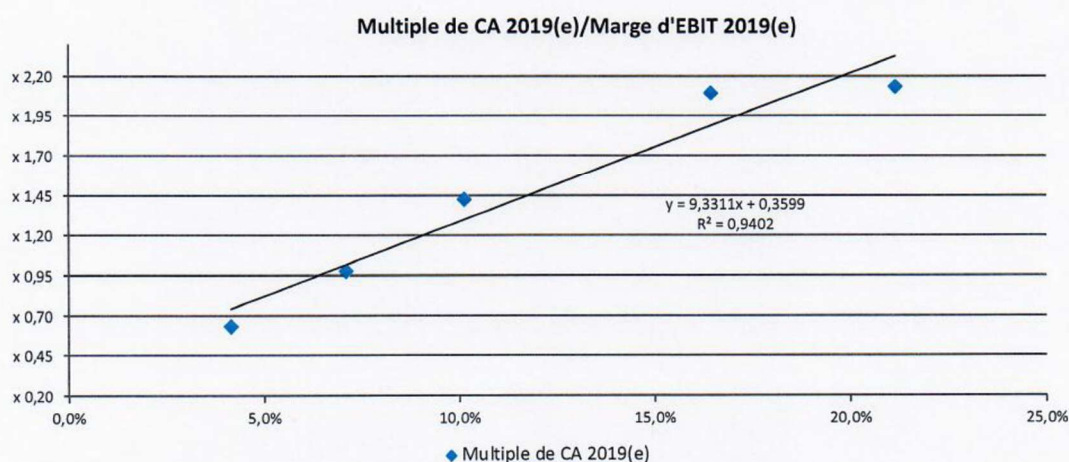
Nous avons approché cette décote par référence au différentiel de valeur résultant de la prise en compte ou non d'une prime de taille dans le calcul du coût des fonds propres de TRAQUEUR sur la base du DCF, après avoir vérifié qu'au regard de la taille des capitalisations boursières des sociétés de l'échantillon, aucune prime de taille n'aurait trouvé à s'appliquer dans un calcul analogue du coût de leurs fonds propres. Cette modélisation conduit à estimer la décote applicable aux multiples à un niveau de **26%**.

5.3.4. Mise en œuvre des multiples de chiffre d'affaires (à titre indicatif)

A regard du différentiel de profitabilité considérable entre TRAQUEUR et la moyenne ou la médiane des sociétés de l'échantillon, il n'est pas pertinent de transposer les multiples moyens ou médians de chiffre d'affaires issus de cet échantillon.

A défaut, nous avons procédé à différentes analyses, afin d'identifier une éventuelle relation entre le niveau de profitabilité des sociétés et leur multiple de chiffre d'affaires, notamment par référence à leurs niveaux de marges d'EBITDA ou d'EBIT.

Le niveau de multiple de CA 2019(e) des sociétés de l'échantillon⁸ en fonction de leur marge d'EBIT 2019(e) peut être représenté graphiquement comme suit :

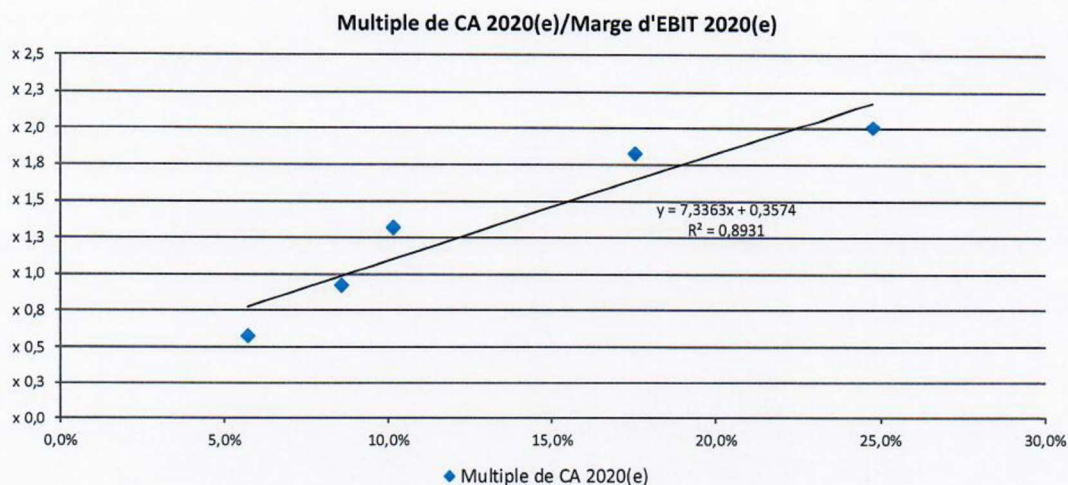


Nous observons une corrélation satisfaisante⁹ ($R^2 > 0,94$) entre le multiple de chiffre d'affaires 2019(e) et la marge d'EBIT 2019(e), qui nous conduit à considérer que le multiple de chiffre d'affaires transposable à TRAQUEUR peut être approché à titre indicatif à partir des paramètres de la droite de régression ainsi obtenue et de sa marge d'EBIT estimée pour l'exercice 2019(e).

⁸ hors Quartix, les multiples de valorisation de cette société s'écartant très significativement des multiples des autres sociétés de l'échantillon

⁹ Compte tenu du nombre relativement limité de points, cette analyse n'a pas de valeur statistique, raison pour laquelle nous présentons cette approche à titre indicatif

De même, nous avons procédé à la même analyse sur les données estimées pour l'exercice 2020(e) :



Nous observons de nouveau une corrélation satisfaisante¹⁰ ($R^2 > 0,89$) entre le multiple de chiffre d'affaires 2020(e) et la marge d'EBIT 2020(e), qui nous conduit à considérer que le multiple de chiffre d'affaires transposable à TRAQUEUR peut être approché à partir des paramètres de la droite de régression ainsi obtenue et de la marge d'EBIT estimée de la société pour l'exercice 2020(e).

La valeur d'entreprise estimée de TRAQUEUR peut ainsi être estimée appliquant au chiffre d'affaires de TRAQUEUR pour les exercices 2019(e) et 2020(e), les multiples induits par les deux droites de régression, après prise en compte de la décote de taille susvisée.

Nous avons également ajouté à cette valeur d'entreprise la trésorerie nette retraitée de TRAQUEUR au 30 juin 2019, pro forma de l'augmentation de capital réalisée en novembre dernier, ainsi que la valeur actualisée des déficits reportables.

Sur ces bases, la valeur estimée de l'action TRAQUEUR par référence à ces multiples extrapolés s'inscrit à titre indicatif dans une fourchette de **1,51 € à 1,52 €**.

5.3.5. Mise en œuvre des multiples d'EBITDA et d'EBIT

Nous retiendrons les multiples médians d'EBITDA et d'EBIT de l'échantillon, qui sont proches des multiples moyens hors Quartix, étant rappelé que les multiples de valorisation de cette dernière s'écartent très significativement des multiples des autres sociétés de l'échantillon.

La valeur d'entreprise de TRAQUEUR peut ainsi être estimée par l'application de ces multiples médians, après prise en compte de la décote de taille susvisée, aux agrégats prévisionnels de TRAQUEUR. Nous avons également ajouté à cette valeur d'entreprise la trésorerie nette retraitée de TRAQUEUR au 30 juin 2019, pro forma de l'augmentation de capital réalisée en novembre dernier, ainsi que la valeur actualisée des déficits reportables.

Sur ces bases, la valeur estimée de l'action TRAQUEUR par référence au multiple d'EBITDA s'inscrit dans une fourchette de **1,16 € à 1,33 €** et par référence aux multiples d'EBIT dans une fourchette de **1,00 € à 1,23 €**. Nous rappelons que les résultats de cette méthode sont présentés à titre de recoupement des autres méthodes d'évaluation ou références de valeur retenues à titre principal.

¹⁰ Nous rappelons que cette analyse n'a pas de valeur statistique, raison pour laquelle nous présentons cette approche à titre indicatif.

6. Analyse critique des travaux de l'établissement présentateur

6.1. Choix des méthodes d'évaluation et références de valeurs

PORTZAMPARC a retenu des méthodes et références de valeurs similaires à celles que nous avons retenues dans le cadre de notre approche d'évaluation.

Pour les mêmes raisons que celles que nous avons évoquées précédemment, PORTZAMPARC a écarté la méthode analogique basée sur l'application de multiples issus de transactions.

6.2. Données de référence

PORTZAMPARC retient un nombre d'actions de référence identique au nôtre.

Elle retient une trésorerie nette retraitée au 31 décembre 2018 alors que nous retenons une trésorerie nette retraitée au 30 juin 2019. Elle intègre dans ses retraitements la dette vis-à-vis de COYOTE par référence à la quote-part de l'augmentation de capital par compensation de créances, alors que nous avons analysé de notre côté la créance nette de COYOTE sur les différentes sociétés du groupe TRAQUEUR échue au 30 juin 2019.

6.3. Mise en œuvre des critères d'évaluation

6.3.1. Actualisation des flux de trésorerie (DCF)

PORTZAMPARC a mis en œuvre ce critère sur la base du plan d'affaires de TRAQUEUR, extrapolés sur 7 années supplémentaires pour tendre vers le niveau de croissance à long terme, en retenant un taux de marge d'EBITDA normatif de 6,8% alors que nous avons retenu un taux de marge d'EBITDA de 8,5%, cette hypothèse ayant également une incidence sur la valeur actualisée des déficits reportables (imputation décalée dans le temps des déficits).

Le taux d'actualisation est estimé par PORTZAMPARC sur la base de paramètres proches des nôtres, qui conduisent à un coût des fonds propres de 10,93%, alors que nous le retenons à hauteur de 11,29%. A contrario, l'établissement présentateur retient un taux de croissance à long terme de 1,5% alors que nous retenons un taux de croissance de 1,8%.

Ces deux écarts se compensent au niveau du calcul de la valeur terminale et ne sont pas de nature à modifier significativement l'appréciation de la valeur au travers de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF).

PORTZAMPARC actualise les flux à la date d'annonce de l'Offre, soit au 2 octobre 2019, alors que nous les avons actualisés en date du 31 décembre 2019. Dans les deux modélisations, les flux ont été actualisés en milieu de période.

PORTZAMPARC obtient à l'issue de son approche une valeur centrale de l'action TRAQUEUR de 1,15 € à comparer à notre valeur de 1,50 €. L'écart provient principalement de la différence d'hypothèse de taux de marge d'EBITDA normatif susvisée et de la date de référence de l'actualisation des flux.

6.3.2. Références de valeurs : opérations sur le capital et cours de bourse

PORTZAMPARC retient également comme référence le prix d'émission de l'augmentation de capital réalisée en novembre, ce qui n'appelle aucune observation complémentaire de notre part.

PORTZAMPARC retient le cours de bourse à titre principal, alors que nous le retenons à titre secondaire, en raison de la très faible liquidité de l'action TRAQUEUR.

Les modalités de détermination des cours moyens pondérés par les volumes sur différentes périodes sont identiques aux nôtres.

6.3.3. Mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

PORTZAMPARC retient également cette méthode à titre secondaire pour les mêmes raisons que celles que nous avons exposées précédemment.

L'établissement présentateur inclut CARTRACK HOLDINGS LIMITED dans son échantillon, que nous avons écarté en raison de taux de croissance annuels de son chiffre d'affaires de plus de 15% et des taux de marge d'EBITDA qui avoisinent les 50%. Néanmoins, les multiples de valorisation de cette société ne s'écartent pas significativement des multiples médians que nous avons retenus.

L'établissement présentateur exclut toute référence aux multiples de chiffre d'affaires, alors que nous avons retenu à titre indicatif des multiples extrapolés à partir des niveaux de marges d'EBIT prévisionnels de TRAQUEUR.

Il retient les capitalisations boursières des sociétés de l'échantillon au 2 octobre 2019, alors que nous avons retenu, de notre côté, une moyenne des cours 3 mois au 5 décembre 2019.

Il prend en compte une décote de taille de 34%, qui nous paraît justifiée dans son principe. Nous avons néanmoins retenu une décote plus faible à hauteur de 26%.

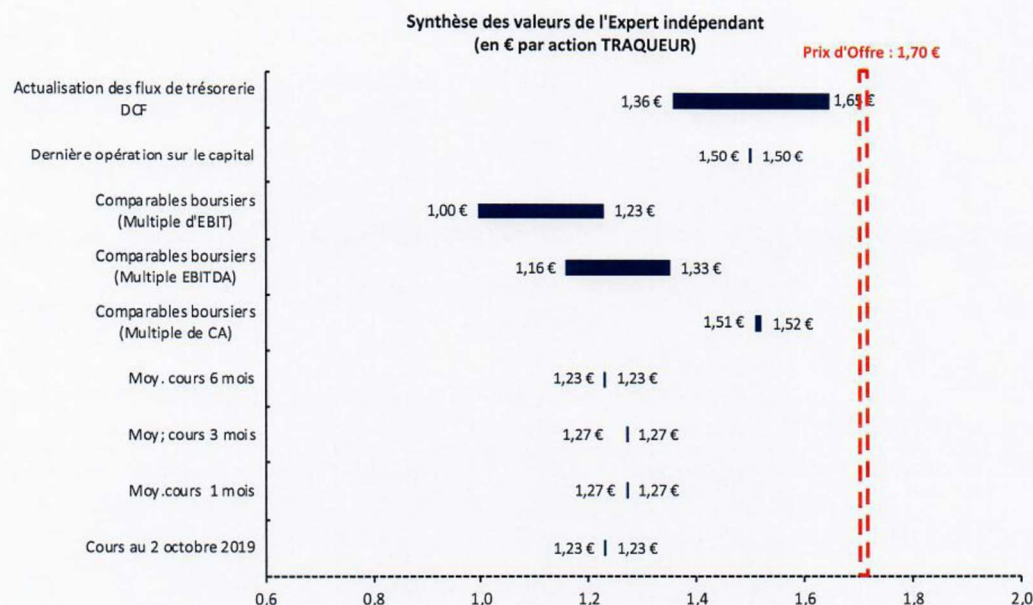
Dans son passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres, il n'intègre pas la valeur actualisée des déficits reportables.

PORTZAMPARC obtient à l'issue de son approche une valeur estimée de l'action TRAQUEUR de 0,70 € à 0,76 € sur la base de l'EBITDA et de 0,65 € à 0,68 € sur la base de l'EBIT, à comparer à nos valeurs de 1,16 € à 1,33 € par référence aux multiples d'EBIDA et de 1,00 € à 1,23 € par référence aux multiples d'EBIT.

7. Appréciation du caractère équitable du prix offert

7.1. Synthèse des résultats de l'approche d'évaluation mise en œuvre

En synthèse, il ressort de l'approche multicritère mise en œuvre, incluant les différentes références retenues, une valeur de l'action TRAQUEUR dans une fourchette de 1,40 € à 1,65 €, si l'on se réfère aux méthodes ou références retenues à titre principal, et dans une fourchette de 1,00 € à 1,65 €, si l'on inclut les références retenues à titre secondaire :



7.2. Primes et décotes induites par le prix de l'offre

L'analyse comparée des valeurs retenues avec celles de PORTZAMPARC et les primes et décotes induites par le prix de l'offre, soit 1,70 €, se résume comme suit :

Montants en €	Valeur par action				Prime/(Décote)			
	Etablissement présentateur		Expert indépendant		Etablissement présentateur		Expert indépendant	
	Min.	Max.	Min.	Max.	Max.	Min.	Max.	Min.
A titre principal								
Actualisation des flux futurs de trésorerie	1,09	1,20	1,36	1,65	56,0%	41,7%	25,3%	3,3%
Transactions/opérations sur le capital								
. Augmentation de capital de novembre 2019		1,50		1,50		13,3%		13,3%
A titre secondaire								
Comparables boursiers								
. Multiples d'EBITDA	0,70	0,76	1,16	1,33	142,9%	123,7%	46,6%	28,0%
. Multiples d'EBIT	0,65	0,68	1,00	1,23	161,5%	150,0%	70,7%	38,6%
. Multiples de CA (à titre indicatif)	N/A	N/A	1,51	1,52	N/A	N/A	12,6%	11,8%
Cours moyens pondérés par les volumes								
. Cours au 2 octobre 2019		1,23		1,23		38,2%		38,2%
. Moyenne 1 mois (20 jours)		1,27		1,27		33,9%		33,9%
. Moyenne 3 mois (60 jours)		1,27		1,27		33,9%		33,9%
. Moyenne 6 mois		1,23		1,23		38,2%		38,2%

7.3. Conclusions sur le caractère équitable du prix offert

Notre intervention en qualité d'expert indépendant, faisant suite à la décision du Conseil de surveillance de TRAQUEUR du 30 septembre 2019, s'inscrit dans le cadre des dispositions des articles 261-1 I 1° et 261-1 II règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêt au sein du Conseil de surveillance de TRAQUEUR et, le cas échéant, du retrait obligatoire.

Elle a pour objet l'appréciation du caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires de TRAQUEUR par l'initiateur dans le cadre de la procédure d'offre publique d'achat simplifiée prévue à l'article 233-1 2° du règlement général de l'AMF et de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

Le prix offert aux actionnaires minoritaires s'établit à **1,70 €** par action TRAQUEUR.

TRAQUEUR, société créée en 1997 et dont les actions sont admises à la cote du marché Alternext (devenue Euronext Growth) depuis 2017, connaît depuis de nombreuses années des difficultés à maintenir le niveau de son activité et elle a accumulé des pertes très significatives jusqu'au 31 décembre 2018.

Suite au rachat par COYOTE SYSTEM entre mai et juin 2017 de blocs représentant 48,84% du capital de TRAQUEUR au prix de 1,50 €, suivi d'une offre publique d'achat volontaire au même prix, qui s'est clôturée fin janvier 2018, TRAQUEUR est passée sous le contrôle de COYOTE SYSTEM.

Cette dernière lui a apporté son soutien financier pour maintenir la continuité de son exploitation et a mis en œuvre des synergies au travers de la mise à disposition de sa propre marque et de son offre de produits complémentaires, son savoir-faire technologique et de la mise en commun de ressources humaines.

Ainsi, TRAQUEUR a dégagé des résultats bénéficiaires sur le premier semestre 2019 et le plan d'affaires préparé par le management de la société retient comme principale hypothèse un retour à la croissance globale de l'activité et la pérennisation de cette rentabilité dans les années à venir, dans un contexte de ralentissement attendu de l'activité économique, qui justifierait à notre avis une certaine prudence.

Dans ce contexte, nous considérons que l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) est la méthode la plus adaptée pour apprécier la valeur intrinsèque de l'action TRAQUEUR. Le prix offert fait ressortir **une prime de 13,3% sur la valeur centrale que nous avons estimée au travers de la mise en œuvre de ce critère**, une prime de 3,3% sur la valeur haute et une prime de 25,3% sur la valeur basse de notre analyse de sensibilité.

Par ailleurs, le prix d'émission de 1,50 € retenu, dans le cadre de l'augmentation de capital de novembre dernier proposée à l'ensemble des actionnaires de TRAQUEUR, et portant sur un nombre de titres représentant 60,9% du capital post opération constitue également, à notre avis, une référence de valeur pertinente. Le prix offert fait également ressortir une **prime de 13,3%** sur ce prix d'émission.

Nous avons relevé que le cours de bourse de TRAQUEUR constituait une référence de valeur moins pertinente, compte tenu des volumes très faibles échangés et l'absence de suivi par les analystes, le titre bénéficiant d'une très faible liquidité alors que le flottant représentait 31,62% du capital de la société avant réalisation de l'augmentation de capital susvisée.

Cette référence ne peut cependant pas être écartée et sur la base des cours moyens pondérés par les volumes observés sur différentes périodes, le prix offert fait ressortir **des primes comprises entre 33,9% et 38,2%**.

A défaut de pouvoir identifier des sociétés cotées directement comparables à TRAQUEUR, nous avons mis en œuvre, à titre secondaire, une approche fondée sur des multiples issus d'un échantillon de sociétés cotées, présentant des similitudes en termes d'activités à celles de la société. Les multiples de valorisation induits ont donc une pertinence limitée dans le cadre de la présente évaluation.

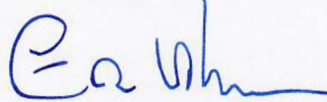
Néanmoins, sur la base de ces multiples, la valeur de l'action TRAQUEUR se situerait dans une fourchette de 1,00 € à 1,52 €. Le prix offert fait ainsi ressortir **des primes comprises dans une fourchette de 11,8% à 70,7%**.

Nous relevons que le prix offert fait ainsi ressortir des primes sur l'ensemble des critères examinés.

Par conséquent, à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix de 1,70 € par action TRAQUEUR que l'initiateur propose dans le cadre de la présente offre publique d'achat simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société TRAQUEUR, y compris dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire.

Fait, à Paris, le 11 décembre 2019

ADVISOREM



Eric LE FICHOUX

ANNEXE AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

1. Présentation d'ADVISOREM

ADVISOREM est une société par actions simplifiée inscrite au Tableau de l'Ordre des Experts Comptables de Paris Ile-de-France. Elle intervient principalement dans les contextes suivants :

- Opérations de marché (expertise indépendante) ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises (due diligence, évaluation) ;
- Apports et fusions (évaluation ou contrôle des opérations) ;
- Litiges et arbitrages.

2. Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées précédemment

ADVISOREM est intervenue en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes :

Date du rapport	Type d'opération	Initiateur	Cible	Etablissement présentateur
28-août-17	OPAS	Concert FPCI Jolt Targeted Opportunities/Ambrosia Investment AM SàRL	Alpha MOS	Alantra
29-juin-17	OPR/RO	Concert Penthievre/Famille Wemaëre	DEMOS	Portzamparc (Groupe BNP Paribas)
04-nov-13	OPR/RO	Lesaffre & Compagnie	FALA	Société Générale
20-déc-12	OPA	Eurofins Discovery Services Lux Holding	CEREP	Banque Palatine
20-juil-12	OPR/RO	Fibertex Nonwovens A/S	Fibertex Nonwovens (ex Tharreau Industries)	Aurel BGC

3. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers

ADVISOREM est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

ADVISOREM applique des procédures visant à éviter les situations de conflit d'intérêts, garantir son indépendance et contrôler la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

4. Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 50.000 €, hors taxes, frais et débours.

5. Description des diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Le programme de travail suivant a été mis en œuvre :

- Travaux préparatoires :
 - Prise de connaissance du contexte dans la perspective de l'acceptation de la mission ;
 - Orientation des travaux ;
 - Rédaction de la lettre de mission ;
- Travaux d'évaluation :
 - Collecte et prise de connaissance des informations publiques sur la société ;
 - Prise de connaissance détaillée de l'activité par discussions avec le management de TRAQUEUR ;
 - Analyse des principales forces, faiblesses, menaces et opportunités de TRAQUEUR ;
 - Prise de connaissance des informations financières historiques ;
 - Revue et analyse des données prévisionnelles et entretiens avec le management du groupe TRAQUEUR ;
 - Mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère :
 - Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels issus des projections financières du groupe TRAQUEUR, à partir des entretiens avec son management et de la détermination des paramètres clefs (variables clefs, taux d'actualisation et taux de croissance) ;
 - Analyse de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés sur le titre TRAQUEUR ;
 - Analyse des dernières opérations ou transactions intervenues sur le capital de la société ;
 - Recherche de sociétés cotées intervenant dans le secteur et analyse de leurs multiples de valorisation
 - Prise de connaissance détaillée du rapport d'évaluation et des éléments d'appréciation des conditions de l'opération présentées par l'établissement présentateur de l'offre, analyses et entretiens avec ses représentants ;
- Travaux de synthèse :
 - Rédaction du rapport ;
 - Obtention d'une lettre d'affirmation du groupe TRAQUEUR ;
 - Revue indépendante ;

6. Calendrier de l'étude

30 septembre 2019	Conseil de surveillance de TRAQUEUR approuvant la désignation d'ADVISOREM en qualité d'expert indépendant
2 octobre 2019	Lettre de mission ADVISOREM
8 octobre au 8 novembre 2019	Collecte et prise de connaissance des premiers éléments d'information relatifs à TRAQUEUR incluant des travaux de recherches sur bases de données ; analyse de l'évolution du cours de bourse
7 novembre 2019	Obtention du plan d'affaires de TRAQUEUR

12 novembre 2019	Réunion de travail chez TRAQUEUR sur l'analyse de l'activité du groupe et la collecte d'informations complémentaires
13 novembre 2019 au 20 novembre 2019	Analyse des données financières historiques du groupe et du plan d'affaires de TRAQUEUR
20 novembre 2019	Échanges avec l'établissement présentateur sur l'avancement de ses travaux préparatoires à l'opération
21 novembre 2019	Réunion de travail chez TRAQUEUR sur les principales hypothèses qui sous-tendent les projections financières du plan d'affaires de TRAQUEUR
22 novembre au 2 décembre 2019	Mise en œuvre de l'approche d'évaluation multicritère
25 novembre 2019 au 26 novembre	Analyses complémentaires sur le plan d'affaires de TRAQUEUR
26 novembre 2019	Obtention d'un premier projet de note d'information
2 décembre 2019	Réunion de travail avec les dirigeants de TRAQUEUR sur les premiers résultats de l'approche multicritère
3 au 9 décembre 2019	Préparation du projet de rapport de l'expert indépendant
5 décembre 2019	Obtention et prise de connaissance du projet de rapport d'évaluation de l'établissement présentateur et d'un projet de note d'information modifié et échanges avec l'établissement présentateur
5 au 9 décembre 2019	Réunion de travail interne relative à la mise en œuvre de la procédure de revue indépendante des travaux effectués et du projet de rapport
9 décembre 2019	Prise en compte des remarques et commentaires à l'issue de la revue indépendante, finalisation et communication d'un projet de rapport
11 décembre 2019	Obtention d'une lettre d'affirmation du groupe TRAQUEUR
11 décembre 2019	Remise du rapport au Conseil de surveillance de TRAQUEUR

7. Liste des personnes rencontrées

Nous avons rencontré et/ou échangé avec les personnes suivantes :

7.1. TRAQUEUR

- Monsieur Fabien PIERLOT, Président du Conseil de Surveillance,
- Monsieur Benoît LAMBERT, Président du Directoire
- Monsieur Thomas CECCONELLO, Directeur administratif et financier, membre du Directoire

7.2. PORTZAMPARC, établissement présentateur de l'offre

- Monsieur Stanislas JANNET, Directeur
- Monsieur Gino GOGO, Analyst
- Monsieur Jérémy SALLEE, Analyst

7.3. HOCH AVOCATS

- Maître Didier FORNONI, Conseil

8. Sources d'informations utilisées

8.1. Informations communiquées par TRAQUEUR et l'initiateur

- Statuts à jour de TRAQUEUR et extrait K-Bis
- Procès-verbaux des conseils de surveillance et du Directoire de TRAQUEUR entre 2016 et 2019
- Comptes annuels des filiales de TRAQUEUR sur les derniers exercices
- Balances générales et auxiliaires de TRAQUEUR et de ses filiales au 30 juin 2019
- Rapport du commissaire aux comptes sur les conventions réglementées au 31 décembre 2018
- Contrat de prestations de services avec COYOTE
- Contrat de licence LoJack et ses avenants
- Avenant au contrat cadre COLAS du 31 juillet 2018
- Plan d'affaires détaillé 2019-2022 (résultats prévisionnels, évolution du BFR et CAPEX)
- Reporting opérationnel de TRAQUEUR à fin octobre 2019
- Etude Xerfi sur le marché de la distribution automobile
- Etude « *Asset Tracking and Fleet Management* » du 15 mai 2018

8.2. Informations de marché

- Offering circular mémorandum de TRAQUEUR préparé à l'occasion de l'introduction en bourse en 2007
- Rapports financiers annuels et rapports de gestion de TRAQUEUR au titre des exercices 2016 à 2019 ;
- Notes d'opération relative à l'offre publique d'achat simplifiée de 2017 ;
- Communiqués financiers de 2016 à 2019
- Statistiques INSEE/CCFA
- En complément de la documentation et des informations qui nous ont été transmises par les sociétés parties à l'opération, nous avons eu recours à la base de données financières Corporate Focus Premium d'Infront Analytics.

8.3. Informations communiquées par PORTZAMPARC

- Rapport d'évaluation préparé dans le cadre de la présente opération.

9. Personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Eric LE FICHOUX, Président d'ADVISOREM, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et Expert près la Cour d'appel de Paris, assisté ponctuellement de Ludovic TELLIER, Expert-comptable et Commissaire aux comptes, titulaire du certificat d'évaluation d'entreprise de la CCEF et de l'ACCF@HEC.

La revue indépendante a été effectuée par Edouard LOEPER, Expert-comptable et Commissaire aux comptes (associé du cabinet PROREVISE), membre de l'APEI.