

NOTE EN REPONSE
A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR LA SOCIETE

SOGREPAR SA

PRESENTEE PAR



et



Banque présentatrice

Banque présentatrice
et banque garante



BANQUE JEAN-PHILIPPE HOTTINGUER & CIE

Banque conseil d'Ande Investissements SA



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 (l'"AMF") a apposé le visa n°11-446 en date du 4 octobre 2011 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Delachaux et engage la responsabilité de son signataire. 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 l'approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

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

La présente note en réponse est mise gratuitement à la disposition du public au siège de la société DELACHAUX :

Delachaux SA
119, avenue Louis Roche
92230 – Gennevilliers

est également disponible sur les sites Internet de Delachaux SA (www.delachaux.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org).

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

TABLE DES MATIERES

I.	PRESENTATION DE L'OFFRE	3
II.	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
III.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DELACHAUX SUR LE PROJET D'OFFRE D'ACHAT SIMPLIFIEE DE SOGREPAR ET SES CONSEQUENCES SUR LA SOCIETE, SES SALARIES ET SES ACTIONNAIRES	6
IV.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	9
V.	DISTRIBUTION EXCEPTIONNELLE DE RESERVES ET D'ACOMPTES	9
VI.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	11
VII.	CLAUSES DES ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE.....	12
	7.1 Accord d'investissement conclu entre Ande Investissements et Financière Danube le 20 mai 2011	12
	7.2 Protocole relatif à la cession de 65,96% du capital de la société Sodelho, 29,82% du capital de la société Sogrepar et 1,68% du capital de la société Delachaux en date du 16 juin 2011	12
	7.3 Pacte d'actionnaires conclu entre Ande Investissements et Financière Danube le 16 juin 2011	13
	7.4 Pacte entre détenteurs de valeurs mobilières émises par Sodelho	15
	7.5 Engagement d'apport.....	16
VIII.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE	16
	8.1 Structure du capital.....	16
	8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions.....	17
	8.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de Delachaux	17
	8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	17
	8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	17
	8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote	17
	8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	17
	8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	18
	8.9 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	21
	8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	22
IX.	COMMUNICATION DES INFORMATIONS	22
X.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE	22

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, Sogrepar SA, société anonyme au capital de 187.317 euros, dont le siège social est sis 119, avenue Louis Roche, 92230 Gennevilliers, France, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 318 906 997 ("**Sogrepar**" ou l'"**Initiateur**"), a déposé auprès de l'AMF le 8 septembre 2011, un projet d'offre public d'achat simplifié aux termes duquel il s'est engagé irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Delachaux SA, société anonyme au capital de 8.352.998,40 euros divisé en 13.051.560 actions de 0,64 euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est sis 119, avenue Louis Roche, 92230 Gennevilliers, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 562 036 574 ("**Delachaux**" ou la "**Société**"), d'acquérir la totalité des actions de la Société admises aux négociations sur le marché Eurolist (compartiment B) de NYSE Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000032195 au prix de :

- (i) quatre-vingt deux (82) euros par Action, avant le détachement du dividende relatif à la Distribution telle que définie et dont les modalités sont exposées à la section V intitulée *Distributions exceptionnelles de réserves et d'acomptes*, et
- (ii) de cinquante deux euros et quatre vingt cinq centimes (52,85) par action Delachaux après détachement du dividende relatif à ladite Distribution, sans seuil de renonciation.

(ci-après dénommée l'« **Offre** »).

L'Initiateur est contrôlé à 100% (moins 6 actions prêtées à des administrateurs et à Financière Danube) par Sodelho, société anonyme au capital de 2.471.808 euros, dont le siège social est sis 119, avenue Louis Roche, 92230 Gennevilliers, France, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 205 901 ("**Sodelho**"), elle-même détenue :

- à hauteur de 54,20% par Ande Investissements, société anonyme de droit luxembourgeois dont le siège social est sis 231, Val des Bons-Malades, L-2121 Luxembourg, immatriculée au Registre du Commerce de Luxembourg sous le numéro B 60281 ("**Ande Investissements**"), dont les intérêts sont ultimement détenus par Monsieur et Madame André Delachaux ;
- à hauteur de 45,47% par Financière Danube, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est sis 20, avenue Monterey, L-2163, Luxembourg, immatriculée sous le numéro B161349 ("**Financière Danube**") contrôlée indirectement, via la société Danube Investissement Sàrl, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois dont le siège social est sis 20, avenue Monterey, L-2163, Luxembourg et immatriculée sous le numéro B 162343, par des fonds gérés et conseillés par des filiales indirectes de CVC Capital Partners SICAV-FIS S.A.,
- à hauteur de 0,33% par Monsieur Jean-Pierre Colliaut.

L'Offre fait suite à la réorganisation de l'actionnariat de Sogrepar et Sodelho au terme de laquelle d'une part Ande Investissements est devenue l'actionnaire majoritaire en capital et en droits de vote de Sodelho et d'autre part Financière Danube est entrée au capital de Sodelho en faisant l'acquisition des participations détenues par les familles Pierre et Philippe Delachaux (opérations plus amplement décrites infra à la section II. *Contexte de l'Offre*).

Ande Investissements a donc franchi indirectement (au sens de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF) le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société.

Ce seuil a également été franchi par le concert formé par Ande Investissements, Financière Danube, Sodelho et Sogrepar. A l'issue des opérations décrites à la section II. suivante, Sogrepar détient 74,57% du capital et 83,36% des droits de vote de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions Delachaux non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de dépôt de la présente Offre, soit 3.319.097 actions.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucune autre valeur mobilière donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou au droit de droits de vote de la Société.

Deutsche Bank AG, Succursale de Paris et HSBC France sont les établissements présentateurs de l'Offre. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, HSBC France garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre, NYSE Euronext publiera un avis précisant le calendrier et les conditions de réalisation de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de 20 jours de négociation.

Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société sur le marché Euronext Paris

Conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où les Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de Delachaux ne représenteraient pas plus de 5% du capital social ou des droits de vote de Delachaux, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire des Actions qu'il ne détiendrait pas encore moyennant une indemnisation de leurs titulaires au prix de l'Offre (ajusté le cas échéant de dividendes éventuellement perçus).

L'Initiateur se réserve également la faculté, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95% du capital social ou des droits de vote de Delachaux, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions qui ne seront pas détenues directement ou indirectement par l'Initiateur.

Par ailleurs, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander auprès de NYSE Euronext Paris la radiation de la cote. NYSE Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si les résultats de l'Offre réduisent fortement la liquidité du titre, de telle sorte que cette radiation soit dans l'intérêt du marché, sous réserve du droit d'opposition de l'AMF.

II. CONTEXTE DE L'OFFRE

L'Offre fait suite à la réorganisation de l'actionnariat familial du Groupe Delachaux. Deux des trois branches de la famille (les branches Pierre et Philippe Delachaux) ont organisé un processus compétitif de cession de leurs participations dans les sociétés Sodelho, Sogrepar et Delachaux, qui a notamment mis en concurrence plusieurs des principaux fonds et sociétés d'investissement français et internationaux.

Dans ce contexte, la troisième branche familiale (la branche André Delachaux) a souhaité rester au capital du groupe Delachaux et devenir son actionnaire de référence, par l'intermédiaire de son véhicule d'investissement, Ande Investissements, et s'est rapprochée de la société Financière Danube, société contrôlée indirectement par les fonds CVC European Equity Partners V. Ande Investissements et Financière Danube ont signé le 20 mai 2011 un accord d'investissement arrêtant les principes gouvernant l'opération de reprise des participations des familles Pierre et Philippe Delachaux.

Le processus de vente organisée s'est conclu par l'annonce, le 23 mai 2011, de l'entrée en négociations exclusives de Financière Danube et des familles Pierre et Philippe Delachaux.

Le 16 juin 2011, Financière Danube et Ande Investissements ont signé un pacte d'actionnaires, auquel Sodelho, Sogrepar et la Société ont adhéré le 7 septembre 2011 (ci-après dénommé le « **Pacte** »). Financière Danube et les familles Pierre et Philippe Delachaux ont conclu, le même jour, un protocole d'accord relatif à l'acquisition par Financière Danube de l'intégralité des participations au capital de Sodelho, Sogrepar et Delachaux de ces deux branches de la famille Delachaux.

L'ensemble des opérations ayant eu lieu avant la réalisation de l'acquisition est plus amplement décrit dans la note d'information de l'Initiateur.

L'annonce de la réalisation de ces acquisitions a eu lieu le 7 septembre 2011, à l'issue desquelles, à la connaissance de l'Initiateur, Ande Investissements détenait de concert avec Financière Danube indirectement 63,67% du capital et 76,68% des droits de vote de la Société (ci-après dénommées les « **Opérations de Réorganisation** »).

Après la publication de l'avis de dépôt du projet d'offre publique en date du 9 septembre 2011 (AMF n°211C1672), l'Initiateur s'est porté acquéreur, au prix de 82 euros par action, de 1.402.943 actions de la Société sur le marché le 12 septembre 2011 (ci-après dénommée l'« **Acquisition sur le Marché** ») et a déclaré franchir à cette occasion le seuil des deux tiers du capital social de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'une publication sur le site internet de l'AMF en date du 16 septembre 2011 sous la référence 2011C1710.

Le 20 septembre 2011, Monsieur Jean-Pierre Colliaut a apporté 19.517 actions Delachaux à Sodelho, lesdites actions ayant ensuite été apportées par Sodelho à Sogrepar (Cf. *infra* section IV. *Intentions des membres du Conseil d'administration*). Cet apport a été réalisé à un prix par action Delachaux de 82,0 euros (après versement du dividende) (ci-après dénommés les « **Apports** »).

A l'issue de ces opérations et à la connaissance de la Société, Ande Investissements détenait indirectement de concert avec Financière Danube, 74,57% du capital et 83,36% des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, en dehors des Opérations de Réorganisation, d'Acquisition sur le Marché et d'Apports, décrites ci-dessus, au cours des douze mois précédant le fait générateur de l'Offre, l'Initiateur a acquis 5.000 actions Delachaux auprès de Madame Marie Delachaux, respectivement le 2 février 2011 (2.500 actions) et le 3 mars 2011 (2.500 actions) à un prix par action de 65,50 euros.

Le dépôt de l'Offre par Sogrepar fait donc suite à la réorganisation de l'actionnariat de Sogrepar et Sodelho au terme de laquelle, Ande Investissements est devenu l'actionnaire majoritaire en droits de vote et en capital de Sodelho (qui détient elle-même 100% du capital de Sogrepar moins 6 actions prêtées à des administrateurs et à Financière Danube) et Financière Danube est entrée au capital de Sodelho en faisant l'acquisition des participations détenues par les familles Pierre et Philippe Delachaux.

Ande Investissements, ainsi que le concert formé par Ande Investissements, Financière Danube, Sodelho et Sogrepar ont donc franchi indirectement (au sens de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF) le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société.

III. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DELACHAUX SUR LE PROJET D'OFFRE D'ACHAT SIMPLIFIEE DE SOGREPAR ET SES CONSEQUENCES SUR LA SOCIETE, SES SALARIES ET SES ACTIONNAIRES

Le Conseil d'administration de Delachaux s'est réuni le 9 septembre 2011 notamment en vue d'émettre son avis motivé sur le projet d'offre d'achat simplifiée de l'Initiateur et ses conséquences sur la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Lors dudit Conseil d'administration, tous les administrateurs étaient présents et ont pris part au vote.

La séance était présidée par Monsieur Jean-Pierre Colliaut en sa qualité de Président-directeur général de la Société.

A cette occasion, en vue de procéder à l'examen du projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») déposée par la société Sogrepar SA (« **Sogrepar** ») portant sur la totalité des actions Delachaux au prix de :

- 82,00 euros par action Delachaux avant détachement du dividende relatif à la distribution exceptionnelle (la « **Distribution** »¹), soumise (i) à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires de la Société concernant une distribution exceptionnelle de réserves pour un montant total d'environ 172 millions d'euros, soit un montant de 13,16 euros par action Delachaux et (ii) à une décision du conseil d'administration de Delachaux concernant le versement d'un acompte sur dividendes d'un montant total d'environ 209 millions d'euros, soit un montant de 15,99 euros par action Delachaux,
- 52,85 euros par action Delachaux après détachement du dividende relatif à la Distribution, fixé au calendrier de l'Offre,

le Président a mis à la disposition des membres du Conseil les documents suivants :

- a) le pacte d'actionnaires conclu entre les sociétés Ande Investissements SA et Financière Danube S.à.r.l. le 16 juin, auquel la Société a adhéré le 7 septembre 2011,
- b) le projet de note d'information déposé par Sogrepar,
- c) le projet de note en réponse à l'Offre préparé par la Société et,

¹ Les modalités de la Distribution sont définies en section V de la note en réponse.

- d) le rapport de l'expert indépendant, établi par le cabinet Accuracy, représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, en application de l'article 261-1 I et 261-1 II et du règlement général de l'AMF.

Les membres du Conseil ont consulté l'ensemble de ces documents puis ont établi l'avis du Conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur la Société, ses salariés et ses actionnaires conformément à l'extrait du procès-verbal reproduit ci-après :

« Avis motivé du Conseil sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences sur la Société, ses salariés et ses actionnaires »

Le Président précise que l'Offre n'est soumise à aucune condition et qu'elle fait suite à la réorganisation de l'actionnariat de la Société, de Sogrepar et Sodelho SA, résultant de la cession par les familles Pierre et Philippe Delachaux à la société Financière Danube S.à.r.l. de l'intégralité de leurs participations au capital de ces sociétés, au terme de laquelle, Ande Investissements SA a franchi indirectement (au sens de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF) le seuil de 30% du capital et des droits de vote de Delachaux SA.

Le Président rappelle qu'à la suite de l'annonce faite par Sogrepar de son intention de lancer l'Offre, le Conseil s'est réuni le 22 juin 2011 et a pris note des termes et conditions de l'Offre puis a désigné, à l'unanimité (à l'exception de Monsieur Stéphane Delachaux qui n'a pas pris part au vote), le cabinet Accuracy représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

Les administrateurs sont ensuite invités à examiner plus en détail le rapport de l'expert indépendant, établi par le cabinet Accuracy, Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, qui a conclu au caractère équitable du prix offert.

Monsieur Bruno Husson, invité à la séance du Conseil, expose en synthèse le contenu de son rapport et des ses conclusions et apporte les explications sollicitées par ses membres.

Après examen des documents et avoir entendu l'expert indépendant en ses explications et observation le Conseil constate que :

- Sogrepar a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de (i) maintenir le développement de ses produits ainsi que sa présence sur ses différents marchés, (ii) lui permettre de développer pleinement son potentiel et de l'accompagner dans la mise en œuvre efficace et cohérente de ses orientations stratégiques ;*
- Sogrepar n'a pas l'intention de modifier de manière significative le périmètre des activités de la Société dans les douze mois à venir ;*
- Sogrepar et ses actionnaires entendent soutenir le développement stratégique de la Société, grâce notamment à l'expérience actionnariale et l'implication de la famille André Delachaux et à l'expertise des fonds gérés par CVC European Partners V (« CVC »), actionnaire de Financière Danube S.à.r.l. ;*
- l'acquisition du contrôle de la Société par Ande Investissements SA (à travers Sogrepar), agissant de concert avec Financière Danube S.à.r.l., s'inscrivant dans la perspective de (i) la poursuite de l'activité, (ii) du développement de la Société et (iii) la continuité de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines de la Société, ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;*

- le prix de l'Offre se situe en haut de la fourchette résultant de l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans le rapport de l'expert indépendant ;
- le prix offert fait ressortir une prime par rapport aux différentes méthodes de valorisation ;
- l'attestation de l'expert indépendant conclut à un prix offert « parfaitement équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par Financière Danube, initiateur indirect de l'offre, pour entrer au capital de la Société à l'occasion de la réorganisation de son actionnariat (soit 83,0 €, coupon 2010 attaché) »;
- Dans l'hypothèse d'un éventuel retrait obligatoire, l'expert indépendant conclut également que : « le prix d'indemnisation de 82,0 € qui serait versé aux actionnaires minoritaires résiduels de la Société serait également équitable d'un point de vue financier, car ce prix est supérieur à la valeur estimée des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les nouveaux actionnaires contrôlants de la Société et conduite par le management en place », et
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société aux mêmes prix et conditions que ceux auxquels les familles Pierre et Philippe Delachaux ont cédé leurs participations dans le capital des sociétés du groupe Delachaux et, partant, le prix de cette cession, qui extériorise une prime de contrôle, pourra bénéficier à l'intégralité des actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil souligne également que Sogrepar envisage de demander à l'AMF la mise en œuvre du retrait obligatoire des actions de la Société dans les trois mois de la clôture de l'Offre dans l'hypothèse où les actions détenues par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Le Conseil, connaissance prise des termes de l'Offre, des intentions de Sogrepar, des éléments de valorisation indiqués dans le projet de note d'information de Sogrepar et du rapport de l'expert indépendant, après en avoir délibéré :

- (i) considère qu'au regard du projet présenté par Sogrepar et des conditions financières qui sont offertes par Sogrepar, cette opération permet de rationaliser la structure actionnariale de contrôle de Delachaux, en conservant un contrôle familial historique auquel sont alliés tant l'expertise que le savoir-faire des fonds d'investissements gérés par CVC, et que dès lors l'Offre est dans l'intérêt de la Société et de ses salariés et présente, par ailleurs, un intérêt pour les actionnaires de liquidité immédiate ;
- (ii) décide en conséquence d'approuver, à l'unanimité de ses membres, le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information de Sogrepar et de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre. »

IV. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'administration de la Société, en ce compris les membres du Conseil d'administration nommés par cooptation le 7 septembre 2011 doivent, conformément aux dispositions des articles L.225-25 alinéa 2 du Code de commerce, être propriétaire du nombre minimum d'actions imposé les statuts de la Société en vigueur (soit cinq (5) actions à ce jour), et en conserver la propriété pendant toute la durée de leur mandat.

Les membres du conseil d'administration de la Société ont, en conséquence, indiqué leur intention de conserver lesdites actions, en application des dispositions susvisées.

Sous cette réserve, Monsieur Jean-Pierre Colliaut, conformément à son engagement vis-à-vis de Financière Danube et d'Ande Investissements en date du 7 Septembre 2011, apportera à l'Offre 109.778 actions Delachaux représentant 0,84% du capital de la Société qu'il détient à l'ouverture de l'Offre.

Préalablement, et conformément aux traités d'apport signés en date du 9 septembre 2011 :

- Monsieur Jean-Pierre Colliaut a procédé à un apport de 19.517 actions Delachaux additionnelles à Sodelho, rémunéré par l'émission d'actions Sodelho ; puis
- Sodelho a apporté 19.517 actions Delachaux reçues au titre de l'apport ci-dessus, à Sogrepar, devant être rémunéré par l'émission d'actions Sogrepar ;

ces apports ont été réalisés avant l'ouverture de l'Offre, en date du 20 septembre 2011, par transparence sur la base d'un prix de 82,0 euros par action Delachaux.

V. DISTRIBUTION EXCEPTIONNELLE DE RESERVES ET D'ACOMPTE

S'agissant de distributions en relation avec l'Offre :

- a) il est prévu que le Conseil d'administration de Delachaux soit convoqué pour le 24 octobre 2011 afin de décider le versement d'un acompte sur dividendes d'un montant total d'environ 209 millions d'euros, soit un montant de 15,99 euros par action, au vu du bilan intermédiaire au 30 juin arrêté le 16 septembre 2011, faisant ressortir un bénéfice distribuable dont le montant sera certifié par les commissaires aux comptes de la Société, compte tenu notamment, des décisions prises (i) par l'assemblée générale de la société Railtech International, le 23 mai 2011 et le 27 juin 2011, de procéder à des distributions exceptionnelles de réserves d'un montant total de 94.379.359 euros, (ii) par l'assemblée générale de la société HRT, le 23 mai 2011 et le 29 juin 2011, de procéder à des distributions exceptionnelles de réserves d'un montant total de 110.780.227 euros et (iii) par le président de la société HRT, le 29 juin 2011, de procéder à une distribution d'un acompte sur dividendes de 94.247.971,09 euros.
- b) Une assemblée générale des actionnaires de Delachaux a été convoquée pour ce tenir le 24 octobre 2011 afin d'approuver une distribution exceptionnelle de réserves, pour un montant total d'environ 172 millions d'euros, soit un montant de 13,16 euros par action Delachaux (la distribution de l'acompte sur dividendes et la distribution exceptionnelle de réserves étant ensemble ci-après dénommés la "**Distribution**").

Le détachement du dividende relatif à la Distribution est prévu pour le 26 octobre 2011 et la mise en paiement est prévue pour le 31 octobre 2011.

Cette Distribution devant mobiliser la capacité d'endettement de Delachaux SA, il est rappelé à cet égard que la Société a mandaté un évaluateur indépendant, le cabinet Ledouble, représenté par Monsieur Dominique Ledouble et Madame Agnès Piniot, ayant pour mission de se prononcer (i) sur le caractère raisonnable de la structure financière de la Distribution (du fait qu'elle soit notamment financée par endettement), (ii) sur les conséquences de la Distribution sur le niveau des capitaux propres des sociétés du groupe Delachaux, et (iii) sur l'adéquation entre la structure d'endettement après la Distribution et les perspectives de développement envisagées par la Société et reflétées dans son plan d'affaires.

Le cabinet Ledouble a remis le 2 septembre 2011 son rapport à la Société dont les conclusions sont reproduites ci-après :

« En réponse à la première demande du Conseil d'administration, nous estimons que la distribution envisagée, financée par endettement, présente, sur la base du plan d'affaires de la direction de Delachaux, un niveau élevé mais acceptable dans la mesure où elle procure une meilleure rentabilité des capitaux investis pour la structure financière et que le plan prévisionnel de la direction de Delachaux permet au niveau du groupe d'envisager un désendettement progressif. Cette analyse est menée sans prise en considération de croissance externe.

Dans les conditions actuelles de taux d'intérêts, de même que dans la perspective de taux significativement plus élevés², les perspectives du groupe à moyen terme, définies par la direction de Delachaux, permettent de constater que :

- *l'emprunt amortissable de 70 M€ ne devrait pas créer de problème de trésorerie et les échéances fixées devraient pouvoir être honorées en intégrant annuellement la distribution de dividendes prévue dans le plan ;*
- *l'emprunt à remboursement in fine de 340 M€ pourrait également être remboursé en totalité en 2018 ;*
- *les covenants définis par le Senior Facilities Agreement seraient respectés sur la durée des deux emprunts.*

En réponse à la demande relative aux comptes sociaux des trois entités concernées par la distribution de dividendes exceptionnelle, nous estimons que l'endettement en résultant sera :

- *raisonnable au niveau de Railtech International ;*
- *plus important pour HRT et Delachaux SA.*

La capacité de ces deux dernières entités à assumer les charges d'intérêts et le remboursement des échéances est liée (i) à une révision de la politique de distribution des dividendes entre les entités du groupe Delachaux et (ii) à la possibilité de mettre en place une gestion centralisée de trésorerie comme détaillé ci-avant § 4.3.4.

Nous rappelons que ces réponses s'entendent sous réserve des contraintes qui pourraient être contenues dans le contrat de prêt définitif, nos travaux ayant été réalisés sur la base d'un projet de document.

²

Jusqu'au maximum historique observé sur les douze dernières années.

En tout état de cause, notre appréciation ne prend pas en compte les conséquences potentielles sur le groupe Delachaux d'une éventuelle crise financière majeure qui pénaliserait une grande partie des acteurs économiques. »

VI. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le 22 juin 2011, le conseil d'administration de Delachaux a désigné le cabinet Accuracy, représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et de l'éventuel retrait obligatoire.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Accuracy, a rendu le rapport figurant ci-après, qui est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, et dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Le rapport en date du 26 septembre 2011 du cabinet Accuracy agissant en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, ainsi que l'addendum du 27 septembre 2011 figurent en intégralité en pages suivantes.

Expertise Indépendante

dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire
initée par Sogrepar sur les actions Delachaux

Septembre 2011

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire initiée par Sogrepar SA sur les actions de Delachaux SA

Sogrepar SA (ci-après *Sogrepar*, « l'Initiateur »), va lancer prochainement une offre publique d'achat (« l'Offre ») sur les actions de *Delachaux SA* (« la Société », « le Groupe »), société cotée au compartiment B de la bourse de *Paris Euronext*, au prix unitaire de 82,0 € (« le Prix d'Offre »). Cette offre fait suite à la réorganisation de l'actionnariat de *Sogrepar* et de son actionnaire unique, le holding *Sodelho*, au terme de laquelle (i) *Ande Investissements*, holding patrimonial de la branche familiale André Delachaux est devenu l'actionnaire majoritaire en capital et en droits de vote de *Sodelho* et (ii) *Financière Danube*, société détenue par des fonds d'investissements gérés par *CVC Capital Partners*, est entrée au capital de *Sodelho* en acquérant les participations détenues directement et indirectement dans *Delachaux* par les branches familiales Pierre et Philippe Delachaux.

A l'occasion de ces opérations, *Ande Investissements* d'une part et le concert formé par *Ande Investissements*, *Financière Danube*, *Sodelho* et *Sogrepar* d'autre part ont franchi le seuil de 30% du capital et des droits de vote de *Sogrepar*. Sur cette base, conformément à la réglementation boursière (article 234-2 du Règlement Général de l'AMF), la présente offre est une offre obligatoire visant la totalité des titres non détenus par *Sogrepar* qui, à la veille de l'Offre, détient 63,6% du capital et 76,5% des droits de vote de la Société.

Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société (« les Actionnaires Minoritaires »). Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de trois des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.

- (i) « La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°).
- (ii) « Les dirigeants de la société visée (...) ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » (alinéa I - 2°). Tel est effectivement le cas en raison des accords d'intéressement (« *management package* ») conclus entre *Ande Investissements* et *Financière Danube* d'une part et le management représenté par Jean-Pierre Colliaut, Président Directeur Général de la Société à la veille de l'Offre, d'autre part.
- (iii) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II). En effet, dans la mesure où l'Initiateur a fait part de son intention de mettre en œuvre, à l'issue de l'Offre et si les résultats le permettent, une procédure de retrait obligatoire, il est également demandé à *Accuracy* de se prononcer sur le caractère équitable du Prix d'Offre comme prix d'indemnisation pour les Actionnaires Minoritaires de la Société dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Ce rapport est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des douze derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. Après une présentation succincte de la Société et une analyse de la vie boursière du titre *Delachaux* sur la période récente, la seconde partie porte sur le contexte de l'Opération et en examine les conséquences éventuelles sur les contours de la mission d'*Accuracy*. La troisième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Société dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La quatrième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré par *Deutsche Bank* et *HSBC*, banques présentatrices de l'Offre (« les Banques »). La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'Offre pour les Actionnaires Minoritaires, dans le contexte de la présente offre et dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

Une première version du présent rapport datée du 2 septembre 2011 a été présentée au conseil d'administration de la Société le 8 septembre 2011 et insérée dans le projet de note en réponse déposée à l'AMF le 12 septembre 2011. La présente version en date du 26 septembre 2011 réitère en tous points les conclusions formulées dans le rapport initial, après avoir confirmé l'absence d'impact sur ces conclusions de l'augmentation du levier financier qui va résulter de la distribution exceptionnelle de dividendes pendant le cours de l'Offre (cf. *infra*, section 2.3.3).

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise, codétenue par ses Associés et le groupe *Aon*, numéro un mondial du courtage d'assurances et de réassurances. Implantée à Paris, Madrid, Amsterdam, Milan, Rome, Francfort, Munich, Bruxelles, Londres, Montreal et Québec, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyse de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 200 consultants (dont environ 100 à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des dix-huit derniers mois, *Accuracy* a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis mars 2010

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Conseil
avr.-11	Rhodia	<i>Solvay</i>	OP	BNP Paribas et Crédit Suisse
févr.-11	DLP Participations	<i>Foncière PH Green</i>	OPO	Oddo & Cie
mai-10	NRS	<i>France Telecom</i>	OPR-RO	Lazard Frères
avr.-10	Etam Développement	<i>société</i>	OPRA	Rothschild & Cie

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, exigé par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson et Henri Philippe (associés), avec le concours de Christophe Schmit (associé) qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également

Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

- Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de près de 15 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également chargé de cours à HEC et à l'Université de Paris-Dauphine.
- Christophe Schmit, dispose d'une expérience professionnelle de près de 20 ans dans le domaine de l'expertise financière et intervient régulièrement dans des procédures d'arbitrage. Christophe Schmit est diplômé d'HEC et du DESCF.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre deux consultants (HEC) disposant d'une expérience moyenne d'environ quatre ans dans le domaine du conseil financier.

1.3. Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 180 000 € hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaborée par l'Initiateur et ses conseils ;
- analyse du contexte de l'Opération, notamment de la vie boursière de l'action sur la période récente et de la liquidité du marché du titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- entretien avec des représentants de *Edmond de Rothschild Corporate Finance*, banque conseil des branches familiales Pierre et Philippe Delachaux ;
- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de références ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur la période 2011-2015 ;

-
- entretien avec les dirigeants opérationnels de la Société (présentation du portefeuille d'activités de la Société et, pour chaque segment, présentation de son historique, de son potentiel de développement, de son positionnement concurrentiel actuel et futur, etc.) ;
 - entretiens avec des représentants des deux banques conseil de *CVC Capital Partners*, *Deutsche Bank* et *HSBC* ;
 - examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse et les prix cibles (*target price*) des analystes financiers ;
 - évaluation des actions de la Société à partir d'une évaluation distincte des trois pôles d'activité de la Société, selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ;
 - dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ;
 - dans le cadre de la méthode DCF, estimation des différents paramètres avec une attention particulière portée aux modalités de calcul de la valeur terminale des trois pôles d'activité et à la détermination des taux d'actualisation applicables ;
 - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, pour chacun des pôles d'activités évalués, identification du sens et de l'importance des biais induits par les différences existant entre le pôle d'activité considéré et les sociétés « comparables » retenues et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes ;
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles des différents pôles d'activités la Société ;
 - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par les Banques dans le cadre de l'Opération ;
 - rédaction du présent rapport d'expertise et présentation de ses conclusions au conseil d'administration de la Société lors de sa séance du 9 septembre 2011.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été contactée par les conseils de la Société fin mai 2011 et formellement mandatée par la Société le 4 juillet 2011. Notre mission s'est déroulée du 4 juillet 2011 au 2 septembre 2011, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec des représentants des deux banques-conseil de la Société et de *CVC Capital Partners*. Nous avons également eu une réunion de travail avec l'équipe dirigeante de la Société qui nous a notamment donné sa vision de la position concurrentielle actuelle et future de la Société sur ses différents marchés. Par ailleurs, nous avons rencontré des représentants de la banque conseil des deux branches familiales qui ont cédé leur participation à *Financière Danube* dans le cadre de la réorganisation du capital de la Société qui a provoqué le lancement de l'Offre. Enfin, nous avons rencontré

Stéphane Delachaux en sa qualité de représentant de la branche familiale André Delachaux, nouvel actionnaire majoritaire de la Société.

1.5.3. Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission

- Stéphane Delachaux, Administrateur, *Delachaux*
- Damien Faucher, Directeur Associé, *Banque Jean-Philippe Hottinguer & Cie*
- Domnin de Kerdaniel, Senior Managing Director, *CVC Capital Partners*
- Victor Blanchard, Investment Director, *CVC Capital Partners*
- Jean-Pierre Colliaut, Directeur Général, *Delachaux*
- Didier Bourdon, responsable opérationnel de la branche Ferroviaire, *Delachaux*
- Yves Persinette-Gautrez, responsable opérationnel de la branche Conductique, *Delachaux*
- Yves Zordan, responsable opérationnel de la Branche Produits spéciaux, *Delachaux*
- Olivier Joannet, directeur financier groupe, *Delachaux*
- Christian Ménard, Directeur Associé, *Edmond de Rothschild Corporate Finance*
- Emmanuelle Dittmer, Directeur, *Edmond de Rothschild Corporate Finance*

1.5.4. Informations utilisées

Outre les informations publiques disponibles, nos travaux se sont appuyés sur les informations confidentielles communiquées par la Société et ses conseils.

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- *Information Memorandum* élaboré par *Edmond de Rothschild Corporate Finance* en vue de la cession de la participation détenue (directement ou indirectement) dans *Delachaux* par les branches familiales Pierre et Philippe Delachaux ;
- protocole en date du 16 juin 2011 relatif à l'acquisition par *Financière Danube SARL* de la participation détenue (directement ou indirectement) dans *Delachaux* par les branches familiales Pierre et Philippe Delachaux ;
- pacte d'actionnaires relatif aux sociétés *Sodelho*, *Sogrepar* et *Delachaux*, conclu en date du 16 juin 2011 par *Ande Investissements* et *Financière Danube* ;
- protocole d'investissement (*Investment agreement*) conclu en date du 20 mai 2011 entre *Ande Investissement* et *Financière Danube* ;
- contrat de cession d'actions de la société *Sogrepar* détenues par *Ande Investissements* au profit de *Sodelho* en date du 16 juin 2011 ;
- rapport des commissaires aux apports pour l'apport, par *Ande Investissements*, d'actions des sociétés *Sogrepar* et *Delachaux* à la société *Sodelho*, ainsi que la convention d'apport relatif à cette opération conclu entre *Ande Investissements* et *Sodelho* en date du 4 août 2011 ;
- rapport des commissaires aux apports pour l'apport, par *Sodelho*, d'actions de la société *Delachaux* à la société *Sogrepar*, ainsi que la convention d'apport relatif à cette opération conclu entre *Sodelho* et *Sogrepar* en date du 4 août 2011 ;
- rapport des commissaires aux apports pour l'apport, par Jean-Pierre Colliaut, d'actions de la société *Delachaux* à la société *Sodelho*, ainsi que le traité d'apport en nature relatif à cette opération conclu entre Jean-Pierre Colliaut et *Sodelho* en date du 9 septembre 2011 ;

-
- rapport des commissaires aux apports pour l'apport, par *Sodelho*, d'actions de la société *Delachaux* à la société *Sogrepar*, ainsi que le traité d'apport en nature relatif à cette opération conclu entre *Sodelho* et *Sogrepar* en date du 9 septembre 2011 ;
 - pacte d'actionnaires entre détenteurs de valeur mobilières émises par *Sodelho*, conclu en date du 9 septembre 2011 par *Ande Investissements* et *Financière Danube* et Jean-Pierre Colliaut ;
 - lettres d'engagement de Jean-Pierre Colliaut à l'attention de *Ande Investissements* et *Financière Danube* en date du 16 juin 2011 et du 7 septembre 2011 ;
 - états financiers des holdings *Sogrepar* et *Sodelho* au 31 décembre 2010 ;
 - rapports annuels de la Société (exercices 2010 et antérieurs), ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
 - états financiers de la Société au 30 juin 2011 ;
 - projet de note d'information et rapport d'évaluation élaborés par les Banques ;
 - plan d'affaires 2011-2015 élaboré par le management de la Société en concertation avec *Ande Investissements* et *CVC Capital Partners* ;
 - études et notes publiées par des analystes financiers sur la Société au cours de la période récente ;
 - informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, *Reuters*, *Mergermarket* et *Zephyr* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées).

Par ailleurs, après le terme de notre mission, nous avons pris connaissance du rapport établi par le cabinet *Ledouble*, à la demande du conseil d'administration de la Société, en vue d'apprécier les conséquences de la distribution exceptionnelle de dividendes prévue pendant le cours de l'Offre et tout particulièrement le caractère raisonnable de la structure financière résultant de cette distribution intégralement financée par endettement.

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par le management de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de chaque segment d'activité, des explications orales données par le management sur leurs perspectives de développement et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Opération

2.1. Caractéristiques du portefeuille d'activités de la Société à la veille de l'Offre

2.1.1. Un portefeuille d'activités diversifié qui a changé de taille à l'occasion de deux acquisitions majeures en 2003 et 2007

La Société, plus que centenaire, a été créée en 1902. Spécialisée à l'origine dans la fourniture de matériel de lignes aériennes d'alimentation électrique pour les tramways, elle développe ensuite le procédé de soudure aluminothermique et se lance dans la fabrication de métaux purs et de ferro-alliages. *Delachaux* est ainsi présent de longue date dans les trois domaines d'activités qui définissent depuis 1963 les trois branches autour desquelles l'organisation opérationnelle du Groupe est structurée. Les produits et services délivrés par ces trois branches d'activité sont présentés comme suit dans les rapports annuels de la Société.

La branche Ferroviaire a pour vocation la fourniture de systèmes et composants dédiés à la voie :

- techniques de soudure de rail par procédé électrique ou aluminothermique, systèmes d'attaches élastiques destinés à résoudre les difficultés de pose de voie (ballastées ou non) et en service sur les lignes grande vitesse, voies métro ou tramway, corridor de fret et voies minières ;
- matériels d'entretien de la voie liés aux travaux de pose et de soudure ;
- systèmes d'alimentation électrique destinés aux transports urbains (3^{ème} rail, caténaire rigide, ...).

La branche Conductique recouvre la conception et la fabrication d'équipements associant le transfert d'énergie et la transmission de données :

- enrouleurs à moteur assurant l'alimentation électrique de portiques à containers, de tunneliers, d'engins de mines, d'engins de port et tous autres engins de manutention dans les industries nucléaires et pétrolière ;
- enrouleurs à ressorts de tuyaux ou câbles électriques destinés à des engins mobiles (nacelles élévatrices, grues) et à des équipements de production en usine ;
- systèmes d'alimentation électrique tels que collecteurs de puissance et barres conductrices pour grues, portiques, palans ou ponts roulants ;
- systèmes de transfert d'énergie associant le transfert d'énergie sans contact et l'alimentation de plateformes mobiles de production ;
- équipements de recyclage de métaux dans le secteur de l'environnement, alliant les technologies du magnétisme à celle de la détection électronique, courant de Foucault ou tri optique ;
- équipements de levage par la technologie des électroaimants dans le secteur de la sidérurgie.

La branche Produits spéciaux recouvre deux segments d'activités :

- la division Métaux (près de 90% du chiffre d'affaires de la branche) recouvre la production de chrome métal destiné à l'élaboration sous vide de superalliages base nickel ou cobalt utilisés notamment dans les industries aéronautique, de l'énergie et de l'électronique.
- La division Aciers spéciaux fournit des pièces en acier destinées à des outillages de fonderie utilisés notamment dans l'industrie automobile.

Ces trois branches d'activité fonctionnent de manière autonome ; il n'existe pas de synergie entre elles, à l'exception des travaux de R&D réalisés en matière de soudure aluminothermique pour le compte des branches Ferroviaire et Produits spéciaux.

En 2003, le chiffre d'affaires du Groupe, soit 235 M€ à périmètre constant, se répartissait à peu près équitablement entre les trois branches d'activité : 101 M€ pour le Ferroviaire (43%), 71 M€ pour la Conductique (30%) et 63 M€ pour les Produits spéciaux (27%). Depuis lors, la situation a bien changé sous l'effet de deux opérations de croissance externe majeures. La première est l'acquisition en novembre 2003 du groupe britannique *Pandrol*, leader mondial dans le domaine des fixations de rails, et a eu pour effet de multiplier le chiffre d'affaires de la branche Ferroviaire par 2,5. La seconde est l'acquisition en janvier 2007 du groupe allemand *Wampfler*, leader mondial des équipements destinés à l'alimentation électrique des engins de manutention industrielle, et s'est traduite par un doublement du chiffre d'affaires de la branche Conductique (95 M€ en 2006).

Au total, grâce à l'intégration réussie de ces deux acquisitions et notamment aux synergies mises en œuvre avec les activités préexistantes, le chiffre d'affaires du Groupe a triplé depuis fin 2003 pour atteindre 719 M€, en 2010. Ces ventes se répartissent désormais très inégalement entre le Ferroviaire (60% à 429 M€), la Conductique (28% à 199 M€) et les Produits spéciaux (12% à 93 M€).

2.1.2. Une importante création de valeur depuis 2003 grâce à des positionnements de niche et une rentabilité élevée

A fin 2003, la capitalisation boursière de la Société avoisinait 158 M€. Sur la période de sept ans comprise entre fin 2003 et fin 2010, les dividendes annuellement versés par la Société à ses actionnaires ont totalisé environ 46 M€. Au cours de la même période, la Société a procédé à la seule augmentation de capital jamais réalisée depuis l'introduction en bourse en 1985, soit un montant de 95 M€ levé en février 2007 en vue du refinancement de l'acquisition du groupe *Wampfler*. A fin 2010, le cours du titre *Delachaux* s'élevait à 60,0 €, ce qui donnait, sur la base des 13 051 560 actions en circulation, une capitalisation boursière d'environ 783 M€. Au total, la valeur créée par la Société sur la période 2003-2010 se monte ainsi à 576 M€ (soit la différence entre les capitalisations boursières de 783 M€ et 158 M€, augmentée des dividendes annuels de 46 M€ et diminuée de l'augmentation de capital de 95 M€).

Une telle création de valeur traduit le succès de la stratégie de développement de la Société. Cette stratégie, bien illustrée par les deux opérations de croissance externe mentionnées plus haut, vise à obtenir des positions de leader mondial sur des niches de marché de taille modeste mais à caractère mondial. Elle explique également la dimension internationale qui a toujours caractérisé le Groupe (environ 90% des ventes réalisées hors de France en 2010 contre déjà près de 80% en 2003).

Conséquence de cette stratégie et de la qualité d'exécution par un management expérimenté, la rentabilité dégagée sur les capitaux employés (ou ROCE pour *Return On Capital Employed*) est élevée. Ainsi, même en intégrant le prix payé pour la croissance externe (les goodwill d'acquisition totalisent 345 M€ à fin 2010, soit environ 80% de l'actif immobilisé et 66% des capitaux propres consolidés), le ROCE s'élève à 14,0% après impôts en 2010 (21,6% avant impôts). Abstraction faite des goodwill, le ROCE atteint 37% après impôts. Ce chiffre n'est pas sans intérêt, car il donne une idée de la rentabilité marginale du portefeuille d'activités, c'est-à-dire de la rentabilité de la croissance endogène. Comparé au coût du capital (soit environ 9% comme indiqué plus loin), ce ROCE de 37% fait apparaître une rente économique de 28%, ce qui met en évidence l'important potentiel de création de valeur associé à la croissance endogène.

2.1.3. Des niveaux de risque et des perspectives de croissance différenciés selon les branches d'activité

Le risque systématique (ou non diversifiable) d'une activité que les évaluateurs ont l'habitude d'appréhender à travers le coefficient bêta dépend principalement de deux paramètres : (i) la sensibilité du volume d'affaires généré par cette activité à la conjoncture économique générale, et (ii) le degré de levier opérationnel de ladite activité (qui mesure la sensibilité du résultat opérationnel aux variations du volume d'affaires).

S'agissant du degré de levier opérationnel, les trois branches d'activité du Groupe ont en commun d'être peu capitalistiques. De ce fait, le levier opérationnel reste modéré, même si le poids relatif des charges de structure s'avère plus élevé dans la branche Conductique que dans la branche Ferroviaire et, plus encore, que dans la branche Produits spéciaux. En revanche, la sensibilité du volume d'affaires à la conjoncture économique diffère notablement selon les branches. En raison du poids relatif important des travaux d'entretien et de maintenance (environ deux tiers du chiffre d'affaires), le volume d'activité de la branche Ferroviaire est sans aucun doute moins sensible à l'évolution de la conjoncture que la moyenne du marché. De par la nature de ses produits, le niveau d'activité de la branche Conductique dépend des dépenses d'investissement des entreprises, si bien que la sensibilité de son activité à la conjoncture est sans doute supérieure à la moyenne du marché. Enfin, les principaux clients de la division Métaux (qui constitue l'essentiel de la branche Produits spéciaux) opèrent dans des secteurs particulièrement cycliques (aéronautique notamment), si bien que la sensibilité de l'activité à la conjoncture devrait être nettement supérieure à la moyenne du marché.

Au total, la combinaison des deux paramètres examinés ci-dessus aboutit à la classification suivante des branches d'activité du Groupe (par ordre de niveau de risque systématique croissant) : Ferroviaire, Conductique et Produits spéciaux. Comme on le verra plus loin (cf. *infra*, section 3.3.3), cette hiérarchie est confirmée par les estimations de coefficient bêta obtenues pour chacune des branches d'activité à partir de trois échantillons distincts de sociétés comparables.

Les trois branches d'activité du Groupe ne diffèrent pas seulement par leur niveau de risque. Elles présentent également des perspectives de croissance différenciées. Au vu du plan d'affaires établi par le management sur la période 2011-2015, c'est la branche Ferroviaire qui semble bénéficier des perspectives les plus favorables, suivie de la branche Conductique et ensuite de la branche Produits spéciaux. Compte tenu du

niveau élevé du ROCE souligné plus haut, ces différentiels de croissance ont un impact significatif sur la valeur additionnelle susceptible d'être créée dans chacune des branches par le développement de l'activité.

2.1.4. Implications sur les travaux d'évaluation

Comme on vient de le souligner, les branches d'activité du Groupe extériorisent des écarts significatifs sur deux paramètres qui conditionnent au premier chef leur valeur de marché (croissance et risque) et dégagent par ailleurs des rentabilités élevées sur les capitaux engagés. Dans ce contexte, nous estimons que la fourchette d'estimations obtenue pour le portefeuille d'activités du Groupe sera plus fiable si elle résulte de l'évaluation distincte de chacune des branches à partir de leurs perspectives propres que si elle repose sur une évaluation globale à partir d'un jeu unique de données prévisionnelles agrégées. En particulier, dès lors que le niveau de rente économique varie d'une branche à l'autre, l'impact de la croissance endogène sur la valeur du Groupe apparaît difficile à appréhender à partir de données agrégées. Les travaux d'évaluation réalisés sur le Groupe ont donc été conduits au niveau des trois branches d'activité qui le composent, et ceci pour les trois méthodes d'évaluation mises en œuvre (i.e. méthode DCF, méthodes des comparables boursiers et méthode des transactions comparables).

Cependant, en raison du nombre limité d'acteurs sur les segments de marché exploités par le Groupe dans chacun des trois pôles d'activité, le management entend maintenir la confidentialité des données sectorielles tant historiques que prévisionnelles. Ainsi, l'information sectorielle métier communiquée dans les rapports annuels de la Société s'est toujours limitée au chiffre d'affaires. Dans la section à suivre relative à l'évaluation de la Société, nous nous conformerons à ce souci de confidentialité de la Société, si bien que nous ne communiquerons aucune des estimations individuelles de branche données par les différentes méthodes mises en œuvre, les seuls résultats présentés étant les estimations obtenues pour l'ensemble du portefeuille d'activités par sommation des estimations individuelles.

2.2. Caractéristiques du titre Delachaux

2.2.1. Evolution historique du cours jusqu'aux premières rumeurs relatives à une possible réorganisation du capital

Sur la période allant de début 2003 à mi-2007, le cours de bourse de *Delachaux* a enregistré une progression remarquable, passant de 10,3 € à 71,1 € en l'espace de quatre ans et demi. Comme évoqué précédemment, cette forte hausse du cours s'inscrit dans une stratégie de développement du Groupe centrée sur la croissance externe avec deux acquisitions majeures réalisées sur la période, le groupe britannique *Pandrol* en novembre 2003 et le groupe allemand *Wampfler* en janvier 2007. Pour financer cette dernière acquisition, le groupe procède en février 2007 à une augmentation de capital de 95 M€. Le cours de bourse de *Delachaux* atteint alors en juin 2007 son plus haut niveau sur la période à 71,7 €.

De mi-2007 jusque début 2009, dans un contexte boursier agité par la crise financière, le cours de *Delachaux* a chuté fortement pour atteindre son plus bas depuis trois ans en janvier 2009 à 35,2 €. L'année 2009 est marquée par une volatilité importante du titre alors que le Groupe voit le chiffre d'affaires de chacune de ses

branches d'activité se contracter, notamment celui des branches Conductique et Produits spéciaux. Le cours clôture finalement l'année 2009 à 41,0 €.

Depuis le début de l'année 2010, le cours de *Delachaux* s'est progressivement redressé, porté par la reprise économique et une amélioration de la profitabilité du Groupe, jusqu'à atteindre le 19 janvier 2011, date de parution des premières rumeurs relatives à une réorganisation du capital, le niveau de 62,3 €.



Légende du graphique

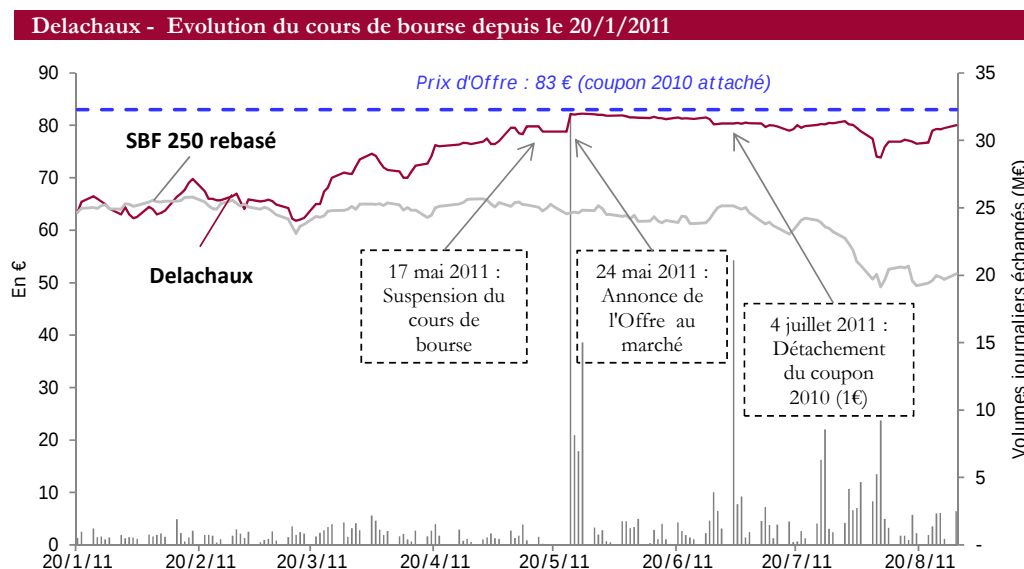
- (1) Novembre 2003 : Acquisition du groupe britannique Pandrol ;
- (2) Novembre 2006 : Annonce de l'acquisition du groupe allemand Wampfler ;
- (3) Janvier - Février 2007 : Finalisation de l'acquisition de Wampfler et augmentation de capital pour un montant de 95 M€ ;
- (4) Janvier 2011 : Premières rumeurs relatives à la réorganisation du capital.

2.2.2. Evolution du cours sur la période récente

Depuis la mi-janvier 2011 et le début des rumeurs de réorganisation du capital, le cours a progressé de façon significative jusqu'à atteindre le niveau record de 78,8 € le 17 mai 2011, jour de l'annonce de l'entrée en pourparlers exclusifs de *CVC Capital Partners* avec les deux branches familiales Pierre et Philippe Delachaux et de la suspension de la cotation du titre de la Société.

Suite à l'annonce de l'Offre le 24 mai 2011 au matin, le cours boursier de *Delachaux* s'est immédiatement positionné à 82,2 €, juste en dessous du prix offert de 83,0 € (coupon 2010 attaché). Ce même jour et lors des jours suivants, le volume d'échanges a considérablement augmenté : en l'espace de quatre jours, c'est en effet près de 39% du flottant « réel » de la Société (cf. *infra*) qui changent de mains. Une telle activité conjuguée au niveau de cours relevé ci-dessus est le signe que le marché a clairement voté en faveur du succès de l'Offre.

La baisse du cours boursier jusqu'à 73,9 € observée au cours de la première quinzaine du mois d'août s'explique vraisemblablement par des craintes infondées d'un abandon de l'Opération, dans un contexte général de crise boursière. Ces craintes se sont visiblement dissipées depuis puisque l'action cotait aux alentours de 80,0 € le 29 août.



2.2.3. Liquidité du titre

La Société a été introduite en bourse en 1985 et est cotée depuis sur le compartiment B de NYSE Euronext Paris. Au 29 août 2011, la capitalisation boursière de la Société avoisine 1 000 M€, ce qui range la Société dans la catégorie des valeurs moyennes (« *midcaps* »). Jusqu'à la réorganisation récente du capital, le contrôle de la Société était assuré, dans le cadre d'un concert informel, par trois branches distinctes de la famille fondatrice qui détenaient directement ou indirectement 63,7% des actions.

Le flottant (soit 36,3% du capital) est donc de taille modeste (environ 360 M€). Précisons à cet égard que la réorganisation du capital préalable à l'Offre est sans impact sur le flottant, exception faite de l'apport des actions détenues par Jean-Pierre Colliat à *Sodelbo* (soit 0,1% du capital). En outre, d'après le management de la Société, plusieurs investisseurs institutionnels détiennent des blocs d'actions significatifs, représentant chacun entre 3 et 5% du capital de la Société, si bien que le flottant « réel » de la Société ne devrait pas dépasser 10% à 15%.

Conséquence directe de cette situation, le marché du titre est étroit et peu actif, le volume d'échanges quotidien se situant en moyenne à 11 600 titres au cours des trois mois de cotation précédant la suspension du cours. A l'évidence, de tels volumes ne permettent pas aux actionnaires minoritaires significatifs de réaliser leur investissement sans perturber durablement le marché du titre.

Liquidité du titre Delachaux

	Cours moyen (€)	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			
		Nombre de titres	En M€	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant	En M€
17/05/2011 ⁽¹⁾	79	1 151	0,1	702	0,0 %	0,0 %	0
Dernier mois	77	8 840	0,7	176 809	1,4 %	3,7 %	5
3 derniers mois	71	11 594	0,8	718 850	5,5 %	15,2 %	15
6 derniers mois	66	9 541	0,6	1 221 275	9,4 %	25,8 %	34
12 derniers mois	59	7 473	0,4	1 942 988	14,9 %	41,0 %	99

(1) Jour de la suspension du cours de bourse précédant l'annonce de l'Offre.

Source: Bloomberg

2.3. Appréciation du caractère équitable de l'Offre

2.3.1. Dans le seul cadre de la présente Offre

Comme indiqué plus haut, l'Offre fait suite à une réorganisation du capital de la Société. A cette occasion, une fraction significative du concert familial informel qui contrôlait la Société (i.e. les branches Pierre et Philippe Delachaux) a cédé ses titres à *Financière Danube*, le contrôle de la Société étant désormais exercé par le concert formé par la branche familiale André Delachaux (qui détient la majorité des droits de vote) et *Financière Danube*. En raison de la réglementation boursière, la présente Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur. En revanche, du point de vue des Actionnaires Minoritaires destinataires de l'Offre, il s'agit d'une offre « facultative » à laquelle ces actionnaires sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Dans ce contexte, le respect de l'équité de l'offre repose sur le seul principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires, comme attesté par les conditions imposées sur la fixation du prix d'offre dans le Règlement Général de l'AMF : « *Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* » (article 234-6). Dans le cas présent, selon les termes du protocole de cession en date 16 juin 2011, *Financière Danube* s'est engagé à acquérir les participations détenues, directement ou indirectement, dans la Société par les deux branches familiales sortantes sur la base d'un prix unitaire du titre *Delachaux* de 83,0 € (coupon 2010 attaché). A la veille de l'Offre, ce coupon d'un montant de 1,0 €, qui a été mis en paiement le 4 juillet 2011, a donc été encaissé par les Actionnaires Minoritaires. Le prix de 82,0 € (coupon 2010 détaché) proposé aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Offre est donc équivalent au prix de 83,0€ (coupon 2010 attaché) payé par l'Initiateur en amont de l'Offre.

Sur cette base, on peut d'ores déjà conclure que, dans le seul cadre de la présente Offre, le Prix d'Offre de 82,0 € est équitable pour les Actionnaires Minoritaires.

2.3.2. Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire

Conformément à la réglementation boursière, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir à l'issue de l'Offre au moins 95% des actions et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs titulaires sur la

base du Prix d'Offre. Dans ce cas, le Prix d'Offre est donc un prix d'indemnisation dont l'équité doit être appréciée au regard des deux considérations suivantes.

- (i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires contrôlants actuels (i.e. le concert comprenant la branche familiale André Delachaux et *Financière Danube*) et conduite par le management en place (ci-après « Valeur Intrinsèque » des titres de la Société). Dans le cas d'espèce, la probabilité que cette condition soit remplie est élevée dans la mesure où, comme on le verra plus loin (cf. *infra*, section 3.1.2), le prix de 83,0 € (coupon 2010 attaché) payé par *Financière Danube* pour entrer indirectement au capital de la Société a été le fruit d'un processus d'enchères concurrentiel. Parallèlement, comme les synergies susceptibles d'être exploitées par un acquéreur financier tel que *Financière Danube* sont limitées (et difficilement mesurables), le changement de contrôle de la Société est *a priori* sans impact sur le plan d'affaires du management (et donc sur la Valeur Intrinsèque de la Société) et, comme on en aura la confirmation avec les estimations DCF (cf. *infra*, section 3.3), il est peu probable que le prix de transaction de 83,0 € excède de façon significative la Valeur Intrinsèque (et extériorise ainsi une prime de contrôle *stricto sensu*).
- (ii) Le Prix d'Offre doit également intégrer la valeur des titres de la Société dans des scénarios alternatifs (par exemple, arbitrage d'actifs immobiliers ou de branches d'activité, cession du contrôle de la société). Plus précisément, ce prix doit refléter la valeur des titres obtenue en pondérant chacun des scénarios considérés (y compris celui défini par la valeur Intrinsèque) par leur probabilité d'occurrence respective.

Dans la perspective d'un retrait obligatoire, le scénario alternatif qui doit être systématiquement analysé est la cession ultérieure du contrôle de la Société. Dans le cas présent, cette analyse apparaît d'autant plus justifiée qu'un fonds d'investissement (*Financière Danube*) figure parmi les actionnaires contrôlants de la Société.

Cependant, même si *Financière Danube* a très probablement pour objectif de réaliser son investissement dans un délai (typique dans l'univers du *Private Equity*) de 4 à 5 ans, la structuration spécifique de l'Opération rend peu probable la sortie de *Financière Danube* à l'occasion d'un transfert du contrôle de la Société à un tiers. En effet, comme souligné dans le projet de note d'offre déposé par *Sogrepar*, le pacte d'actionnaires signé en date du 16 juin 2011 par *Ande Investissements* et *Financière Danube* (« le Pacte ») vise notamment « (i) à garantir à l'issue de l'Offre le maintien de la détention par *Ande Investissements* d'au moins 50% des droits de vote plus une voix dans *Sodelbo* ainsi que par transparence dans *Delachaux*, et (ii) à organiser la sortie progressive de *Financière Danube* du *Groupe Delachaux* » (section 1.3.3 du projet de note d'information élaboré par les Banques).

Afin d'assurer le premier objectif, le protocole d'investissement conclu le 20 mai 2011 entre *Ande Investissement* et *Financière Danube* prévoit que les mises de fonds complémentaires effectuées par *Financière Danube* dans le holding de tête *Sodelbo* afin de financer l'acquisition par *Sogrepar* des titres apportés à l'Offre prendront la forme d'actions de préférence sans droit de vote dès l'instant où elles seraient susceptibles de faire basculer le contrôle du Groupe en faveur de *Financière Danube*. S'agissant du second objectif, plusieurs dispositions du Pacte sont destinées à favoriser la sortie partielle ou totale de *Financière Danube* sans remettre en cause la détention du contrôle par *Ande Investissements*. Sans contrainte de calendrier, *Financière Danube* pourra ainsi réaliser une partie de son investissement via une réduction de capital de *Sodelbo* dont

le montant sera conditionné par l'endettement additionnel susceptible d'être contracté par la Société. Autre exemple, après une période six ans et dans l'hypothèse où la Société est cotée en bourse, *Financière Danube* pourra exiger que *Sogrepar* procède à une mise en vente de titres *Delachaux* afin de financer la réduction de capital de *Sodelho* requise par le rachat de sa participation. Enfin, signe de sa volonté de pérenniser sa position d'actionnaire contrôlant de la Société au-delà de l'horizon d'investissement de *Financière Danube*, *Ande Investissements* bénéficiera à tout moment d'une promesse d'achat sur un nombre d'actions *Sodelho* lui permettant de conserver indirectement la majorité des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, dans l'hypothèse (peu probable) d'une cession ultérieure du contrôle de la Société à un acquéreur industriel, il semble que les synergies susceptibles d'être exploitées par cet acquéreur et donc la prime de contrôle susceptible d'être payée par lui seraient limitées. Deux caractéristiques de la Société relevées plus haut viennent en effet compliquer l'acquisition de la Société par un « acquéreur stratégique ». La première est la diversité du portefeuille d'activités et, par suite, l'impossibilité pratique de trouver un acquéreur également motivé par l'acquisition des trois branches d'activité et de ce fait la difficulté pratique de trouver concomitamment trois acquéreurs stratégiques intéressés par chacune des branches d'activité. La seconde est la position de leader mondial occupée par la Société dans ses trois branches d'activité (conséquence de la stratégie de niche) et donc les difficultés que pourrait rencontrer une entreprise concurrente à faire valider un projet d'acquisition par les autorités de la concurrence des différents pays concernés.

En résumé, sauf détérioration importante de la situation financière rendant nécessaire une recapitalisation très significative de la Société, la probabilité d'un transfert ultérieur du contrôle est faible et, dans l'hypothèse d'un tel transfert, la prime de contrôle susceptible d'être payée par l'acquéreur serait *a priori* limitée. Dès lors, il suffit que le Prix d'Offre de 82,0 € soit à peine supérieur à la Valeur Intrinsèque du titre *Delachaux* pour que ce prix puisse être considéré comme un prix d'indemnisation équitable dans la perspective d'un retrait obligatoire. Une telle condition intègre l'ensemble des accords conclus entre les parties impliquées dans l'Opération, y compris la clause relative au complément de prix susceptible d'être versé aux branches familiales Pierre et Philippe Delachaux et aux actionnaires minoritaires de la Société (seul complément de prix envisagé dans lesdits accords) dans le cas où une nouvelle offre visant les actions de la Société serait déposée à un prix supérieur au Prix d'Offre dans les 122 jours suivant la clôture de l'Offre.

La section 3 du présent rapport qui détaille les travaux d'évaluation réalisés sur la Société a pour objet d'examiner si cette condition est remplie ou non.

2.3.3. Impact de l'augmentation du levier financier résultant de la distribution de dividendes prévue pendant le cours de l'Offre

L'Initiateur a indiqué que la Société procéderait, pendant le cours de l'Offre, à une distribution de dividendes pour un montant total de 380 M€ (versement d'un dividende exceptionnel de 13,16 € par action et d'un acompte sur dividendes de 15,99 € par action). Dans la mesure où elle sera financée en totalité par endettement, cette distribution a pour effet une augmentation significative du levier financier (i.e. rapport entre la dette financière nette et les capitaux propres). L'endettement financier net passerait ainsi de - 6,2 M€ à environ 374 M€, ce qui donne un levier financier de 0,5 en valeur de marché (sur la base d'une capitalisation boursière de

1 070 M€ avant distribution exceptionnelle et acompte, fondée sur le Prix d'Offre de 82,0 €).

Comme souligné plus loin à propos de la détermination du taux d'actualisation requis pour la mise en œuvre de la méthode DCF (cf. *infra*, section 3.3.3), nous considérons que la structure financière est sans impact sur la valeur des actifs, les avantages du recours à l'endettement financier (économies fiscales sur frais financiers) étant supposés intégralement compensés par les coûts explicites ou implicites de l'endettement (coûts de gestion, risque de faillite, coût d'opportunité lié à la perte d'opportunités d'investissement, ...). De ce fait, le supplément de rentabilité que les actionnaires attendent logiquement d'une augmentation du levier financier via l'effet de levier de la dette n'a aucun impact sur la valeur de l'entreprise, car il vient juste rémunérer le supplément de risque consécutif à l'augmentation du poids représenté par le service de la dette. Cette hypothèse de la neutralité de structure financière est confortée tant par des considérations théoriques (intégration des coûts de l'endettement et de la fiscalité personnelle dans le raisonnement d'arbitrage initial de Modigliani et Miller), que par des considérations empiriques (absence de corrélation positive entre levier financier et taux de rentabilité des capitaux employés : autrement dit, les groupes les plus rentables sont paradoxalement peu enclins à s'endetter).

Sur cette base, nous estimons que le changement programmé de la structure financière de la Société n'est pas susceptible de modifier les résultats des travaux d'évaluation à suivre et par suite les conclusions du présent rapport sur le caractère équitable du Prix d'Offre comme prix d'indemnisation dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

3. Evaluation de la Société

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Comme indiqué dans la recommandation de l'AMF relative à l'expertise indépendante en date du 28 septembre 2006, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre de méthodes relevant de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises : (i) l'approche intrinsèque fondée sur la méthode DCF, (ii) l'approche analogique fondée sur la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables.

3.1. Références d'évaluation disponibles

3.1.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable d'une entreprise n'est généralement pas considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions, notamment parce qu'il n'intègre ni le goodwill généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation.

Dans le cas présent, malgré les montants importants de goodwill générés par les deux acquisitions majeures mentionnées plus haut, l'actif net comptable consolidé ne peut constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque en raison de l'important potentiel de création de valeur résultant du bon niveau de la rentabilité des capitaux employés (non ajustés des goodwills d'acquisition).

3.1.2. Transactions récentes sur le capital

Le prix de 82,0 € (83,0 € coupon 2010 attaché) payé par *Financière Danube* et rendu public le 23 mai 2011 constitue une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque pour deux raisons brièvement évoquées plus haut.

En premier lieu, la transaction réalisée entre les deux branches familiales sortantes et *CVC Capital Partners* a été le fruit d'un processus d'enchères concurrentiel, cette opération étant considérée comme le premier LBO significatif impliquant une société cotée depuis la crise des *subprimes*. Conduit par *Edmond de Rothschild Corporate Finance*, ce processus est entré dans une phase active début 2011 avec l'élaboration d'une *Vendor Due Diligence* approfondie pour déboucher le 12 mai 2011 sur quatre offres fermes émanant d'acquéreurs financiers, après un premier tour ouvert à une bonne douzaine d'investisseurs potentiels comprenant quelques acquéreurs « stratégiques ».

En second lieu, les synergies susceptibles d'être mises en œuvre par un acquéreur financier tel que *Financière Danube* sont limitées. Elles sont en outre difficilement chiffrables, car elles pourraient principalement provenir du concours (opérationnel et financier) que pourrait apporter *CVC Capital Partners* dans le cadre d'opérations ciblées de croissance externe. De ce fait, le prix de transaction de 82,0 € constitue

probablement une référence d'autant plus pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société qu'il n'intègre pas de prime de contrôle *stricto sensu*, c'est-à-dire une fraction des la valeur des synergies espérées par l'acquéreur.

3.1.3. Cours de bourse et prix cibles des analystes financiers

Comme on l'a indiqué plus haut, les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Delachaux* ne sont pas réunies : taille modeste du flottant « réel », faible volume des échanges journaliers, auxquels s'ajoutent une relative complexité du Groupe et une information publique restreinte. De telles caractéristiques limitent à l'évidence l'intérêt présenté par le suivi du titre pour les sociétés de bourse et les départements spécialisés des banques, ce qui explique le nombre réduit d'analystes financiers publiant régulièrement sur la Société.

Le tableau ci-après présente les prix cibles des analystes financiers qui suivent le titre *Delachaux*, ainsi que leurs projections de chiffre d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT sur 2012, à partir d'analyses publiées sur la période comprise entre le 25 août 2010 et le 17 mai 2011 (date de suspension de la cotation avant l'annonce de discussions exclusives entre la Société et *CVC Capital Partners*).

Delachaux - Evolution des prix-cibles et prévisions des analystes						
En €	Date de la publication	Cours de l'action ⁽¹⁾	Prix cible	CA 2012 (M€)	EBITDA 2012 (M€)	EBIT 2012 (M€)
Bureau 2	25/08/2010	49	64	750	112	102
Bureau 3	02/09/2010	54	69	861	<i>nd</i>	116
Bureau 1	01/09/2010	52	60	812	121	111
Bureau 2	03/09/2010	54	68	794	118	<i>nd</i>
Bureau 4	09/09/2010	54	70	774	118	107
Bureau 1	12/10/2010	58	65	864	129	118
Bureau 3	13/10/2010	58	71	885	<i>nd</i>	120
Bureau 2	13/10/2010	58	68	794	118	<i>nd</i>
Bureau 1	06/01/2011	61	67	864	129	118
----- 19/01/2011 : Premières rumeurs relatives à une réorganisation du capital -----						
Bureau 2	24/01/2011	66	76	802	120	110
Bureau 1	28/03/2011	68	80	869	<i>nd</i>	<i>nd</i>
Bureau 1	05/04/2011	74	80	860	133	120
Bureau 2	11/04/2011	72	83	865	129	<i>nd</i>
Bureau 3	11/04/2011	72	80	870	<i>nd</i>	119
Bureau 1	03/05/2011	77	80	<i>nd</i>	<i>nd</i>	<i>nd</i>

(1) Cours à la veille de la publication.

Source: Bloomberg, Notes de brokers

On constate que dans les trois mois qui ont suivi les premières rumeurs relatives à une possible réorganisation du capital de la Société, les trois bureaux d'étude assurant un suivi régulier de la valeur ont tous révisé leur prix cible à la hausse et de façon significative (+15% en moyenne). Ce mouvement a eu pour effet de rapprocher les prix cibles du (futur) Prix d'Offre, alors même que les projections de résultats 2012 demeuraient inchangés, voire faisaient l'objet d'une révision à la baisse. Soulignons en outre qu'aucune de ces publications ne mentionne explicitement la méthode utilisée pour parvenir au prix cible mentionné. Bien plus, l'un des analystes reconnaît implicitement la relative inefficience du marché du titre en écrivant qu'« une réorganisation potentielle de la structure d'actionnariat pourrait encore accroître l'intérêt pour le titre en dévoilant la vraie valeur de la société ».

Ceci montre la fragilité relative des bases sur lesquelles reposent les prix cibles publiés par les analystes financiers depuis les premières rumeurs et jusqu'à la veille de la suspension du cours, et nous conduit à relativiser la pertinence de ces prix cibles comme références de la Valeur Intrinsèque de la Société.

3.2. Méthodes d'évaluation mises en œuvre

3.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Nous avons indiqué plus haut les raisons qui nous conduisent, dans le cas présent, à adopter la démarche d'évaluation dite par « somme des parties ». Après l'évaluation séparée des trois branches d'activité du Groupe, cette démarche permet de déterminer, dans une deuxième étape, la valeur du portefeuille d'activités du Groupe (ou valeur d'entreprise), puis par solde avec la valeur de l'endettement financier net la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*).

Les méthodes mises en œuvre (ou pour le moins examinées) pour l'évaluation des trois branches d'activité sont les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF, la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. S'agissant de la branche Produits spéciaux, la mise en œuvre formelle de ces méthodes n'a concerné que la division Métaux, la division Aciers spéciaux (environ 10% du chiffre d'affaires de la branche) ayant fait l'objet d'une évaluation forfaitaire en concertation avec le management.

3.2.2. Eléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Le tableau ci-après présente l'ensemble des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Ce tableau intègre l'impact anticipé d'un projet d'acquisition dans la branche Ferroviaire qui devrait être finalisé courant septembre 2011 et qui est intégré dans le plan d'affaires du management à compter du 30 juin 2011. A l'exception de ce dernier, tous les éléments du tableau figurent pour leur valeur comptable au 30 juin 2011, date de l'évaluation. La rubrique « autres éléments » recouvre pour l'essentiel des provisions pour litiges, un passif d'impôts non récurrent et des impôts différés liés à des différences temporaires.

Delachaux - Actifs et passifs hors exploitation courante au 30 juin 2011

	M€
Sociétés mises en équivalence	3.2
- Endettement financier net	(6.2)
- Autres dettes	39.9
<i>dont provisions pour retraites</i>	17.6
<i>dont participation des salariés</i>	4.4
<i>dont clauses d' "earn-out"</i>	4.4
<i>dont dividende à payer au titre de l'exercice 2010</i>	13.1
<i>dont instruments financiers dérivés</i>	0.4
- Projet d'acquisition	18.0
- Intérêt minoritaires	1.8
- Autres éléments	11.6
= Total des actifs et passifs hors exploitation courante	(61.9)

3.3. Méthode DCF

3.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Afin d'estimer les flux de trésorerie prévisionnels générés par chacune des trois branches d'activité, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires de la Société. Ce plan d'affaires, qui couvre la période 2011-2015, a été élaboré fin 2010 par le management dans le cadre du processus de planification habituel de la Société. Il a fait l'objet d'une revue détaillée dans le cadre des discussions qui ont eu lieu au printemps 2011 entre *Ande Investissements* et *CVC Capital Partners* d'une part et le management d'autre part. Les changements opérés à cette occasion sont non significatifs, ce qui confirme le caractère limité des synergies envisagées par *CVC Capital Partners*.

3.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur de chacune des branches d'activité au terme du plan d'affaires (soit fin 2015) a été déterminée selon la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance constant.

- Le flux normatif de l'année 2015 a été estimé à partir de la formule suivante qui fait référence à ce taux de croissance et au niveau de ROCE jugé normatif à cet horizon :

$$\text{Flux normatif}_{2016} = \text{Capitaux employés}_{\text{début } 2016} * [\text{ROCE}_{\text{normatif}} - \text{Croissance perpétuelle}]$$

- Lorsque le ROCE anticipé au terme du plan d'affaires nous est apparu difficilement soutenable sur le long terme eu égard à la situation concurrentielle de la Société anticipée à cet horizon sur l'activité considérée, deux niveaux de ROCE normatif ont été considérés, définissant un scénario bas et un scénario haut.
- Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5%, soit le taux d'inflation de long terme que nous semble refléter le niveau du taux sans risque intégré dans le calcul du taux d'actualisation applicable à chaque branche d'activité (cf. *infra*, section 3.3.3).

3.3.3. Détermination des taux d'actualisation applicables à chaque branche d'activité

Dans le cadre de l'approche méthodologique décrite plus haut, un taux d'actualisation spécifique a été déterminé pour chacune des trois branches d'activité du Groupe. Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »).

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF avec les composantes suivantes.

- Taux sans risque : 3,4%, soit le rendement moyen de l'OAT 10 ans observé en juin 2011. Soulignons à cet égard, que nous n'avons pas retenu les niveaux actuels de l'OAT 10 ans, soit environ 2,9%, estimant que la baisse brutale intervenue avec la crise boursière depuis fin juillet 2011 traduit une évolution temporaire liée aux mouvements spéculatifs sur les emprunts souverains des pays de la zone euro ;
- Prime de risque pays : montant compris entre 0,0% et 0,6% selon les branches d'activité. Cette prime, destinée à intégrer dans l'évaluation le risque pays non diversifiable a été estimé à partir des deux paramètres suivants : (i) pourcentages du chiffre d'affaires réalisées par la branche considérée dans les pays à risque, (ii) niveau du *spread* observé dans ces différents pays entre le taux des emprunts d'état libellé en devises fortes (euro ou dollar) et le taux des emprunts contractés par les pays les mieux notés dans la zone monétaire considérée.
- Coefficients bêta désendettés : montants compris entre 0,9 et 1,6 selon les branches d'activité, estimés selon la méthodologie décrite ci-après.
- prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions fixée à 4,5%, soit un niveau de prime qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations fournies par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale ;

Le coefficient bêta désendetté de chaque branche d'activité a été estimé à partir des trois échantillons de sociétés comparables qui ont été considérés par ailleurs dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (*cf. infra*, section 3.4). Le coefficient bêta de l'activité de chaque société comparable a été estimé selon une procédure en deux étapes consistant à estimer les coefficients bêta historiques des sociétés de l'échantillon, puis à « désendetter » ces coefficients bêta de façon à éliminer l'impact de la structure financière propre à chaque société et obtenir

ainsi une estimation du coefficient bêta de l'activité sous-jacente (indépendamment du mode de financement).

Les coefficients bêta historiques sont issus d'une analyse de régression dont la qualité peut être mesurée par certains coefficients statistiques (le coefficient R^2 en particulier). Nous avons choisi de ne retenir que les coefficients bêta issus de régressions qui affichent un R^2 supérieur à 15%, ce qui réduit l'échantillon à six sociétés. Les régressions ont été effectuées sur une période de 4 et 5 ans sur la base de données mensuelles et par référence à l'indice boursier national de chaque société (source des cours et indices de marché historiques : *Bloomberg*).

Les coefficients bêta retenus au terme de cette analyse, soit respectivement 0,9, 1,4 et 1,6 pour les branches Ferroviaire, Conductique et Produits spéciaux correspondent aux coefficients bêta désendettés moyens de chaque échantillon obtenus sur des périodes de référence de 4 et 5 ans.

Au total, les taux d'actualisation retenus pour les trois branches d'activité varient de 8,1% à 10,6%, comme indiqué par le tableau ci-après.

Delachaux - Détermination du taux d'actualisation des branches d'activité			
	Ferroviaire	Conductique	Produits spéciaux
Taux sans risque	3.4 %	3.4 %	3.4 %
+ Prime de risque pays	0.6 %	0.5 %	-
+ Prime de risque systématique	4.1 %	6.3 %	7.2 %
<i>dont bêta</i>	0.9	1.4	1.6
<i>dont prime de risque de marché</i>	4.5 %	4.5 %	4.5 %
= Taux d'actualisation	8.1 %	10.2 %	10.6 %

3.3.4. Résultat de la méthode

Le tableau ci-après donne le résultat de la méthode DCF. La Valeur Intrinsèque du titre *Delachaux* au 30 juin 2011 (coupon 2010 détaché) ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 73,8 € et 79,3 €.

Delachaux - Evaluation DCF au 30 juin 2011		
M€	Scénario Bas	Scénario Haut
Valeur d'entreprise	1 024.4	1 096.3
+ Total des actifs et passifs hors exploitation courante	(61.9)	(61.9)
= Valeur des capitaux propres	962.6	1 034.4
/ Nombre d'actions	13 051 560	13 051 560
= Valeur de l'action au 30 juin 2011	73.8 €	79.3 €

Ces résultats appellent les deux commentaires suivants.

- La borne supérieure de cette fourchette d'estimations est à peine inférieure au prix de 82,0 € (coupon 2010 détaché) payé par *Financière Danube* pour entrer au capital de la Société, ce qui confirme le caractère concurrentiel du processus organisé en vue de la réorganisation du capital de la Société (et donc la pertinence de la référence de Valeur Intrinsèque donné par ce prix de transaction), ainsi que le faible montant de la prime de contrôle payée par

l'acquéreur (environ 3,4% ou 7,1% selon que l'on considère l'estimation DCF haut ou milieu de fourchette), conséquence logique du caractère limité des synergies attendues de l'Opération.

- Le prix d'indemnisation de 82,0 € envisagé dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire à l'issue de l'Offre se situe au dessus de la fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque donnée par la méthode DCF, ce qui correspond précisément à la condition posée plus haut à propos du caractère équitable de ce prix d'indemnisation pour les Actionnaires Minoritaires.

3.4. Méthode des comparaisons boursières

3.4.1. Choix des multiples pertinents

S'agissant des ratios d'évaluation (ou « multiples ») retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) pour les raisons indiquées plus haut (cf. *supra*, section 3.2.1). Nous avons également rejeté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité éventuels entre la société évaluée et les sociétés comparables. Enfin, en l'absence d'écart majeur avéré dans les politiques d'amortissement des sociétés de l'échantillon considéré ci-après, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car les premiers ne sont pas biaisés par les écarts éventuels d'intensité capitalistique.

3.4.2. Sélection des sociétés comparables

Les deux principaux déterminants des multiples d'EBIT extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future.

Dans une première étape, afin de capturer le premier de ces deux déterminants (le risque systématique), nous avons constitué, pour chacune des branches d'activité du *Groupe Delachaux*, un échantillon relativement large de sociétés cotées engagées dans des activités comparables.

Nous avons sélectionné les sociétés sur la base des deux critères suivants.

- (i) Taille : les sociétés présentant une capitalisation boursière inférieure à 300 M€ ont été exclues.
- (ii) Qualité des prévisions : les sociétés suivies par un nombre très limité d'analystes financiers (trois ou moins) ou suivies de façon irrégulière (ancienneté des prévisions) ont été exclues.

Les échantillons ainsi constitués regroupent trois sociétés pour la branche Ferroviaire (« échantillon Ferroviaire »), quatre sociétés pour la branche Conductique (« échantillon Conductique ») et cinq sociétés pour la branche Produits spéciaux (« échantillon Produits spéciaux »). Les principales caractéristiques opérationnelles de ces sociétés sont présentées dans le tableau ci-après.

Delachaux - Données opérationnelles des sociétés comparables

<i>M€</i>	CA		EBIT		Marge d'EBIT	
	2011	2014	2011	2014	2011	2014
Echantillon Ferroviaire						
Faiveley Transport	913.4	nd	125.2	nd	13.7 %	nd
Vossloh Ag	1 246.8	1 518.5	124.5	169.3	10.0 %	11.1 %
Ansaldo Sts Spa	1 224.7	1 536.0	120.0	171.5	9.8 %	11.2 %
Moyenne					11.2 %	11.2 %
<i>Ecart-type</i>					<i>1.8 %</i>	<i>0.0 %</i>
Echantillon Conductique						
Palfinger Ag	824.3	1 050.0	78.9	141.0	9.6 %	13.4 %
Manitou Bf	1 079.6	nd	48.6	nd	4.5 %	nd
Demag Cranes Ag	1 077.9	1 458.1	67.8	176.9	6.3 %	12.1 %
Konecranes Oyj	1 829.8	2 409.0	129.0	184.0	7.0 %	7.6 %
Moyenne					6.9 %	11.1 %
<i>Ecart-type</i>					<i>1.8 %</i>	<i>2.5 %</i>
Echantillon Produits spéciaux						
Aperam	4 561.7	4 893.8	127.9	627.9	2.8 %	12.8 %
Eramet	3 718.8	nd	684.0	nd	18.4 %	nd
Allegheny Tech	3 809.6	5 816.7	395.5	1 013.9	10.4 %	17.4 %
Rti Intl Metals	352.7	nd	19.8	nd	5.6 %	nd
Umicore	12 249.8	7 864.5	408.9	516.5	3.3 %	6.6 %
Moyenne					8.1 %	12.3 %
<i>Ecart-type</i>					<i>5.8 %</i>	<i>4.5 %</i>

Source: Bloomberg - Données prévisionnelles issues du consensus au 26/08/2011

Dans une deuxième étape, afin de capturer le second déterminant des multiples évoqué plus haut (croissance bénéficiaire future), les échantillons doivent être affinés en ne conservant que les sociétés présentant un profil de croissance de l'EBIT comparable à celui de chacune des branches d'activité de *Delachaux*.

Le tableau ci-après présente les multiples d'EBIT 2011, 2012 et 2013 des sociétés de chacun des échantillons, ainsi que les croissances bénéficiaires anticipées sur ces sociétés. Les multiples présentés s'appuient sur des capitalisations boursières à fin août 2011 qui ont été fortement et négativement impactées par la crise boursière de ces dernières semaines. Ainsi, bien que les analystes aient revu en baisse sensible la plupart de leurs prévisions de résultat sur les sociétés considérées, les multiples calculés à fin août accusent une baisse importante par rapport à ceux calculés à fin juin. A titre d'exemple, les multiples d'EBIT moyens 2011, 2012 et 2013 calculés au 26 août sur l'échantillon constitué pour la branche Ferroviaire (respectivement 7,6x, 6,7x et 6,2x) accusent des baisses comprises entre 12% et 17% par rapport aux multiples calculés au 30 juin (respectivement 8,7x, 8,0x et 7,5x). Dans un tel contexte de volatilité des marchés financiers, les résultats donnés par la méthode des comparaisons boursières doivent être considérés avec prudence.

Delachaux - Multiples d'EBIT des sociétés comparables

M€	Valeur	Croissance de l'EBIT			VE / EBIT		
	d'entreprise ⁽¹⁾	2012	2013	2014	2011	2012	2013
Echantillon Ferroviaire							
Faiveley Transport	909	6.8 %	6.6 %	nd	7.3 x	6.8 x	6.4 x
Vossloh Ag	1 189	19.2 %	6.3 %	7.3 %	9.5 x	8.0 x	7.5 x
Ansaldo Sts Spa	734	14.3 %	10.7 %	12.9 %	6.1 x	5.3 x	4.8 x
Moyenne		13.4 %	7.9 %	10.1 %	7.6 x	6.7 x	6.2 x
Ecart-type		5.1 %	2.0 %	2.8 %	1.4 x	1.1 x	1.1 x
Echantillon Conductique							
Palfinger Ag	792	24.4 %	15.6 %	24.2 %	10.0 x	8.1 x	7.0 x
Manitou Bf	716	62.7 %	48.4 %	nd	14.7 x	9.1 x	6.1 x
Demag Cranes Ag	1 070	53.0 %	34.9 %	26.4 %	15.8 x	10.3 x	7.6 x
Konecranes Oyj	1 177	25.6 %	18.8 %	(4.4)%	9.1 x	7.3 x	6.1 x
Moyenne		41.4 %	29.4 %	15.4 %	12.4 x	8.7 x	6.7 x
Ecart-type		16.8 %	13.2 %	14.0 %	2.9 x	1.1 x	0.6 x
Echantillon Produits spéciaux							
Aperam	2 175	90.7 %	23.5 %	107.9 %	14.2 x	7.4 x	6.0 x
Eramet	3 795	(0.9)%	22.5 %	nd	5.5 x	5.6 x	4.6 x
Allegheny Tech	4 344	69.1 %	37.7 %	12.3 %	11.2 x	6.6 x	4.8 x
Rti Intl Metals	429	187.5 %	nd	nd	23.6 x	8.2 x	nd
Umicore	4 169	8.2 %	8.5 %	7.4 %	10.2 x	9.4 x	8.7 x
Moyenne		70.9 %	23.1 %	42.5 %	12.9 x	7.5 x	6.0 x
Ecart-type		67.9 %	10.3 %	46.3 %	6.0 x	1.3 x	1.6 x

(1) Calculée sur la base d'une capitalisation boursière au 26/08/2011.

Source: Bloomberg - Données prévisionnelles issues du consensus au 26/08/2011

Ce tableau appelle les deux commentaires suivants.

- Les multiples moyens 2011 et 2012 de l'échantillon Ferroviaire (respectivement 7,6x et 6,7x) s'avèrent bien moindres que ceux de l'échantillon Conductique (respectivement 12,4x et 8,7x) et à ceux de l'échantillon Produits spéciaux (respectivement 12,9x et 7,5x) alors même que le risque systématique de l'activité Ferroviaire (coefficient bêta de 0,9) est bien inférieur à celui des deux autres activités (coefficients bêta respectifs de 1,4 et 1,6 pour les activités Conductique et Produits spéciaux). Cette situation paradoxale s'explique par l'effet contradictoire des différentiels de croissance bénéficiaire très significatifs observés sur 2012 et 2013 entre l'échantillon Ferroviaire (respectivement +13,4% et +7,9%) et les deux autres échantillons (respectivement +41,4% et +29,4% pour l'échantillon Conductique et respectivement +70,9% et +23,1% pour l'échantillon Produits spéciaux).
- A la différence des multiples 2011 et 2012, les multiples 2013 des trois échantillons sont relativement proches, ce qui semble à nouveau incohérent avec les écarts de risque systématique. L'explication de cette situation réside une fois encore dans le différentiel de croissance, les échantillons Conductique et Produits spéciaux affichant sur 2014 des perspectives de croissance bénéficiaire (respectivement +15,4% et +42,5%) supérieures à celles de l'échantillon Ferroviaire (+10,1%).
- Au total, ces observations sur la relative cohérence des multiples observés confortent plutôt la pertinence des échantillons constitués.

3.4.3. Résultats de la méthode

Pour assurer une mise en œuvre rigoureuse de la méthode, les perspectives de croissance bénéficiaire anticipées sur chacune des branches d'activité du Groupe doivent être comparées à celles anticipées sur chacun des trois échantillons. Sur cette base, nous avons privilégié les multiples moyens 2012 et 2013 pour l'évaluation de la branche Ferroviaire et les seuls multiples moyens 2013 pour l'évaluation des branches Conductique et Produits spéciaux.

Sans oublier les réserves formulées sur la pertinence de la méthode dans le contexte actuel de forte volatilité des marchés, les estimations obtenues confortent pleinement les estimations DCF des branches Conductique et Produits spéciaux, mais s'avèrent sensiblement inférieures aux estimations DCF de la branche Ferroviaire.

Afin de préserver la confidentialité des données sectorielles du Groupe, nous donnons ci-après les résultats de la méthode sur une base indiciaire. Ainsi en donnant l'indice 100 à chacune des estimations DCF obtenues pour chacune des branches d'activité (ou estimations milieu de fourchette le cas échéant), les estimations milieu de fourchette issues de la méthode des comparaisons boursières s'établissent respectivement à 92 et 90 pour les branches Conductique et Produits spéciaux, mais seulement à 72 pour la branche Ferroviaire. Comme indiqué plus haut, ces estimations sont significativement affectées par la crise boursière : ainsi, le même exercice d'évaluation réalisé sur la base des consensus d'analystes et des capitalisations boursières au 30 juin 2011 aurait conduit à un indice de 101 pour les branches Conductique et Produits spéciaux et 84 pour la branche Ferroviaire.

3.5. Méthode des transactions comparables

3.5.1. Principe de la méthode

La méthode des transactions comparables repose sur les informations rendues publiques par l'acheteur ou le vendeur lors de l'opération. L'information fournie sur la société cible est généralement limitée et ne porte que sur des données historiques, si bien que les multiples habituellement utilisés par les évaluateurs s'appuient sur les données du dernier exercice clos.

3.5.2. Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Pour la constitution d'un échantillon de transactions comparables, deux approches sont couramment envisagées :

- la première consiste à construire un échantillon de transactions très récentes, en considérant que celles-ci sont les plus à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalant à la date de l'évaluation ;
- la seconde consiste à considérer un échantillon de transactions intervenues sur une longue période, avec l'avantage de gommer les effets de cycle sur le niveau des multiples mais avec le risque d'intégrer des caractéristiques opérationnelles qui ne sont plus représentatives des sociétés du secteur.

Dans le cas d'espèce, étant donné le faible nombre de transactions dans les domaines d'activité du Groupe sur la période récente (post crise économique de 2008), nous avons opté pour la seconde approche.

Comme indiqué par le tableau ci-après, l'échantillon ainsi obtenu se compose de neuf transactions pour la branche Ferroviaire dont huit d'entre elles présentent des données suffisantes pour calculer des multiples d'EBITDA ou d'EBIT et de trois transactions pour la branche Conductique. En revanche, nous n'avons pas identifié de transaction intervenue dans le domaine d'activité de la branche Produits spéciaux.

Delachaux - Transactions comparables

M€	Cible	Acquéreur	Montant de la transaction	Valeur d'entreprise	Multiple d'EBITDA	Multiple d'EBIT
Branche Ferroviaire						
23/12/2008	Faiveley Transport	Faiveley	372	971	9.5 x	10.7 x
12/09/2008	Standard Car Truck	Wabtec	200	200	9.9 x	11.3 x
12/03/2008	Mer Mec	Investitori Associati	175	175	10.0 x	nd
01/02/2008	Valdunes Entreprises	Gutehoffnungshutte Radsatz	101	101	4.1 x	5.1 x
30/06/2007	Lucchini Sidermeccanica	SINPAR	132	132	3.9 x	6.3 x
13/04/2006	Pfleiderer Track Systems	AXA Private Equity	135	135	nd	nd
16/11/2004	SAB Wabco Group	Faiveley Management	310	310	nd	8.6 x
04/11/2003	Pandrol Ltd	Groupe Delachaux	232	232	nd	13.0 x
30/09/2002	Cogifer Group	Vossloh AG	296	296	nd	10.8 x
Médiane					7.5 x	10.7 x
<i>Ecart Type</i>					3.2 x	2.9 x
Branche Conductique						
11/07/2008	Sauer-Danfoss	Danfoss	314	836	6.1 x	11.5 x
04/01/2007	Cavotec Group	Mooring Systems	103	103	nd	10.9 x
06/11/2006	Wampfler AG	Groupe Delachaux	123	123	nd	9.5 x
Médiane					6.1 x	10.9 x
<i>Ecart Type</i>					nd	1.1 x

Note: Les données relatives aux transactions effectuées en dollars ont été converties en euros au taux spot du jour au closing de la transaction.

Sources: Merger market, Zephyr, Documents de référence des sociétés concernées

Compte tenu d'un échantillon réduit à seulement trois transactions relativement anciennes (intervenues en 2006, 2007 et 2008) pour la branche Conductique et de l'absence de transaction comparable pour la branche Produits spéciaux, la méthode n'a pu être retenue pour l'évaluation de ces deux branches d'activité du Groupe.

3.5.3. Résultats de la méthode

La mise en œuvre de la méthode des transactions comparables se heurte comme souvent à la faiblesse de l'information disponible, en particulier sur les perspectives de croissance bénéficiaire des cibles. De ce fait, la pertinence de l'échantillon ne peut être garantie. De même, les écarts de multiples parfois importants observés d'une transaction à l'autre restent souvent inexpliqués ; un multiple de transaction élevé peut en effet avoir des causes diverses : des perspectives de forte croissance bénéficiaire, un retournement en cours, une forte volonté d'acheter chez l'acquéreur, l'importance des synergies attendues, ou encore un mix de ces différents facteurs.

Dans le cas d'espèce, l'utilisation du multiple d'EBIT médian observé sur l'échantillon retenu pour la branche Ferroviaire conduit à une estimation de la valeur d'activité proche de l'estimation milieu de fourchette donnée par la méthode DCF (soit un indice de 98 pour l'estimation obtenue en donnant l'indice 100 à l'estimation DCF milieu de fourchette de la branche). Cependant, pour les raisons exposées ci-dessus, nous sommes réservés sur la pertinence de ces résultats.

4. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par les Banques

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par les Banques dans le contexte de l'Offre et dans la perspective de la mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

4.1. Méthodologie d'évaluation

Les Banques ont adopté une approche multicritères et, dans ce cadre, étudié trois références d'évaluation (les cours de bourse historiques, transaction récente sur le capital de la Société constituée par l'Opération, cours cibles récents d'analystes financiers) et mis en œuvre trois méthodes d'évaluation (méthode DCF, méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables).

A première vue, les démarches retenues semblent donc similaires. Cependant, dans leur mise en œuvre, il existe des différences significatives qui rendent difficile la comparaison des travaux des Banques avec les nôtres.

S'agissant des références d'évaluation, contrairement aux Banques, nous considérons que le cours de bourse de la Société sur la période récente ainsi que les cours cible des analystes financiers constituent des références d'évaluation peu fiables.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la différence essentielle entre les travaux des Banques et les nôtres réside dans l'approche d'évaluation retenue : approche globale pour les Banques fondée sur l'agrégation des perspectives de développement des trois branches d'activité du Groupe, approche par « somme des parties » en ce qui nous concerne, fondée sur l'évaluation autonome de chacune des branches d'activité du Groupe. Cette différence majeure explique la grande difficulté de comparer les résultats donnés tant par la méthode DCF que par les deux méthodes relevant de l'approche analogique.

4.2. Méthode DCF

A défaut de comparer directement les résultats obtenus par les Banques avec les nôtres (estimation du portefeuille d'activités dans son ensemble pour les Banques, estimation de chacune des trois branches d'activité pour *Accuracy*), il est possible de comparer les deux paramètres clés utilisés pour la mise en œuvre de la méthode (i.e. flux de trésorerie prévisionnels et taux d'actualisation).

S'agissant des flux pris en compte sur la période de prévisions explicites, la source des Banques est la même que la nôtre, à savoir le plan d'affaires élaboré par le management à fin 2010 et amendé à la marge au printemps 2011 dans le cadre des discussions avec *Ande Investissements* et *CVC Capital Partners*. Pour la détermination d'une valeur terminale, les Banques retiennent un taux de croissance perpétuelle un peu supérieur à celui retenu dans nos travaux (2,0% versus 1,5%). En ce qui

concerne le taux d'actualisation, il apparaît difficile de rationaliser l'écart observé entre le taux unique retenu par les Banques dans le cadre de leur approche globale (soit un WACC de 9,6%) et la moyenne pondérée (sur la base des valeurs d'entreprise estimées) des taux d'actualisation utilisés dans nos travaux pour l'évaluation des trois branches d'activité (soit 8,7%). La raison de cette situation réside principalement dans les choix différenciés qui ont été faits de part et d'autre au niveau de deux composantes importantes de la formule du MEDAF (utilisée pour déterminer le coût des capitaux propres avec ou sans dette) : le taux sans risque et la prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions (« Prime de marché »). Pour le taux sans risque, les Banques retiennent le niveau actuel des rendements offerts par l'OAT 10 ans (soit environ 2,9%) alors que, pour les raisons exposées plus haut, nous avons retenu la moyenne des rendements observés en juin 2011 (soit environ 3,4%). Pour la Prime de marché, les Banques retiennent un niveau de 7,7% en privilégiant une approche prospective, par construction très sensible aux soubresauts du marché boursier, alors que nous avons retenu un niveau de 4,5% en privilégiant une approche normative destinée à fournir une estimation de long terme de la prime de risque moyenne exigée par les investisseurs.

Au total, l'estimation centrale obtenue par la Banque (73,5 €, coupon 2010 détaché) est inférieure au milieu de notre fourchette d'estimations DCF (76,6 €).

4.3. Méthodes des comparaisons boursières

Les Banques retiennent un échantillon de 4 sociétés comparables, principalement actives dans le secteur ferroviaire. Seule la société *Cavotec* opère dans une activité proche de celle de la branche Conductique.

Pour notre part, conformément à notre démarche par somme des parties, nous avons constitué trois échantillons représentatifs de chacune des trois branches d'activité du Groupe. Dans ce cadre, l'échantillon constitué pour l'évaluation de la branche Ferroviaire comprend les trois sociétés du secteur retenu par les Banques (*Vossloh*, *Faiveley* et *Ansaldo*). S'agissant de l'échantillon constitué pour l'évaluation de la branche Conductique, nous avons écarté la seule société du secteur retenue par les Banques (*Cavotec*) en raison de sa petite taille, de sa concentration géographique sur la Nouvelle Zélande et du suivi irrégulier du titre par les analystes financiers.

En ce qui concerne les multiples d'évaluation, à l'instar des Banques, nous écartons les multiples de chiffre d'affaires et de résultat net (PER). En revanche, nous ne considérons que les multiples d'EBIT (REX), alors que les Banques retiennent également les multiples d'EBITDA (EBE).

Les années de référence considérées par les Banques pour le calcul des multiples sont les années 2011 et 2012. Pour notre part, considérant que les résultats opérationnels attendus par les sociétés de l'échantillon sont souvent très affectés par le rebond attendu suite au creux de 2010, nous avons exclu les multiples 2011 pour les trois branches d'activité et les multiples 2012 pour les branches Conductique et Produits spéciaux, privilégiant ainsi les multiples 2012 et 2013 pour la branche Ferroviaire et les seuls multiples 2013 pour les branches Conductique et Produits spéciaux.

Au total, le milieu de la fourchette d'estimations obtenue par les Banques (soit 55,7 € coupon 2010 détaché) s'avère inférieure d'environ 24% à la valeur centrale donnée par la méthode DCF (soit 73,5 € coupon 2010 détaché). Ces résultats ne sont pas incohérents avec ceux que nous avons obtenus. En effet, même si l'écart d'estimation observé dans les branches Conductique et Produits spéciaux entre les estimations DCF et les estimations données par la méthode des comparaisons boursières est bien moindre (respectivement 8% et 10%), l'écart d'estimation observé dans la branche Ferroviaire (branche la plus pondéreuse en termes de chiffre d'affaires) est de 28%.

4.4. Méthodes des transactions comparables

L'échantillon de transactions retenues par la Banque comprend dix transactions réalisées entre juillet 2002 et décembre 2008. Parmi celles-ci, huit concernent la branche Ferroviaire et deux la branche Conductique. Toutes ces transactions se retrouvent dans nos propres travaux (qui comprennent en outre deux transactions additionnelles dans le secteur ferroviaire).

D'un point de vue méthodologique, les Banques expriment les mêmes réserves que nous quant à la pertinence des estimations issues de cette méthode. Soulignons à cet égard que, pour quelques transactions, en fonction des sources d'informations utilisées, les multiples d'évaluation estimés par les Banques diffèrent de ceux estimés par nos soins. Il reste que l'importante hétérogénéité des multiples extériorisés par l'échantillon des Banques (multiples d'EBITDA compris entre 4,2x et 10,2x et multiples d'EBIT compris entre 5,1x et 11,9x) est comparable à celle que nous avons observée à partir de notre échantillon.

Dans ces conditions, nous avons décidé d'écarter totalement les estimations issues de la méthode, tandis que la Banque s'appuie sur les multiples d'EBITDA et d'EBIT moyens pour afficher une fourchette d'estimations comprises entre 72,3 € et 78,8 € (coupon 2010 détaché).

5. Conclusion sur le caractère équitable du Prix d'Offre

Sogrepar, holding de contrôle du *Groupe Delachaux*, va déposer prochainement une offre portant sur les actions *Delachaux* qu'elle ne détient pas (soit 4 722 015 actions représentant 36,2% du capital et 23,5% des droits de vote) et a l'intention de demander, à l'issue de cette offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire si les actions non présentées à l'offre représentent moins de 5% des actions et des droits de vote de la Société. Aux termes de la réglementation boursière, l'offre qui sera prochainement déposée est une offre publique obligatoire qui fait suite au changement de contrôle de la Société intervenu à l'occasion de la réorganisation de son actionnariat.

Dans le seul cadre de cette offre, nous estimons que le prix de 82,0 € (coupon 2010 de 1,0 € détaché) offert aux actionnaires minoritaires de la Société est parfaitement équitable d'un point de vue financier, car ce prix est égal au prix payé par *Financière Danube*, initiateur indirect de l'offre, pour entrer au capital de la Société à l'occasion de la réorganisation de son actionnariat (soit 83,0 €, coupon 2010 attaché).

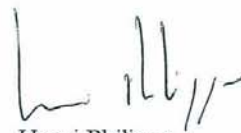
Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 82,0 € qui serait versé aux actionnaires minoritaires résiduels de la Société serait également équitable d'un point de vue financier, car ce prix est supérieur à la valeur estimée des titres de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les nouveaux actionnaires contrôlants de la Société et conduite par le management en place. Cette dernière conclusion repose sur les deux éléments suivants. Le premier est l'évaluation multicritères du titre *Delachaux* qui privilégie les estimations issues de la méthode DCF en raison de la pertinence limitée des références d'évaluation représentées par le cours de bourse et les prix cibles des analystes financiers et des réserves formulées à propos des résultats donnés par les méthodes analogiques (comparaisons boursières et transactions comparables). Le second élément est l'analyse approfondie du contexte de l'offre qui a notamment mis en évidence la faible probabilité d'une cession ultérieure du contrôle et le montant *a priori* limité de la prime de contrôle susceptible d'être payée à cette occasion.

Paris, le 26 septembre 2011

Pour *Accuracy*,



Bruno Husson



Henri Philippe

**Expertise indépendante dans le cadre
de l'offre publique d'achat obligatoire
initiée par Sogrepar SA
sur les actions de Delachaux SA**

Addendum au rapport en date du 26 septembre 2011

La section 1.5.4 de notre rapport en date du 26 septembre 2011 (« informations utilisées ») donne la liste des documents qui nous ont été communiqués dans le cadre de notre mission. Un certain nombre de ces documents ont été signés concomitamment ou même postérieurement à la présentation, le 7 septembre 2011, de notre rapport et de ses conclusions au conseil d'administration de Delachaux. Ces documents matérialisent des accords ou la réalisation d'opérations dont le principe avait déjà été acté par les parties concernées et que nous avons donc intégrés dans nos travaux.

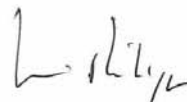
A toutes fins utiles, nous confirmons ici que les conclusions présentées au conseil d'administration de Delachaux le 7 septembre 2011 (sur la base de notre rapport en date du 2 septembre) et réitérées en l'état dans notre rapport en date du 26 septembre 2011 intègrent l'ensemble des documents mentionnés à la section 1.5.4 dudit rapport.

Paris le 27 septembre 2011

Pour Accuracy,



Bruno Husson



Henri Philippe

VII. CLAUSES DES ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE

7.1 Accord d'investissement conclu entre Ande Investissements et Financière Danube le 20 mai 2011

Dans le cadre de cet accord, Ande Investissements s'est engagée à apporter et céder ses participations dans Delachaux et Sogrepar à Sodelho afin de devenir, l'actionnaire majoritaire de Sodelho. Financière Danube s'est également engagée à procéder aux acquisitions directes et indirectes des actions Sodelho, Sogrepar et Delachaux détenues par les familles de Pierre et Philippe Delachaux conformément aux termes du protocole décrit à la section 7.2 ci-après.

La valorisation retenue pour les apports et les acquisitions est égale, par transparence, au prix de l'Offre.

Aux termes de cet accord, l'Offre devra être financée par recours à un financement bancaire et à des apports de fonds propres effectués pour l'essentiel par Financière Danube. En conséquence, Financière Danube augmentera sa participation dans le capital de Sodelho en proportion du résultat de l'Offre.

Pour autant, Ande Investissements ne devra pas détenir moins de 50 % des droits de vote de Sodelho plus une voix à l'issue de l'Offre. Toute augmentation de capital de Sodelho nécessaire au financement de l'Offre qui sera souscrite par Financière Danube au-delà de ce seuil sera réalisée au moyen d'une émission d'actions de préférence sans droits de vote.

7.2 Protocole relatif à la cession de 65,96% du capital de la société Sodelho, 29,82% du capital de la société Sogrepar et 1,68% du capital de la société Delachaux en date du 16 juin 2011

Ce protocole a organisé la cession des actions détenues par les deux branches cédantes de la famille Delachaux (branche Pierre Delachaux et branche Philippe Delachaux) au profit de Financière Danube.

La signature de cet accord fait suite à l'annonce de l'entrée en négociations exclusives des parties le 23 mai 2011.

Complément de prix

Il est prévu que les familles Pierre et Philippe Delachaux reçoivent un complément de prix au titre de la cession des actions Delachaux, dans l'hypothèse où, dans les 122 jours suivant la clôture de l'Offre, une nouvelle offre publique (en ce compris une offre publique de retrait) était déposée ou un retrait obligatoire était mis en œuvre à un prix supérieur au prix de cession des actions Delachaux déterminé dans ledit protocole. Ce complément de prix serait égal, pour chaque action Delachaux cédée à la différence entre (i) le prix par action Delachaux payé dans le cadre d'une nouvelle offre publique ou du retrait obligatoire et (ii) le prix par action Delachaux payé au titre du protocole de cession du 16 juin 2011, minoré de toute distribution de dividendes réalisée postérieurement à la signature du protocole, notamment le cas échéant, la Distribution (le "**Complément de Prix par Action Delachaux**").

Les familles Pierre et Philippe Delachaux percevront également un complément de prix relatif à la cession de leurs participations dans Sogrepar et Sodelho, déterminé par transparence sur la base du Complément de Prix par Action Delachaux.

Si plusieurs offres publiques venaient à être mises en œuvre successivement à des prix par action de la Société supérieurs à celui payé dans le cadre du protocole (diminué de tout dividende versé), le complément de prix sera déterminé sur la base du plus haut prix par action offert dans le cadre de ces offres. Si l'une de ces offres publiques était une offre publique d'échange, le complément de prix serait déterminé sur la base du cours de clôture du titre offert en échange à l'issue de la dernière séance de bourse sur le marché NYSE Euronext à Paris (ou tout marché financier équivalent) précédant l'annonce publique de cette offre.

Toute somme éventuellement perçue par les familles de Pierre et Philippe Delachaux au titre du Complément de Prix par Action Delachaux donnera droit au versement du Complément de Prix par Action Delachaux aux actionnaires de la Société qui auraient apporté leurs actions à l'Offre.

Seuls les actionnaires ayant apporté leurs titres à la procédure de semi-centralisation de l'Offre bénéficieront du Complément de Prix par Action Delachaux.

En tout état de cause, l'Initiateur a précisé qu'il n'a pas l'intention, dans les 122 jours suivant la clôture de l'Offre, (i) de déposer une nouvelle offre publique (en ce compris une offre publique de retrait) ou (ii) de mettre en œuvre un retrait obligatoire à un prix supérieur au prix de cession des actions Delachaux déterminé dans le protocole relatif à la cession de 65,96% du capital de la société Sodelho, 29,82% du capital de la société Sogrepar et 1,68% du capital de la société Delachaux en date du 16 juin 2011.

7.3 Pacte d'actionnaires conclu entre Ande Investissements et Financière Danube le 16 juin 2011

Le Pacte auquel la Société, Sodelho et Sogrepar ont adhéré le 7 septembre 2011, a, en particulier, vocation à (i) garantir à l'issue de l'Offre le maintien de la détention par Ande Investissements d'au moins 50 % des droits de vote plus une voix dans Sodelho ainsi que par transparence dans Delachaux, et (ii) à organiser la sortie progressive de Financière Danube du groupe Delachaux.

Ande Investissements et Financière Danube entendent agir de concert vis-à-vis de Delachaux, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, ce qui est une condition essentielle de la conclusion du Pacte. Le Pacte permet à Ande Investissements d'être prépondérant au sein du concert qu'elle forme avec Financière Danube.

(i) Gouvernance – Politique commune des parties au Pacte

Absence d'offre publique obligatoire – Droits de vote double

Sauf accord exprès en ce sens, Ande Investissements et Financière Danube ne procéderont à aucun transfert d'actions de Sodelho, Sogrepar ou Delachaux qui aurait pour conséquence d'obliger une des parties à déposer auprès de l'AMF une offre publique sur les actions Delachaux. Cet engagement est valable pour une période de huit années à compter de l'entrée en vigueur du Pacte.

Les dispositions des statuts relatives à l'attribution d'un droit de vote double aux actionnaires de la Société ayant détenu leurs titres en forme nominative depuis plus de deux ans seront maintenues.

Composition du conseil d'administration de Delachaux

Le conseil d'administration de Delachaux sera composé au maximum de dix administrateurs, dont :

- quatre administrateurs désignés sur proposition d'Ande Investissements si Ande Investissements détient au moins 20% des droits de vote de Sodelho, ce nombre étant porté à deux si Ande Investissements détient entre 10% et 20% des droits de vote de Sodelho, et à un si Ande Investissements détient entre 5% et 10% des droits de vote de Sodelho ;
- trois administrateurs désignés sur proposition de Financière Danube si Financière Danube détient au moins de 20% des droits de vote de Sodelho, ce nombre étant porté à deux si Financière Danube détient entre 10% et 20% des droits de vote de Sodelho, et à un si Financière Danube détient entre 5% et 10% des droits de vote de Sodelho ;
- deux administrateurs seront des administrateurs indépendants au sens du code AFEP-MEDEF, et
- un administrateur sera désigné conjointement sur proposition d'Ande Investissements et Financière Danube et sera président directeur général de Delachaux.

Le conseil d'administration statuera à la majorité simple, et la voix du président ne sera pas prépondérante. Certains décisions devront toutefois faire l'objet d'un vote favorable (i) d'un administrateur désigné sur proposition d'Ande Investissements et (ii) d'un administrateur désigné sur proposition de Financière Danube (notamment sur les opérations relatives au capital social, le recours à l'endettement au-delà d'un certain seuil, l'établissement du budget annuel et du plan d'affaires ainsi que la nomination des principaux dirigeants de la Société).

(ii) Liquidité

Le Pacte organise la cession à terme de la participation dans Sodelho de Financière Danube tout en permettant à Ande Investissements de conserver le contrôle sur le groupe Delachaux.

Période de conservation

A l'exception des actions de préférence sans droit de vote qui seront souscrites par Financière Danube dans le cadre du financement de l'Offre, les actions de Sodelho détenues par Ande Investissements et Financière Danube font l'objet d'une obligation de conservation pour une période de quatre ans (la « **Période de Conservation** »).

Liquidité par le bas – promesse d'achat et droit de sortie conjointe

Ande Investissements et Financière Danube pourront bénéficier d'une liquidité à travers le marché en faisant vendre par Sogrepar des actions de Delachaux correspondant par transparence à la participation qu'ils détiennent dans Sodelho et sur laquelle ils entendent obtenir une liquidité.

Dans la mesure où Ande Investissements a vocation à demeurer l'actionnaire de contrôle de la Société et à rester au capital après que Financière Danube a liquidé sa participation, Ande Investissements bénéficiera à tout moment d'une promesse d'achat sur un nombre d'actions Sodelho permettant à Ande Investissements de conserver, indirectement, le contrôle en droits de vote de Delachaux.

En cas de mise en œuvre de ce mécanisme de liquidité sur le marché, Ande Investissements et Financière Danube bénéficieront d'un droit de sortie conjointe. Si Ande Investissements souhaite

bénéficier de son droit de sortie conjointe ou vend les actions qu'elle détient dans Sodelho, elle perdra alors sa promesse d'achat.

Liquidité par le haut – droit de premier refus et droit de préemption

Ande Investissements et Financière Danube pourront bénéficier d'une liquidité par voie de cession de leurs participations respectives dans Sodelho à un tiers à l'issue de la Période de Conservation, étant précisé qu'Ande Investissements et Financière Danube bénéficieront toutes deux d'un droit de premier refus sur leurs participations réciproques dans Sodelho.

A défaut d'exercice de ce droit de premier refus par la partie non cédante, la partie souhaitant obtenir la liquidité de sa participation dans Sodelho aura le droit de céder sa participation à un tiers.

Dans le cadre d'une telle cession à un tiers, l'actionnaire non cédant bénéficiera en outre d'un droit de préemption sur un nombre d'actions Sodelho qui s'il n'en faisait pas l'acquisition auprès de l'actionnaire cédant, lui ferait perdre, par transparence, le contrôle en droits de vote de Delachaux.

A défaut d'exercice de son droit de préemption, l'actionnaire non-cédant bénéficiera enfin d'un droit de sortie conjointe.

Le tiers acquéreur de la participation de l'actionnaire cédant devra adhérer au pacte.

Interdiction de prise de participation dans Delachaux excepté à travers Sogrepar ou Sodelho

Ande Investissements et Financière Danube s'engagent à ne pas acquérir de participation dans Delachaux, excepté à travers Sogrepar ou Sodelho.

Néanmoins, Ande Investissements pourra faire usage des dividendes ou de tous autres produits versés par Sodelho afin de réaliser des acquisitions directes dans Delachaux pour autant (i) qu'elle ait au préalable proposé à Financière Danube d'acquérir ses actions dans Sodelho pour un même montant et (ii) le flottant de Delachaux ne passe pas en dessous du seuil de 25 %.

Par ailleurs, le pacte ne prévoit aucun prix de sortie garanti au bénéfice des parties.

7.4 Pacte entre détenteurs de valeurs mobilières émises par Sodelho

Un pacte d'actionnaires relatif à Sodelho a été conclu entre Ande Investissements, Financière Danube et Monsieur Jean-Pierre Colliaut en date du 9 septembre 2011. Il a pour objet de déterminer les règles particulières s'appliquant entre les parties dans leurs rapports au sein de Sodelho, la manière dont Sodelho et ses filiales sont gérées et les conditions qu'elles entendent respecter lors de la cession de tout ou partie de leur participation dans le capital de la Société, afin de protéger les droits d'actionnaire minoritaire de Jean-Pierre Colliaut. Le pacte détermine également les principes ayant vocation à régir l'investissement futur de certains autres managers du Groupe Delachaux. Par ailleurs, le pacte ne prévoit aucun prix de sortie garanti au bénéfice des parties.

Ce pacte ne remet pas en cause le contrôle exercé par Ande Investissements de concert avec Financière Danube sur le groupe Delachaux, ni la prépondérance d'Ande Investissements au sein dudit concert.

7.5 Engagement d'apport

Le 7 Septembre 2011, Jean-Pierre Colliaut s'est engagé vis-à-vis de Financière Danube et d'Ande Investissements à apporter à l'Offre 109.778 actions Delachaux représentant 0,84% du capital de la Société qu'il détient à l'ouverture de l'Offre.

De plus, conformément aux traités d'apport signés en date du 9 septembre 2011 :

- Monsieur Jean-Pierre Colliaut a procédé à un apport de 19.517 actions Delachaux additionnelles à Sodelho, rémunéré par l'émission d'actions Sodelho ; puis
- Sodelho a apporté 19.517 actions Delachaux reçues au titre de l'apport ci-dessus, à Sogrepar, devant être rémunéré par l'émission d'actions Sogrepar ;

ces apports ont été réalisés avant l'ouverture de l'Offre, en date du 20 septembre 2011, par transparence sur la base d'un prix de 82,0 euros par action Delachaux.

À l'exception de ce qui précède, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

VIII. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE

8.1 Structure du capital

Le capital social de Delachaux est de 8.352.998,40 euros, divisé en 13.051.560 actions, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

À l'issue des Opérations de Réorganisation décrites à la section II ci-dessus intitulée « *Contexte de l'Offre* », l'Initiateur détenait 63,67% du capital social et 76,53%³ des droits de vote de la Société.

A l'issue des opérations d'Acquisition sur le Marché et d'Apports (telles que ces opérations sont décrites supra à la section II. Intitulée *Contexte de l'Offre*, et sur la base des déclarations de franchissements de seuils reçues par la Société et des autres informations publiques disponibles, les principaux actionnaires identifiés de la Société sont, après réalisation des opérations d'Acquisitions sur le Marché et d'Apports⁴, les suivants :

Actionnaires	Nombre d'actions détenues	Pourcentage de détention	Nombre de droits de vote	Pourcentages de Droits de vote
Sogrepar	9.732.462 ⁵	74,57%	17.217.691	83,36%
Sodelho	1	-	1	-
Public ⁶	3.319.097	25,43%	3.437.490	16,64%
Total	13.051.560	100,00%	20.655.182	100,00%

³ Après calcul du nombre de droits de vote sur la base du nominatif au 15 septembre 2011

⁴ Au 20 septembre 2011.

⁵ Auxquelles s'ajoutent les actions Delachaux détenues par les membres du Conseil d'administration.

⁶ Incluant les titulaires d'actions détenues au nominatif, les actions Delachaux détenues par les membres du Conseil d'administration.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions

Néant.

8.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de Delachaux

À la date de la présente note en réponse, le seul actionnaire détenant plus de 5% du capital social ou des droits de vote de Delachaux est, à la connaissance de Delachaux, la société Sogrepar SA.

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

Sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de Delachaux, il n'existe pas de détenteurs d'Actions comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

A la connaissance de la Société, aucun mécanisme de contrôle n'est prévu dans le cadre d'un éventuel système d'actionnariat du personnel.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

A l'exception du Pacte, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote.

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

8.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 14 des statuts de la Société, les administrateurs sont nommés pour une durée de six (6) ans. Leur mandat prend fin à l'issue de l'assemblée qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Aux termes du Pacte, le conseil d'administration de Delachaux sera composé au maximum de dix administrateurs, dont :

- quatre (4) administrateurs désignés sur proposition d'Ande Investissements si Ande Investissements détient au moins 20% des droits de vote de Sodelho, ce nombre étant porté à deux si Ande Investissements détient entre 10% et 20% des droits de vote de Sodelho, et à un si Ande Investissements détient entre 5% et 10% des droits de vote de Sodelho ;
- trois (3) administrateurs désignés sur proposition de Financière Danube si Financière Danube détient au moins de 20% des droits de vote de Sodelho, ce nombre étant porté à deux si Financière Danube détient entre 10% et 20% des droits de vote de Sodelho, et à un si Financière Danube détient entre 5% et 10% des droits de vote de Sodelho ;
- deux (2) administrateurs seront des administrateurs indépendants au sens du code AFEP-MEDEF, et

- un (1) administrateur sera désigné conjointement sur proposition d'Ande Investissements et Financière Danube et sera président directeur général de Delachaux.

8.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

8.8.1 Délégations de pouvoirs et de compétences au conseil d'administration de Delachaux

Le Conseil d'administration dispose des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 24 mai 2011 :

En matière d'émission d'actions :

Nature des autorisations	Autorisation d'augmentation du capital avec faculté de sous-déléguer dans le cadre des dispositions des articles L. 3332-18 à L. 3332-24 et de l'article L.443 5 du code du travail
Portée des autorisations	▪ Procéder à une augmentation du capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription en numéraire d'un montant qui ne pourra pas excéder 1 % (variable à déterminer) du capital social, réservée aux salariés de la société dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ; ▪ fixer les conditions d'ancienneté exigées pour participer à l'opération, dans les limites légales, et le cas échéant, le nombre maximal d'actions pouvant être souscrites par salarié, ▪ de fixer le nombre d'actions nouvelles à émettre et leur date de jouissance, ▪ fixer, dans les limites légales, le prix d'émission des actions nouvelles ainsi que les délais accordés aux salariés pour l'exercice de leurs droits, ▪ fixer les délais et modalités de libération des actions nouvelles, ▪ constater la réalisation de la ou des augmentations de capital et procéder aux modifications corrélatives des statuts, t ▪ procéder à toutes les opérations et formalités rendues nécessaires par la réalisation de la ou des augmentations de capital.
Montant nominal maximal autorisé	1% du capital social soit un montant maximal de 83.529,99 Euros
Durée	26 mois
Utilisation depuis le 24 mai 2011	Néant.

L'Assemblée générale n'a pas expressément autorisé le conseil d'administration à utiliser la délégation susvisée en période d'offre.

En matière d'achat d'actions :

Nature des autorisations	Autorisation avec faculté de subdélégation au Conseil d'Administration l'effet d'opérer sur les actions de la Société en matière d'achat
---------------------------------	--

Portée de l'autorisation	Acheter ou faire acheter des actions de la société conformément aux dispositions des articles L.225-209 et suivants du Code de Commerce notamment en vue : - de la mise en œuvre de tout plan d'options d'achat d'actions de la société dans le cadre des dispositions des articles L. 225-177 et suivants du Code de commerce ;ou - de l'attribution d'actions aux salariés au titre de leur participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise et de la mise en œuvre de tout plan d'épargne d'entreprise dans les conditions prévues par la loi, notamment les articles L. 443-1 et suivants du Code du travail ; ou - de l'attribution gratuite d'actions dans le cadre des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce ; ou - de l'attribution gratuite d'actions dans le cadre des dispositions des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce ; ou - de la remise d'actions lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant accès au capital par remboursement, conversion, échange, présentation d'un bon ou de toute autre manière ; ou - de la remise d'actions (à titre d'échange, de paiement ou autre) dans le cadre d'opérations de croissance externe, de fusion, scission et apport ; ou - de l'animation du marché secondaire ou de la liquidité de l'action Delachaux par un prestataire de services d'investissement dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers ; Ce programme serait également destiné à permettre à la société d'opérer dans tout autre but autorisé ou qui viendrait à être autorisé par la loi ou la réglementation en vigueur. Dans une telle hypothèse, la société informerait ses actionnaires par voie de communiqué. L'acquisition, la cession ou le transfert des actions pourront être réalisés à tout et orment et pat tous moyens, sur le marché ou de gré à gré, y compris par acquisition ou cession de blocs (sans limiter la part du programme de rachat pouvant être réalisée par ce moyen), par offre publique d'achat, de vente ou d'échange, ou par utilisation d'options ou autres instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé ou de gré à gré ou par remise d'actions par suite de l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société par conversion, échange, remboursement, exercice d'un bon ou de toute autre manière, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire d'un prestataire de services d'investissement. Le prix maximum d'achat des actions dans le cadre de la présente résolution sera de 80 euros par action (ou la contre-valeur de ce montant à la même date dans toute autre monnaie), ce prix maximum n'étant applicable qu'aux acquisitions décidées à compter de la date de la présente assemblée et non aux opérations à terme conclues en vertu d'une autorisation donnée par une précédente assemblée générale et prévoyant des acquisitions d'actions postérieures à la date de la présente assemblée. Le prix minimum de vente sera de 40 euros par action L'assemblée générale délègue au conseil d'administration, en cas de modification du nominal de l'action, d'augmentation de capital par incorporation de réserves, d'attribution gratuite d'actions, de division ou de regroupement de titres, de distribution de réserves ou de tous autres actifs, d'amortissement du capital, ou de toute autre opération portant sur les capitaux propres, le pouvoir d'ajuster le prix d'achat susvisé afin de tenu-compte de l'incidence de ces opérations sur la valeur de l'action.
Montant nominal maximal autorisé	Les achats d'actions de la société peuvent porter sur un nombre d'actions tel que : - le nombre d'actions que la société achète pendant la durée du programme de rachat n'excède pas 10% des actions (soit 1 305 560 titres) composant le capital de la société, qui est de 13 051 560 actions. - le nombre d'actions que la société détiendra à quelque moment que ce soit ne dépasse pas 10 % des actions composant le capital de la société à la date considérée. Le montant global affecté au programme de rachat d'actions ainsi autorisé ne pourra être supérieur à 104.412,480 euros.
Durée	- Autorisation consentie pour une période de dix-huit mois à compter du 24 mai 2011.

	- L'autorisation prive d'effet, à compter [du 24 mai 2011] à hauteur, le cas échéant, de la partie non encore utilisée, de toute délégation antérieure donnée au conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la société.
Utilisation depuis le 24 mai 2011	Néant.

L'Assemblée générale n'a pas expressément autorisé le conseil d'administration à utiliser la délégation susvisée en période d'offre.

8.8.2 Règlement intérieur du conseil d'administration de Delachaux

Par décision en date du 7 septembre 2011, les membres du conseil d'administration de la Société ont adopté un nouveau règlement intérieur précisant les modalités de son fonctionnement et de celui des différents comités. Ce règlement intérieur est entré en vigueur au jour de son adoption par le conseil d'administration.

Il prévoit notamment que les décisions énumérées ci-après sont soumises à l'approbation préalable du conseil d'administration statuant à la majorité simple des membres présents, réputés présents ou représentés :

- modification des statuts (autres que (i) non significatives et (ii) nécessaires en vue de mettre les statuts en conformité avec la réglementation applicable) ;
- modifications significatives de l'activité ;
- déclaration de cessation des paiements, dissolution, liquidation, transfert universel de patrimoine ;
- conclusion de tout contrat et réalisation de toute opération (à des conditions de marché ou non) avec (i) la société Ande Investissements ou toute entité du groupe Ande Investissements, ou (ii) la société Financière Danube ou toute entité du groupe Financière Danube ;
- émission d'actions ou valeurs mobilières donnant accès au capital au profit de toute personne (notamment dans le cadre d'un plan d'intéressement des dirigeants), en ce compris toute émission de valeurs mobilières, d'instruments financiers, d'options, ou de droits, convertibles, échangeables, remboursables, ou donnant droit de quelque manière que ce soit à acquérir ou souscrire, des actions ordinaires ou de préférence de la Société ou de ses filiales (en ce compris par voie d'octroi d'options de souscription d'actions ou d'actions gratuites) ;
- changement des commissaires aux comptes (sauf Mazars, Deloitte, Ernst & Young, KPMG et PricewaterhouseCoopers) ;
- souscription de tout emprunt ou accroissement de l'endettement de plus de 25 millions d'euros (sur une base consolidée) ;
- modification des termes et conditions de tous emprunts ou endettements (en ce compris tout remboursement anticipé) de plus de 25 millions d'euros (sur une base consolidée) ;
- modification des principes comptables et de la date de clôture de l'exercice ;

- octroi de cautions, avals, garanties et engagements hors bilan d'un montant unitaire supérieur à 5 millions d'euros ou d'un montant total supérieur à 25 millions d'euros ;
- nantissement d'actifs de la Société ou de ses filiales pour un montant supérieur à 25 millions d'euros ;
- acquisitions (en ce compris la création de joint ventures) ou cessions d'actifs (en ce compris de participations) de la Société ou de ses filiales, d'un montant unitaire supérieur à 25 millions d'euros ;
- recours à tout conseil financier ou autre en lien avec les opérations susvisées ;
- fusion, scission, réunion d'activités, consolidation, reconstitution, recapitalisation ou réorganisation de la Société ;
- approbation de tout amendement ou écart (autres que nécessaires en vue de respecter la réglementation applicable, notamment en matière fiscale) au business plan pluriannuel de la Société ;
- mise en œuvre ou modification des plans d'intéressement des dirigeants ;
- approbation du budget annuel consolidé et de l'arrêté des comptes sociaux et consolidés de la Société ;
- introduction de toute action en justice, transaction, ou abandon de poursuites en cours (notamment en matière fiscale), pour tout contentieux d'un enjeu supérieur à 10 millions d'euros ;
- nomination et révocation des principaux dirigeants ; modification de la rémunération des principaux dirigeants ou tout accord sur le montant des indemnités de départ de ces derniers (les principaux dirigeants étant ici entendus comme intégrant le Président, le directeur financier et le directeur général à l'expiration des fonctions de M. Colliaut) ;
- autorisation ou mise en place de toute restructuration impliquant qu'il soit mis fin au contrat de travail de façon simultanée ou sur une courte période d'un nombre significatif de salariés ;
- distribution ou paiement de tout dividende ou distribution de toutes réserves ou autres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou remboursement de valeurs mobilières donnant accès au capital ; ou
- la conclusion de tout contrat ou tout engagement en lien avec les actions précitées.

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

À la connaissance de la Société, aucun accord significatif, auquel Delachaux est partie, ne contient de clause de changement de contrôle pouvant entraîner la résiliation de l'accord.

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

À la connaissance de la Société, aucune indemnité pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique, n'a été prévue.

IX. COMMUNICATION DES INFORMATIONS

Conformément aux dispositions de l'article 231-27 3°) du règlement général de l'AMF, la présente note en réponse est tenue gratuitement à la disposition du public auprès de la Société, et a été mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet de la Société (www.delachaux.fr).

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note en réponse sera publié conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement AMF après délivrance du visa par l'AMF, dans un quotidien d'information économique et financière, de diffusion nationale.

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront tenues gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, auprès de la Société ainsi que sur le site internet de l'AMF.

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié dans un journal de diffusion nationale au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

X. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE

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

Le 4 octobre 2011,

DELACHAUX

Représentée par Monsieur Jean-Pierre Colliaut, Président-directeur général