

RAPPORT SUR LE PROJET DE MODIFICATION  
DES TERMES ET CONDITIONS DES BSA  
LATECOERE EMIS LE 30 JUILLET 2010

ASSOCIÉS *en* FINANCE

*Ce document comporte 23 pages*

**25 avril 2014**

*Ce rapport ne constitue pas un rapport d'expertise indépendante au sens du Titre VI / Livre II du  
Règlement Général de l'AMF.*

# RAPPORT SUR LE PROJET DE MODIFICATION DES TERMES ET CONDITIONS DES BSA LATECOERE EMIS LE 30 JUILLET 2010

OBJET DU RAPPORT .....	3
Eléments de contexte .....	3
Cadre d'intervention d'Associés en Finance.....	3
PRESENTATION DE L'EXPERT .....	5
Associés en Finance .....	5
Diligences et contacts .....	6
I.    CARACTERISTIQUES DES BSA .....	7
Caractéristiques des BSA à l'émission.....	7
Caractéristiques des BSA suite aux modifications proposées par la société.....	7
II.   L'ACTION SOUS-JACENTE .....	8
Activité et comptes passés .....	8
Historique de cours et volumes échangés de l'action Latécoère et du BSA.....	10
III.  PARAMETRES D'APPLICATION ET VALORISATION THEORIQUE .....	14
Le prix de l'action sous-jacente.....	14
Le prix d'exercice des BSA.....	14
La durée d'exercice des BSA .....	14
Le taux d'intérêt sans risque.....	15
Le taux de dividendes et de prêt-emprunt de titre .....	15
Niveau de volatilité .....	15
La dilution .....	17
IV.  VALORISATION DES BSA AVANT ET APRES MODIFICATION DES TERMES ET CONDITIONS .....	18
Valorisation des BSA avant la modification des termes et conditions .....	18
Réduction du prix d'exercice compensant la perte de valeur temps .....	18
Valorisation des BSA après la modification des termes et conditions .....	19
Baisse du cours de l'action couverte par le <i>sweetener</i> .....	20
Transfert de richesse entre les investisseurs et les porteurs de BSA .....	22
Rachat automatique des BSA non-exercés.....	22
CONCLUSION.....	23

# OBJET DU RAPPORT

## Eléments de contexte

Le 30 juillet 2010, la société Latécoère (la « Société ») a émis 7.15 millions d'obligations convertibles en actions nouvelles de maturité 5 ans, de nominal 10 euros, de prix d'exercice 10 euros, exerçables entre la deuxième et la cinquième année. En cas de conversion de la totalité des obligations convertibles, les actions nouvelles auraient alors représenté 45.37% du capital de la société.

Afin de limiter cette dilution pour les actionnaires existants, la société a aussi émis à la même date 4 304 998 bons de souscription d'actions (les BSA) offerts aux actionnaires de la société, sur la base d'un BSA pour deux actions. Chaque BSA donne droit à la souscription d'une action nouvelle, pour un prix de souscription de 10 euros. Les BSA sont exerçables depuis le 9 mai 2012 et jusqu'au 30 juillet 2015.

Lors du refinancement de la société en décembre 2011, 60% des obligations convertibles ont été remboursées par anticipation grâce au financement du nouveau crédit syndiqué. La société a aussi obtenu un *call* sur les 2.86 millions d'obligations convertibles résiduelles, exerçables au pair dès lors que le cours de l'action deviendrait supérieur à 13 euros en moyenne sur une période de trois jours consécutifs.

Lors de la présentation de ses résultats annuels 2013, la société a annoncé que l'ensemble des 2.86 millions d'obligations avaient été converties.

## Cadre d'intervention d'Associés en Finance

La société a contacté Associés en Finance (Cf. Présentation de l'expert ci-après) afin de lui faire part de son projet de modification des termes et conditions des BSA émis en juillet 2010.

En effet, la note d'émission des BSA stipule que :

« Toutes modifications du contrat d'émission susceptibles d'avoir un impact sur la valorisation des BSA (prorogation de la période d'exercice, modification du prix d'exercice, de la parité d'exercice, etc.) donneront lieu à l'établissement d'un rapport d'expertise sur les conséquences de cette modification et, notamment, sur le montant de l'avantage en résultant pour les porteurs de BSA qui sera soumis à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires, étant précisé que les modalités de vote seront conformes aux recommandations de l'Autorité des marchés financiers alors en vigueur. Toute modification ainsi approuvée s'imposera à l'ensemble des porteurs de BSA. »

La société a publié le 11 avril 2014 un communiqué de presse relatif à sa proposition de modification des termes et conditions des BSA.

La société propose de modifier les termes et conditions des BSA de la manière suivante :

- La date de fin d'exercice des BSA serait ramenée du 30 juillet 2015 au 10 juillet 2014 ;
- Le prix d'exercice serait réduit de 10 euros à 8.70 euros ;
- Les BSA non exercés à l'issue de la période d'exercice seraient automatiquement rachetés pour un prix unitaire de 0.01 euro sous condition de confirmation de traitement fiscal des BSA rachetés au profit des salariés français de Latécoère (cf. paragraphe suivant) ;
- Les BSA rachetés seraient automatiquement annulés à l'exception des BSA qui seraient rachetés pour le compte des salariés français de la société (dans la limite de 250 000 BSA) en vue de leur permettre de les exercer en date du 10 juillet 2014.

Ces modifications seront proposées à l'Assemblée Générale Mixte annuelle des actionnaires convoquée le 19 mai 2014. L'Assemblée Générale des porteurs de BSA a été convoquée à la même date afin d'approuver ces modifications.

La société a demandé à Associés en Finance, expert indépendant des parties, d'attester l'équité de la proposition de modification des termes et conditions des BSA en effectuant leur évaluation. Associés en Finance n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou de dépendance économique avec Latécoère et ses actionnaires, ni n'a effectué de mission de nature à le mettre en position de conflit d'intérêt pour l'appréciation de cette opération.

## PRESENTATION DE L'EXPERT

### Associés en Finance

Associés en Finance, société indépendante détenue par ses associés personnes physiques, est sans conflit d'intérêt dans ses domaines d'intervention. Elle a une expérience de plus de trente ans dans les systèmes d'information, d'évaluation de sociétés et les modèles de valorisation. Associés en Finance a développé et entretient un modèle d'évaluation, TRIVAL, et dispose donc de bases de données propriétaires. TRIVAL s'appuie sur des analyses fondamentales. Il détermine pour chacune des 498 sociétés suivies, un taux de rentabilité interne par actualisation d'excédents de trésorerie, un niveau de risque anticipé et une mesure de la liquidité du titre en bourse. Cette analyse est réalisée par une équipe d'une douzaine d'analystes financiers, constituant le bureau d'études indépendant d'Associés en Finance.

Depuis 1994, Associés en Finance a élargi ses activités à des missions d'expertise, en s'appuyant sur la qualité de ses bases de données européennes, sur l'expertise de ses collaborateurs et de son réseau de consultants, et sur son indépendance. Elle a effectué de nombreuses missions de conseil et d'expertises indépendantes, dont plus de quatre-vingt portant sur des opérations publiques de marché. Leur liste est consultable sur le site internet de la société [www.associes-finance.com](http://www.associes-finance.com). Elle intervient aussi largement dans des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil dans des opérations non publiques, notamment l'évaluation d'instruments financiers.

Au cours des 24 derniers mois, Associés en Finance est intervenu en qualité d'expert indépendant au titre de l'OPAS/OPRO initiée par Match.com Europe Limited sur les actions de Meetic, de l'OPAS/OPRO initiée par Seagate sur les actions LaCie, sur l'offre publique d'achat des BSAAR ORPEA, sur l'offre mixte initiée par Carrefour sur les actions Guyenne et Gascogne, sur l'OPR-RO de la Banque des Antilles initiée par le Groupe BPCE et sur différentes modifications de contrat d'émission de BSA. La liste des missions réalisées est disponible sur le site [www.associes-finance.com](http://www.associes-finance.com).

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Bertrand Jacquillat, Président Directeur Général et Co-Fondateur d'Associés en Finance, a enseigné dans de nombreuses universités. Professeur aux Universités de Berkeley, Stanford et Visiting Fellow, Hoover Institution, Professeur à HEC, aux Universités de Lille et de Paris Dauphine (1969-1999). Il est Professeur des Universités à Sciences Po Paris depuis 1999. Vice-Président du Cercle des Economistes, auteur et/ou co-auteur de plus d'une cinquantaine d'articles scientifiques et de nombreux ouvrages. Il est également administrateur de Klépierre et des Presses Universitaires de France.

Daniel Beaumont est Directeur Général Délégué d'Associés en Finance, Co-Responsable des missions de conseils réalisées. Il co-supervise également l'équipe d'analystes lors de l'alimentation de la base de données financières prévisionnelles TRIVAL®. Il est Président de la Société Française des Evalueurs. Il

a occupé de nombreux postes de responsabilité au sein d'établissements financiers. Il est diplômé d'HEC.

Catherine Meyer, Associée, est analyste et co-supervise également l'équipe d'analystes lors de l'alimentation de la base de données financières prévisionnelles TRIVAL®. Elle est par ailleurs responsable transversale de la Formation et du contrôle qualité des travaux réalisés par la société. Elle est diplômée d'HEC et membre de la SFAF.

L'équipe dédiée à cette mission comprenait en outre trois analystes, Mathilde de Montigny, Thomas Libs et Pierre Charmion.

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'offre) se sont élevés à 32 000 € HT.

## Diligences et contacts

Nos diligences ont consisté principalement en :

- L'examen des documents publics mis à notre disposition par la société et/ou ses conseils :
  - le détail des cotations de l'action Latécoère et du BSA ;
  - les opérations sur le capital de la société ayant eu lieu depuis l'émission des BSA ;
  - la note d'information concernant l'émission des BSA et l'émission des obligations convertibles ;
  - les comptes annuels et documents de référence de la société depuis 2010 ;
  - les éléments d'appréciation des modifications des termes et conditions des BSA présentés par Barber Hauler.
- L'appréciation de la valorisation des BSA et des conséquences financières de la modification des termes et conditions reposant sur :
  - la valorisation des BSA réalisée à leur émission ;
  - l'analyse des travaux de valorisation des BSA effectués par Barber Hauler ;
  - la valorisation des BSA selon la méthode de Black & Scholes ;
  - l'analyse des transferts de richesse induits par les modifications des termes et conditions des BSA.

Dans le cadre de notre mission, nous avons été amenés à tenir des réunions de travail avec :

- Olivier Regnard, Directeur Administratif et Financier de Latécoère ;
- Guillaume Tamet, responsable *Corporate Finance* de Latécoère ;
- Jean-Edouard Allard, *Associate* chez Barber Hauler ;
- Pascal Hervé, *Partner* chez Barber Hauler.

## I. CARACTERISTIQUES DES BSA

### Caractéristiques des BSA à l'émission

Les BSA émis le 30 juillet 2010 avaient les caractéristiques présentées dans le tableau 1.

**Tableau 1**  
**Caractéristiques des BSA à l'émission**

<b>Code ISIN</b>	FR0010910862
<b>Date d'émission</b>	30 juillet 2010
<b>Ratio d'attribution</b>	1 BSA pour 2 actions anciennes
<b>Nombre de BSA émis</b>	4 304 998
<b>Parité d'exercice</b>	1 BSA donne droit de souscrire 1 action nouvelle
<b>Prix d'exercice</b>	10 euros
<b>Période d'exercice</b>	Jusqu'au 30 juillet 2015
<b>Nombre de BSA en circulation (10 avril 2014)</b>	4 245 651
<b>Nombre de BSA exercés (10 avril 2014)</b>	59 347

### Caractéristiques des BSA suite aux modifications proposées par la société

Suite aux modifications proposées le 11 avril 2014 et soumises au vote de l'Assemblée Générale Mixte annuelle des actionnaires ainsi que de l'Assemblée Générale des porteurs de BSA le 19 mai 2014, les BSA verraient certaines de leurs caractéristiques modifiées de la façon proposée dans le tableau 2.

**Tableau 2**  
**Modifications des BSA proposées par la société**

<b>Prix d'exercice</b>	8.70 euros
<b>Période d'exercice</b>	Jusqu'au 10 juillet 2014

De plus, les BSA non exercés au 10 juillet 2014 seraient automatiquement rachetés par la société au prix de 0.01 euro. Ces BSA seraient annulés, à l'exception des BSA rachetés pour le compte de salariés français (dans la limite de 250 000) en vue de leur permettre de les exercer en date du 10 juillet 2014 et de souscrire à de nouvelles actions.

## II. L'ACTION SOUS-JACENTE

### Activité et comptes passés

Latécoère est un équipementier aéronautique français qui intervient dans tous les segments de l'aéronautique (avions commerciaux, avions régionaux, avions d'affaires et militaires). La société est reconnue comme l'un des fournisseurs majeurs des principaux avionneurs (Airbus, Boeing, Embraer ou Dassault Aviation) avec lesquels elle est en partenariat sur la conception et la fabrication d'éléments de fuselage et de portes sur les principaux programmes commercialisés par les avionneurs.

En 2013, le groupe Latécoère a modifié son organisation. Il s'articule désormais autour des deux principaux métiers industriels qui intègrent chacun l'ensemble de la chaîne de valeur (conception, industrialisation, production, service après-vente et services).

- La branche « Aérostructures » consolide l'activité de la division « Aérostructure Industrie » (55% du chiffre d'affaires 2013), portée par la société Latécoère, et de la division « Aérostructure Services » (15 % du chiffre d'affaires 2013), portée par la société Latécoère Services. Aérostructure Industrie est un acteur clef du marché des pointes avant et un leader mondial sur les portes ; Aérostructure Services est un spécialiste de l'ingénierie accompagnant ses clients tout au long du cycle de développement de leurs produits (études, calcul et définition de produits industriels - conception, réalisation et maintenance d'outillages et machines spéciales).
- La branche « Systèmes d'Interconnexion » reste portée par la société LATElec (30% du CA), spécialisée dans le câblage, les meubles électriques et autres équipements embarqués. Elle est n°1 mondial dans les meubles avioniques et n°2 mondial dans les câblages embarqués.
- Un portail « Latécoère Engineering » regroupe les offres de services multi-métiers du Groupe.

Au 31 décembre 2013, le groupe employait 4 616 personnes dans 10 pays différents.

Son chiffre d'affaires consolidé de 2013 s'établit à 621.1 M€, en baisse de 3.5% par rapport au chiffre d'affaires consolidé de 2012, mais ce dernier incluait 62.5 M€ de facturation non récurrente de travaux de développement. Hors éléments exceptionnels, le chiffre d'affaires est en progression de +6.9% (dont +8.7% de croissance organique).

En 2013, le chiffre d'affaires à destination d'Airbus représente 58.7% du chiffre d'affaires total (2013 après provision). Le chiffre d'affaires de Latécoère ainsi que le résultat opérationnel sont présentés dans le tableau 3.

**Tableau 3**  
**Compte de résultat simplifié sur la période 2005-2013**

Année	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Chiffre d'Affaires</b>	<b>355.4</b>	<b>432.7</b>	<b>489.3</b>	<b>590.4</b>	<b>449.4</b>	<b>464.4</b>	<b>575.6</b>	<b>643.6</b>	<b>621.1</b>
<i>Croissance</i>		21.7%	13.1%	20.6%	-23.9%	3.3%	23.9%	11.8%	-3.5%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>37.7</b>	<b>34.7</b>	<b>39.1</b>	<b>31.9</b>	<b>-102.8</b>	<b>45.4</b>	<b>44.7</b>	<b>26.8</b>	<b>-40.1*</b>
<i>Marge</i>	10.6%	8.0%	8.0%	5.4%	-22.9%	9.8%	7.8%	4.2%	-6.5%

\* y compris provisions pour dépréciations



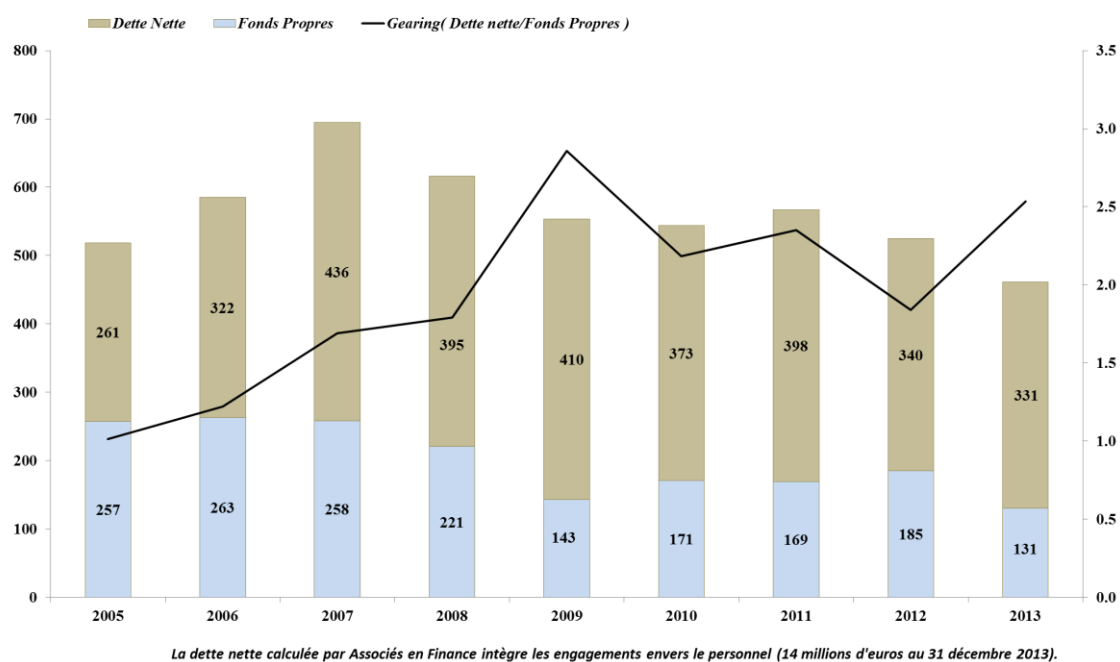
Le portefeuille de commandes, sur la base d'une parité €/\\$ de 1.35, s'élève au 31 décembre 2013 à 2.58 milliards d'euros, en progression de +22% par rapport au carnet de commandes communiqué au 31 décembre 2012. Il représente plus de 4 années de chiffre d'affaires.

Le résultat opérationnel courant s'établit en 2013 à 32.2 M€, en progression de 20% par rapport à 2012. Il correspond à une marge opérationnelle courante de 5.2% (+100 points de base par rapport à la marge opérationnelle 2012). La progression du résultat opérationnel courant est la conséquence de l'arrivée à maturité de programmes clés lancés au cours des années 2000 et des efforts engagés par le groupe pour faire face à la crise tunisienne qui avait pesé sur la performance opérationnelle de 2012.

Toutefois, dans un contexte de forte augmentation des cadences de production, la chaîne d'approvisionnement a subi des tensions qui n'ont pas permis au Groupe d'atteindre les objectifs de décroissance des coûts, attendus sur deux programmes en fin de développement. En conséquence, une dépréciation sans effet cash de 72 M€ a été comptabilisée en application de la norme IAS 11 sur les contrats de construction.

A fin décembre 2013, l'endettement net est en léger recul à 316.9M. Le BFR recule de -19.7M€, principalement en raison d'éléments non récurrents. 2 164 000 obligations convertibles ont été converties au cours de l'exercice, contribuant à une augmentation des fonds propres à hauteur de 21.7M€. La figure 1 présente l'évolution de la structure financière de la société depuis 2005.

**Figure 1**  
**Evolution de la structure financière sur la période 2005-2013**



En 2009, Latécoère a vu son bilan financier se dégrader fortement en raison du retournement du cycle aéronautique, de l'affaiblissement du dollar face à l'euro et des retards enregistrés par les avionneurs sur leurs nouveaux grands programmes. Le groupe a alors conclu un accord avec ses banques pour renforcer sa structure financière. Cet accord a principalement porté sur l'émission d'Obligations Convertibles, le gel de la dette à moyen terme, et l'extension des couvertures de change.

## Historique de cours et volumes échangés de l'action Latécoère et du BSA

### Le cours de l'action

L'action Latécoère est cotée sur NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0000032278 depuis 1989.

Le 10 décembre 2009, Latécoère avait demandé à Euronext la suspension de la cotation de son titre le temps de la restructuration de sa dette bancaire. La cotation a repris le 21 mai 2010.

Depuis le 30 juillet 2010, date d'émission des BSA, le cours de Latécoère a progressé de 138% avec un maximum atteint le 14 février 2014 à 16.85 euros. Depuis début septembre 2013, le cours et les volumes de l'action ont fortement progressé.

Le cours de bourse de Latécoère est de 13.66 euros au 11 avril 2014, date de publication du communiqué de presse relatif à la proposition de modification des termes et conditions des BSA. L'évolution du cours est présentée dans la figure 2.

**Figure 2**  
**Cours de l'action Latécoère et volumes échangés**



Suite au communiqué, le cours de l'action a clôturé en baisse de -3.51% le 14 avril 2014 et s'est établi à 13.20 euros au 23 avril 2014. Depuis l'annonce, le cours de bourse est stable.

Le tableau 4 présente les volumes échangés sur le BSA Latécoère.

**Tableau 4**  
**Volumes échangés sur l'action Latécoère**

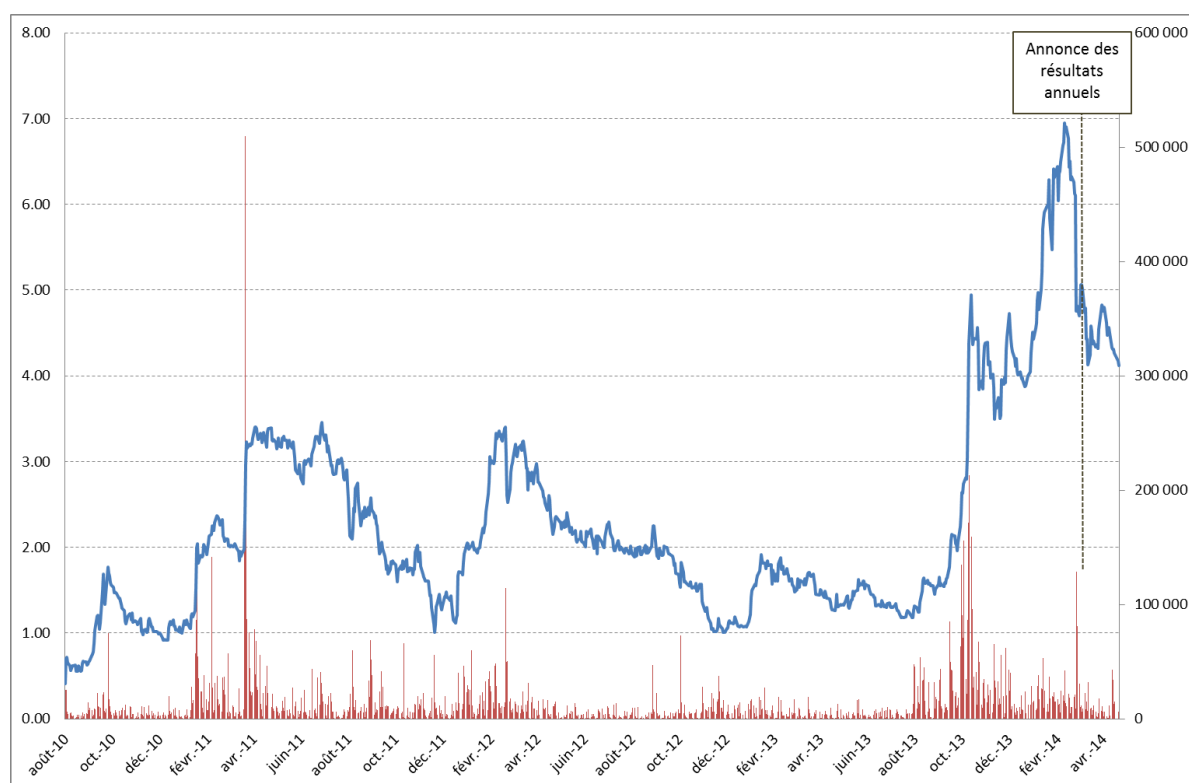
	Spot	1 semaine	2 semaines	1 mois	2 mois	depuis l'annonce des résultats annuels	depuis le début de l'année
données au 11/04/2014							
<b>Prix moyen pondéré (€)</b>	<b>13.52</b>	<b>13.69</b>	<b>13.91</b>	<b>13.63</b>	<b>14.51</b>	<b>13.89</b>	<b>14.79</b>
<b>Volume quotidien ('000)</b>	<b>47</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>54</b>	<b>90</b>	<b>96</b>	<b>84</b>
en % du capital	0.30%	0.22%	0.23%	0.34%	0.58%	0.61%	0.54%
<b>Volume cumulé ('000)</b>	<b>47</b>	<b>175</b>	<b>358</b>	<b>1234</b>	<b>3918</b>	<b>3062</b>	<b>6083</b>
en % du capital	0.30%	1.12%	2.29%	7.92%	25.12%	19.63%	39.01%
données au 23/04/2014							
<b>Prix moyen pondéré (€)</b>	<b>13.13</b>	<b>13.17</b>	<b>13.37</b>	<b>13.56</b>	<b>14.13</b>	<b>13.78</b>	<b>14.70</b>
<b>Volume quotidien ('000)</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>86</b>	<b>73</b>	<b>83</b>
en % du capital	0.24%	0.28%	0.28%	0.30%	0.57%	0.48%	0.55%
<b>Volume cumulé ('000)</b>	<b>36</b>	<b>212</b>	<b>417</b>	<b>1042</b>	<b>3727</b>	<b>2635</b>	<b>6298</b>
en % du capital	0.24%	1.40%	2.75%	6.88%	24.63%	17.41%	41.61%

Les volumes journaliers échangés sur l'action Latécoère représentent 0.48% du capital depuis l'annonce des résultats annuels.

### **Le cours du BSA**

Le cours du BSA Latécoère depuis sa cotation, sur Euronext Paris, le 30 juillet 2010 a évolué tel qu'indiqué dans la figure 3.

**Figure 3**  
**Cours du BSA et volumes échangés**



Le cours de bourse du BSA atteint son maximum le 12 février 2014, à 6.95€. Au 11 avril 2014, il s'établit à 4.50€ et au 23 avril 2014, à 4.20€. Le tableau 5 présente les volumes échangés sur le BSA Latécoère.

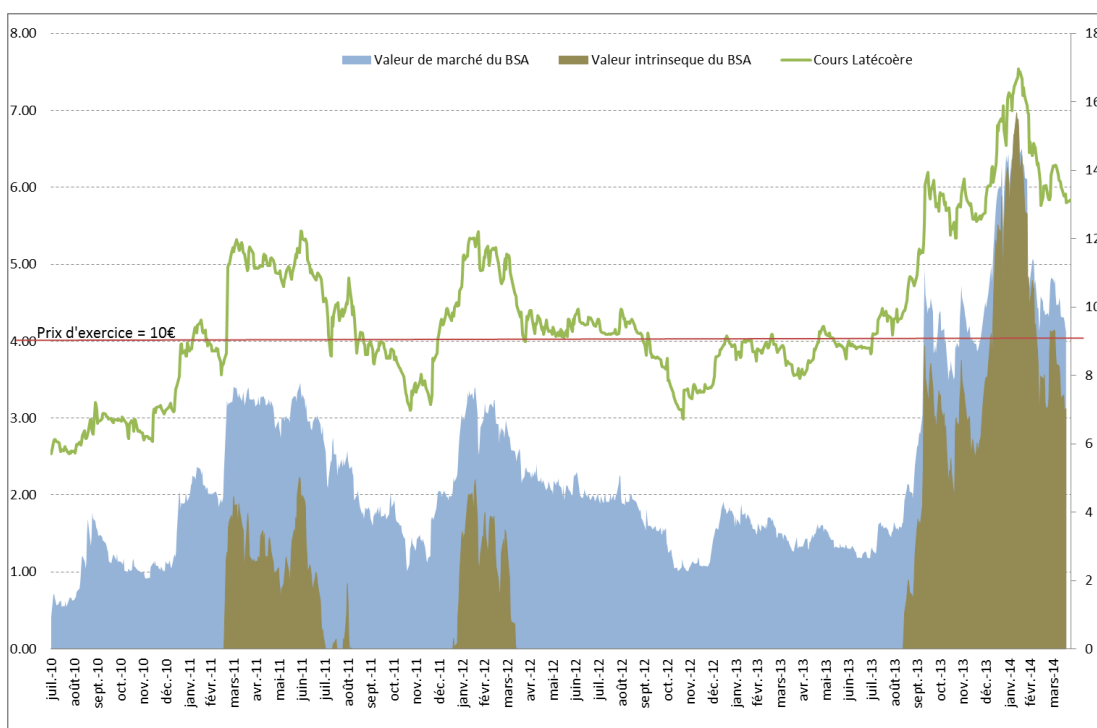
**Tableau 5**  
**Volumes échangés sur le BSA**

	Spot	1 semaine	2 semaines	1 mois	2 mois	depuis l'annonce des résultats annuels	depuis le début de l'année
données au 11/04/2014							
Prix moyen pondéré (€)	4.50	4.52	4.66	4.50	5.09	4.60	5.35
Volume quotidien ('000)	3	4	5	8	16	15	17
en % du capital	0.02%	0.02%	0.03%	0.05%	0.10%	0.10%	0.11%
Volume cumulé ('000)	3	18	51	178	686	487	1223
en % du capital	0.02%	0.11%	0.33%	1.14%	4.40%	3.12%	7.85%
données au 23/04/2014							
Prix moyen pondéré (€)	4.11	4.24	4.35	4.47	4.74	4.49	5.26
Volume quotidien ('000)	7	15	13	10	16	11	17
en % du capital	0.05%	0.10%	0.09%	0.06%	0.10%	0.07%	0.11%
Volume cumulé ('000)	7	76	135	221	681	337	1342
en % du capital	0.05%	0.49%	0.86%	1.42%	4.36%	2.16%	8.61%

De l'annonce des résultats au 11 avril 2014, le cours de bourse du BSA est en moyenne de 4.60€. Depuis l'annonce des résultats, les volumes journaliers échangés sur le BSA Latécoère représentent en moyenne 0.07% de l'encours.

Depuis la publication au BALO de la modification des termes et conditions des BSA, le cours du BSA est arbitré avec celui de l'action et sa valeur temps est quasi nulle. L'évolution du cours de l'action et la valeur du BSA sont présentés dans la figure 4.

**Figure 4**  
**Cours de l'action Latécoère et valeur du BSA**



Depuis le quatrième trimestre 2013, qui correspond à la conversion des obligations convertibles, le cours de l'action Latécoère et le cours du BSA Latécoère ont fortement augmenté. La valeur de marché du BSA est proche de sa valeur intrinsèque depuis le début de l'année, conformément au fait que la valeur temps tend à se rapprocher de zéro lorsque le cours de l'action augmente et s'écarte du prix d'exercice.

### III. PARAMETRES D'APPLICATION ET VALORISATION THEORIQUE

Le modèle de Black & Scholes a été retenu pour valoriser les BSA.

Le modèle d'évaluation utilisé nécessite la détermination des paramètres suivants :

- Le prix de l'action sous-jacente
- Le prix d'exercice des BSA
- La durée d'exercice
- Le taux d'intérêt sans risque
- Le taux de dividende et de prêt-emprunt de titres
- La volatilité
- La dilution liée à la création d'actions nouvelles par l'exercice des BSA

#### Le prix de l'action sous-jacente

Au 23 avril 2014, le cours de l'action Latécoère s'élevait à 13.20€. La moyenne des cours depuis l'annonce des résultats annuels, retenue pour la modélisation, s'établit à 13.78€. Cette période de 38 jours ouvrés se rapproche de la durée résiduelle des BSA modifiés qui sera de 35 jours (du 22 mai 2014 au 10 juillet 2014).

#### Le prix d'exercice des BSA

Le prix d'exercice du BSA Latécoère est réduit de dix euros (10€) à huit euros et soixante-dix centimes (8.70€).

#### La durée d'exercice des BSA

L'opération consiste à avancer l'échéance des BSA au 10 juillet 2014 (30 juillet 2015 précédemment). Au 22 mai 2014, date du début de la période d'exercice modifiée des BSA, la durée de vie est réduite à 0.14 année (1.2 année si l'on considère la date d'échéance d'origine).

## Le taux d'intérêt sans risque

Le taux sans risque utilisé reflète la durée de vie restante de l'option. Au 22 mai 2014, cette durée est de 0.14 année pour le BSA modifié. Le taux sans risque est obtenu à partir de la moyenne sur 38 jours, au 23 avril 2014, du bon du trésor 1 mois. Le taux retenu s'élève ainsi à 0.16%.

La durée de vie restante du BSA avant modification de ses caractéristiques est de 1.2 an, le taux retenu est une interpolation linéaire entre le TEC 1 an et le TEC 2 ans sur la moyenne des 38 derniers jours ouvrés au 23 avril 2014, soit 0.21%.

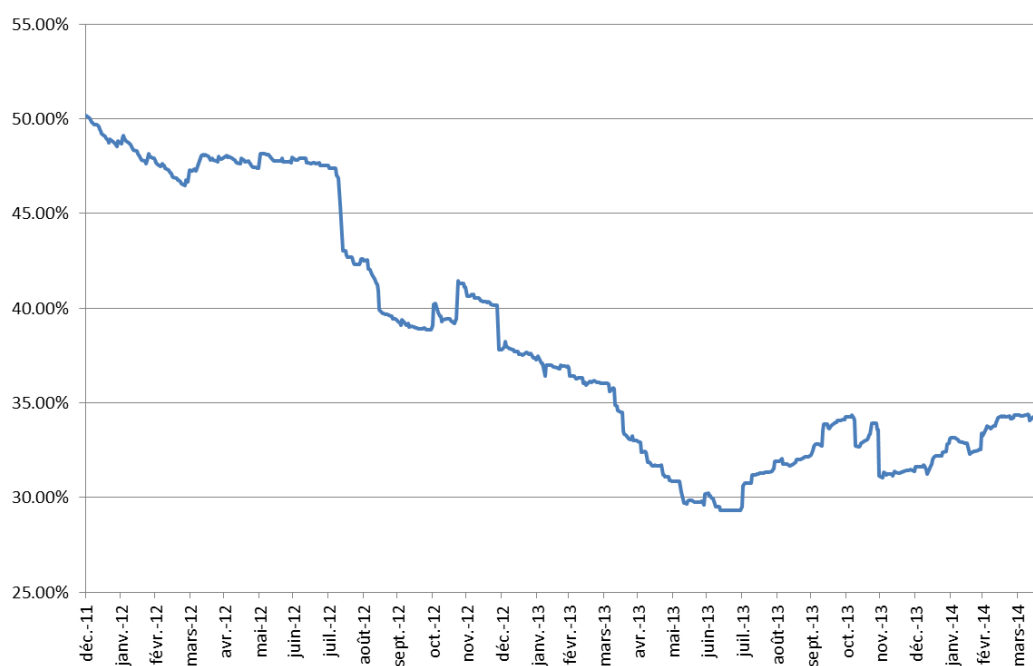
## Le taux de dividendes et de prêt-emprunt de titre

La société ne compte pas verser de dividende sur la période d'exercice des BSA. Le détenteur du bon qui souhaite couvrir son risque doit vendre à découvert des actions en les empruntant avec un écart de taux estimé à 1%.

## Niveau de volatilité

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur la rentabilité future du titre. La volatilité de l'action Latécoère peut être appréciée au regard de sa volatilité historique ou de la volatilité implicite des instruments optionnels liés au cours de son action. La volatilité historique est présentée dans la figure 5.

**Figure 5**  
**Volatilité annualisée depuis 2011 de l'action Latécoère**

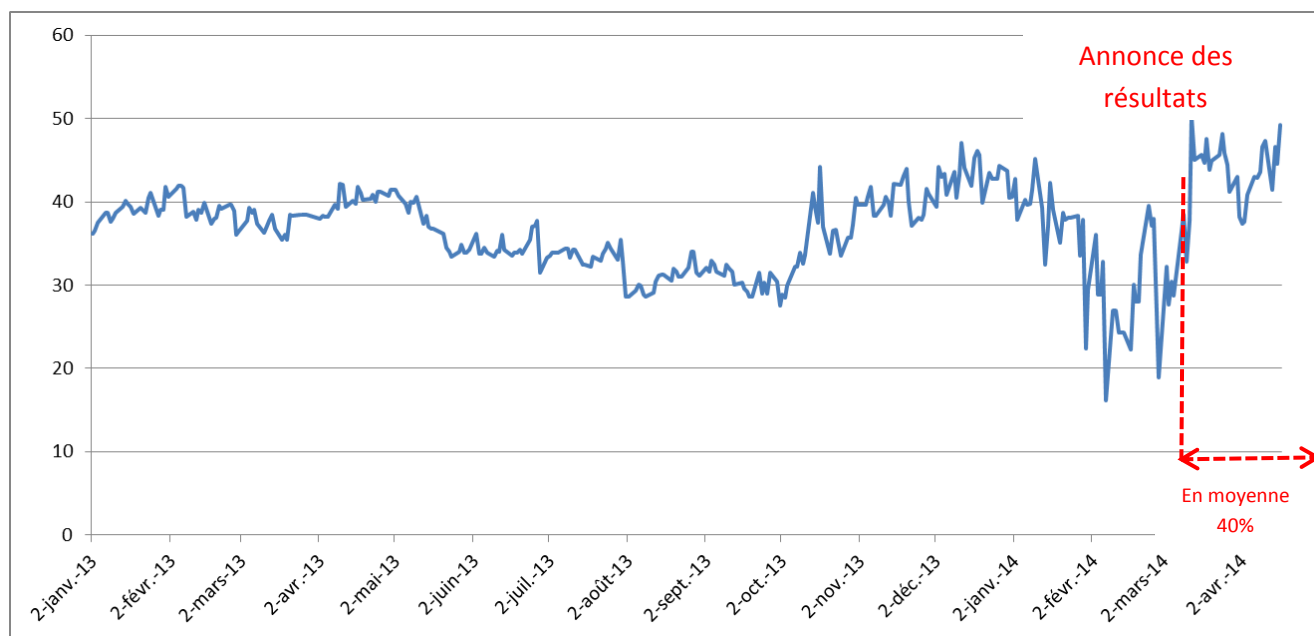


Les moyennes des volatilités annualisées sur 3 mois, 6 mois et 1 an se situent entre 32% et 34%.

Le calcul de la volatilité implicite ressortant de la cotation du BSA (avant l'annonce des modifications des termes et conditions des BSA 2010) a également été réalisé en complément de l'approche de la volatilité historique du sous-jacent.

Le taux de prêt-emprunt de titre retenu est de 1% et le taux sans risque de 0.21%. Le modèle Black & Scholes a été utilisé. Ainsi, sur ces bases, il est possible par itérations de déterminer la volatilité implicite qui permet de justifier le cours du BSA, présentée dans la figure 6.

**Figure 6**  
**Volatilité induite par le cours du BSA**



La fourchette de volatilité retenue pour l'évaluation des BSA se situe de ce fait entre 32%, volatilité historique de l'action, et 40%, moyenne de la volatilité implicite du BSA depuis l'annonce des résultats.



## La dilution

Comme rappelé dans les éléments de contexte, les BSA ont été émis en juillet 2010 afin de compenser la dilution potentielle engendrée par la conversion des obligations convertibles.

Au 11 avril 2014, 4 245 651 BSA n'ont toujours pas été exercés, représentant une augmentation de capital potentielle de 42.4 millions d'euros avant modification des termes et conditions et 36.9 millions d'euros après, soient 24.8% des droits de vote et 26.9% du capital de Latécoère.

A l'émission, les actionnaires de Latécoère étaient protégés contre l'émission d'actions nouvelles engendrée par la conversion des OC grâce aux BSA de même prix d'exercice qui leur ont été offerts par la société.

60% des obligations convertibles ont été remboursées par anticipation lors du refinancement de novembre 2011 et les obligations convertibles restantes ont ensuite été converties. Ainsi, un actionnaire ayant choisi de conserver les BSA lui ayant été attribués est en situation de relation du fait de la non-conversion de l'intégralité des obligations convertibles. Au final, seulement 2.9M d'OC ont été converties, alors que 4.3 millions de BSA avaient été émis pour contrer la dilution des OC.

Les BSA sont dans la monnaie depuis septembre 2013 et ont même atteint une valeur intrinsèque de 6.85 euros le 14 février 2014, avant la baisse du cours ayant fait suite à la publication des résultats annuels de la société. Depuis, le cours de l'action s'est stabilisé autour de 13/14 euros (moyenne 1 mois à 13.55 euros au 23 avril 2014) et les BSA conservent donc une valeur intrinsèque non négligeable.

De plus, CM-CIC Securities, qui suit la valeur régulièrement, travaille depuis 2012 sur un nombre de titres dilués (BSA et OC), ce qui tend à considérer que le cours de bourse intègre les actions nouvelles potentielles. Dans sa note du 28 février 2014 publiée à la suite de l'annonce des résultats annuels du groupe, CM-CIC Securities note que « Latécoère peut encore générer des fonds propres par la conversion des BSA à 10 € ». L'existence des BSA est donc assimilée par le marché, ainsi que les conséquences de leur exercice potentiel.

Le 14 avril 2014, suite à l'annonce de modification du prix d'exercice et d'avancée d'un an de l'augmentation de capital potentielle à l'origine de la dilution, le cours de l'action Latécoère n'a que faiblement réagi, clôturant la séance en baisse de -3.57%. Le nouveau prix de 8.70 € auquel seraient émises les nouvelles actions ainsi que l'arrivée plus rapide que prévu sur le marché d'un important nombre de titres ont donc été pris en compte par le marché.

Ces différents éléments, ainsi que les différentes valorisations effectuées dans ce rapport, tendent à prouver que la dilution potentielle a d'ores et déjà été intégrée par le marché.

Ainsi, et en l'absence d'autres instruments dilutifs émis par la société, aucune dilution supplémentaire ne sera appliquée au cours de l'action.

## IV. VALORISATION DES BSA AVANT ET APRES MODIFICATION DES TERMES ET CONDITIONS

### Valorisation des BSA avant la modification des termes et conditions

La valorisation a été effectuée à l'aide du modèle de Black-Scholes. Les résultats pour différents niveaux de volatilité sont présentés dans le tableau 6.

**Tableau 6**  
Valorisation des BSA avant la modification des termes et conditions

Volatilité de 32%		Volatilité de 36%		Volatilité de 40%	
Prix d'exercice	10.00	Prix d'exercice	10.00	Prix d'exercice	10.00
Cours du sous-jacent	13.78	Cours du sous-jacent	13.78	Cours du sous-jacent	13.78
Maturité en années	1.19	Maturité en années	1.19	Maturité en années	1.19
<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>	
Volatilité	32.00%	Volatilité	36.00%	Volatilité	40.00%
Dividende + prêt-emprunt titres	1.00%	Dividende + prêt-emprunt titres	1.00%	Dividende + prêt-emprunt titres	1.00%
Taux sans risque	0.21%	Taux sans risque	0.21%	Taux sans risque	0.21%
<b>Valeur Black &amp; Scholes</b>	<b>4.05</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes</b>	<b>4.19</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes</b>	<b>4.34</b>
<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>3.78</b>	<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>3.78</b>	<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>3.78</b>
<b>Valeur Temps</b>	<b>0.27</b>	<b>Valeur Temps</b>	<b>0.41</b>	<b>Valeur Temps</b>	<b>0.56</b>

La valorisation des BSA est comprise entre 4.05€ et 4.34€ en fonction de la volatilité utilisée. La majeure partie de la valeur correspond à la valeur intrinsèque (3.78€), alors que la valeur temps croît avec le niveau de volatilité choisi (entre 0.27€ et 0.56€).

### Réduction du prix d'exercice compensant la perte de valeur temps

Par souci d'équité financière, il convient de maintenir l'équilibre financier entre les BSA dont l'échéance est au 30 juillet 2015 et les BSA dont l'échéance a été réduite au 10 juillet 2014. Pour ce faire, il convient de diminuer le prix d'exercice. Les résultats pour différents niveaux de volatilité sont présentés dans le tableau 7.

**Tableau 7**  
Valorisation des BSA : prix d'exercice nécessaire afin de maintenir l'équilibre financier

Volatilité de 32%		Volatilité de 36%		Volatilité de 40%	
Prix d'exercice	9.71	Prix d'exercice	9.57	Prix d'exercice	9.43
Cours du sous-jacent	13.78	Cours du sous-jacent	13.78	Cours du sous-jacent	13.78
Maturité en années	0.13	Maturité en années	0.13	Maturité en années	0.13
<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>	
Volatilité	32.00%	Volatilité	36.00%	Volatilité	40.00%
Dividende + taux emprunt titres	1.00%	Dividende + taux emprunt titres	1.00%	Dividende + taux emprunt titres	1.00%
Taux sans risque	0.16%	Taux sans risque	0.16%	Taux sans risque	0.16%
<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>4.05</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>4.19</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>4.34</b>
<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>4.07</b>	<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>4.21</b>	<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>4.35</b>
<b>Valeur Temps</b>	<b>-0.02</b>	<b>Valeur Temps</b>	<b>-0.02</b>	<b>Valeur Temps</b>	<b>-0.01</b>

La baisse du prix d'exercice nécessaire afin de maintenir l'équilibre financier des BSA vise à compenser la perte de la valeur temps. Celle-ci étant fonction de la volatilité, la baisse du prix d'exercice nécessaire est comprise entre 0.29€ et 0.57€. La faible maturité des BSA modifiés annule toute valeur temps (légèrement négative du fait du taux de prêt-emprunt de titre retenu dans la modélisation).

## Valorisation des BSA après la modification des termes et conditions

Afin que les porteurs de BSA soient désensibilisés contre une potentielle baisse de cours suite à l'annonce des modifications des termes et conditions, la société souhaite réduire le prix d'exercice des BSA au-delà du simple niveau nécessaire au maintien de l'équilibre financier.

Le prix d'exercice modifié de 8.70€ correspond à un *sweetener* compris entre 0.73€ et 1.01€ en fonction de la volatilité. La valorisation des BSA modifiés est présentée dans le tableau 8.

**Tableau 8**  
**Valorisation des BSA après réduction du prix d'exercice et raccourcissement de la maturité**

Volatilité de 32%		Volatilité de 36%		Volatilité de 40%	
<b>Prix d'exercice</b>	<b>8.70</b>	<b>Prix d'exercice</b>	<b>8.70</b>	<b>Prix d'exercice</b>	<b>8.70</b>
Cours du sous-jacent	13.78	Cours du sous-jacent	13.78	Cours du sous-jacent	13.78
Maturité en années	0.13	Maturité en années	0.13	Maturité en années	0.13
<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>	
Volatilité	32.00%	Volatilité	36.00%	Volatilité	40.00%
Dividende + taux emprunt titres	1.00%	Dividende + taux emprunt titres	1.00%	Dividende + taux emprunt titres	1.00%
Taux sans risque	0.16%	Taux sans risque	0.16%	Taux sans risque	0.16%
<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>5.06</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>5.06</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>5.06</b>
<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>5.08</b>	<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>5.08</b>	<b>Valeur intrinsèque</b>	<b>5.08</b>
<b>Valeur Temps</b>	<b>-0.02</b>	<b>Valeur Temps</b>	<b>-0.02</b>	<b>Valeur Temps</b>	<b>-0.02</b>

Les résultats sont quasiment identiques quelle que soit la volatilité du fait de la très faible maturité des BSA.

La baisse du prix d'exercice au-delà du niveau nécessaire au maintien de l'équilibre financier augmente la valeur des BSA de 0.72€ à 1.01€.

L'arrivée potentielle de 4.26 millions d'actions sur le marché sur une période de 35 jours ouvrés est susceptible d'engendrer une pression baissière sur le cours du titre. Le tableau suivant permet de déterminer la baisse du cours de l'action couverte par le *sweetener* offert aux porteurs de BSA.

## Baisse du cours de l'action couverte par le *sweetener*

Au cours du 23 avril 2014 de l'action Latécoère (13.20€), la valeur du BSA modifié est supérieure à la valeur du BSA avant modifications (cf. tableaux 6 et 8). Cette différence de valeur correspond au *sweetener* offert par la société. Si le cours de l'action était amené à baisser, les valeurs du BSA avant et après modifications convergeraient. Le tableau 9 a pour objectif de déterminer pour chaque niveau de volatilité retenu, le cours de l'action égalisant la valeur des deux BSA.

**Tableau 9**

### Valorisation des BSA avant et après modifications pour différents cours de l'action Latécoère

Volatilité de 32%		Volatilité de 36%		Volatilité de 40%	
Prix d'exercice	10.00	Prix d'exercice	10.00	Prix d'exercice	10.00
Cours du sous-jacent	9.94	Cours du sous-jacent	10.38	Cours du sous-jacent	10.88
Maturité en années	1.19	Maturité en années	1.19	Maturité en années	1.19
<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>	
Volatilité	32.00%	Volatilité	36.00%	Volatilité	40.00%
Dividende + prêt-emprunt titres	1.00%	Dividende + prêt-emprunt titres	1.00%	Dividende + prêt-emprunt titres	1.00%
Taux sans risque	0.21%	Taux sans risque	0.21%	Taux sans risque	0.21%
<b>Valeur Black &amp; Scholes</b>	<b>1.30</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes</b>	<b>1.72</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes</b>	<b>2.21</b>
<i>Valeur intrinsèque</i>	<i>0.00</i>	<i>Valeur intrinsèque</i>	<i>0.38</i>	<i>Valeur intrinsèque</i>	<i>0.88</i>
<i>Valeur Temps</i>	<i>1.30</i>	<i>Valeur Temps</i>	<i>1.34</i>	<i>Valeur Temps</i>	<i>1.33</i>
Volatilité de 32%		Volatilité de 36%		Volatilité de 40%	
Prix d'exercice	8.70	Prix d'exercice	8.70	Prix d'exercice	8.70
Cours du sous-jacent	9.94	Cours du sous-jacent	10.38	Cours du sous-jacent	10.88
Maturité en années	0.13	Maturité en années	0.13	Maturité en années	0.13
<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>		<b>Hypothèses</b>	
Volatilité	32.00%	Volatilité	36.00%	Volatilité	40.00%
Dividende + taux emprunt titres	1.00%	Dividende + taux emprunt titres	1.00%	Dividende + taux emprunt titres	1.00%
Taux sans risque	0.16%	Taux sans risque	0.16%	Taux sans risque	0.16%
<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>1.30</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>1.72</b>	<b>Valeur Black &amp; Scholes Call</b>	<b>2.21</b>
<i>Valeur intrinsèque</i>	<i>1.24</i>	<i>Valeur intrinsèque</i>	<i>1.68</i>	<i>Valeur intrinsèque</i>	<i>2.18</i>
<i>Valeur Temps</i>	<i>0.06</i>	<i>Valeur Temps</i>	<i>0.04</i>	<i>Valeur Temps</i>	<i>0.03</i>

La baisse potentielle du cours de l'action couverte par le *sweetener* est présentée dans le tableau 10.

**Tableau 10**

### Baisse du cours de l'action Latécoère couverte par le *sweetener*

Volatilité de 32%		Volatilité de 36%		Volatilité de 40%	
Cours moyen depuis le 27 février 2014	13.78	Cours moyen depuis le 27 février 2014	13.78	Cours moyen depuis le 27 février 2014	13.78
Cours minimal couvert par le <i>sweetener</i>	9.94	Cours minimal couvert par le <i>sweetener</i>	10.38	Cours minimal couvert par le <i>sweetener</i>	10.88
<b>Baisse du cours couverte</b>	<b>-28%</b>	<b>Baisse du cours couverte</b>	<b>-25%</b>	<b>Baisse du cours couverte</b>	<b>-21%</b>

En fonction du niveau de volatilité, la baisse du cours couverte par le *sweetener* est comprise entre -21% et -28%.

A titre d'information, la baisse de l'action récente la plus significative a eu lieu entre le 14 février 2014 et le 14 mars 2014. L'action avait alors perdu -23% sur 21 jours de bourse, période comprenant l'annonce des résultats annuels de la société ayant déçu les investisseurs.

## Transfert de richesse entre les investisseurs et les porteurs de BSA

Le *sweetener* offert par la société constitue un transfert de richesse entre les actionnaires et les porteurs de BSA. Celui-ci est dépendant de la volatilité. Son montant est présenté dans le tableau 11.

**Tableau 11**  
**Transfert de richesse entre les actionnaires et les porteurs de BSA**

Volatilité de 32%		Volatilité de 36%		Volatilité de 40%	
Sw eetner	1.01	Sw eetner	0.87	Sw eetner	0.73
Nombre de BSA	4 245 651	Nombre de BSA	4 245 651	Nombre de BSA	4 245 651
<b>Transfert de richesse</b>	<b>4 288 108</b>	<b>Transfert de richesse</b>	<b>3 693 716</b>	<b>Transfert de richesse</b>	<b>3 099 325</b>
Nombre d'actions	11 529 042	Nombre d'actions	11 529 042	Nombre d'actions	11 529 042
Cours du sous-jacent	13.78	Cours du sous-jacent	13.78	Cours du sous-jacent	13.78
Cours du BSA	4.59	Cours du BSA	4.59	Cours du BSA	4.59
Capitalisation boursière	178 357 737	Capitalisation boursière	178 357 737	Capitalisation boursière	178 357 737
<b>Transfert de richesse en %</b>	<b>2.40%</b>	<b>Transfert de richesse en %</b>	<b>2.07%</b>	<b>Transfert de richesse en %</b>	<b>1.74%</b>

Le transfert de richesse maximal entre les actionnaires et les porteurs de BSA est compris entre 3.1 millions d'euros et 4.3 millions d'euros, soit 1.74% à 2.40% de la capitalisation boursière moyenne (y compris BSA) depuis l'annonce des résultats annuels. Cependant, ce calcul suppose qu'aucun des porteurs de BSA ne soit aussi actionnaire de la société. Les BSA ayant été offerts aux actionnaires de la société au 30 juillet 2010, les actionnaires n'ayant revendu ni leurs actions ni leurs BSA ne subissent aucune des conséquences financières de l'opération. Le calcul précis du transfert de richesse supposerait la connaissance parfaite de l'identité des actionnaires et des porteurs de BSA, dont respectivement 39.8% et 61.1% sont des personnes physiques, et n'est donc pas réalisable. De plus, l'augmentation de capital est destinée pour moitié au désendettement de la société, ce qui profite aux actionnaires, comme la liquidité et la visibilité accrue sur le titre.

## Rachat automatique des BSA non-exercés

Comme spécifié dans l'objet de ce rapport, les BSA non exercés à l'issue de la période d'exercice seraient automatiquement rachetés pour un prix unitaire de 0.01 euro. Les BSA rachetés seraient automatiquement annulés à l'exception des BSA qui seraient rachetés pour le compte des salariés français de la société (dans la limite de 250 000 BSA) en vue de leur permettre d'exercer en date du 10 juillet 2014. Ce rachat automatique est conditionné à l'obtention de la confirmation du traitement fiscal des BSA rachetés au profit des salariés français de Latécoère.

Ainsi, les BSA ne perdraient pas toute valeur à l'issue de la période d'exercice du fait de leur rachat automatique par la société à 0.01 euro. La valorisation de ceux-ci a également été effectuée en prenant en compte ce paramètre et les résultats ont été identiques à ceux présentés ci-dessus.

Ceci constituerait un avantage particulier éventuel, permettant aux salariés de souscrire à des actions nouvelles de la société à un prix de 8.70€ très largement inférieur au cours actuel de l'action en ayant payé un prix symbolique (0.01€), mais garantirait le succès d'une partie de l'augmentation de capital.

## CONCLUSION

Latécoère souhaite inciter les porteurs de BSA émis le 30 juillet 2010 (actuellement dans la monnaie) à les exercer. Pour ce faire, la société propose de raccourcir la période d'exercice à juillet 2014 et d'en abaisser le prix d'exercice de 10€ à 8.70€ afin d'en maintenir l'équité financière.

Au 11 avril 2014, date de publication au BALO, 4 245 651 BSA n'ont toujours pas été exercés, représentant une augmentation de capital potentielle de 42.4 millions d'euros avant modification des termes et conditions et 36.9 millions d'euros après, soient 24.8% des droits de vote et 26.9% du capital de Latécoère. Latécoère souhaite affecter la moitié de ce montant au désendettement du groupe et l'autre moitié aux besoins de financement généraux.

Afin de compenser les porteurs de BSA d'une éventuelle baisse du cours, la société propose d'abaisser le prix d'exercice à un niveau inférieur à celui permettant de maintenir l'équité financière des BSA. En fonction de la volatilité retenue, ce *sweetener* est compris entre 0.72€ et 1.01€. Le transfert de richesse induit entre les actionnaires et les porteurs de BSA est compris entre 1.74% et 2.40% de la capitalisation boursière.

En cas d'obtention de la confirmation du traitement fiscal, la société se réserve le droit de racheter les BSA non exercés à l'issue de la période d'exercice au prix de 0.01€. Ces BSA seraient automatiquement annulés, à l'exception des BSA qui seraient rachetés par Latécoère, dans la limite de 250 000 BSA, pour le compte des salariés français de Latécoère et des sociétés qui lui sont liées. Ceci constituerait un avantage particulier éventuel envers les salariés, en contrepartie de la garantie que ceux-ci apporteraient sur une partie de l'augmentation de capital.

Les modifications des termes et conditions des BSA proposées par la société sont donc équitables pour les porteurs de bons et les actionnaires de la société.



**Bertrand Jacquillat**  
Président Directeur Général



**Daniel Beaumont**  
Directeur Général Délégué