

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé le 9 mai 2012 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »). Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF.

LE PRÉSENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN RÉPONSE RESTE SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF

Avis important

En application de l'article 261-1 I 1° du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Accuracy, représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ENTREPOSE Contracting (www.entrepose.fr), et peut être obtenu sans frais auprès de :

- ENTREPOSE Contracting : 165 boulevard de Valmy, ZAC Kleber, 92700 Colombes, et
- l'établissement chargé du service des titres d'ENTREPOSE Contracting, CACEIS Corporate Trust, 14 rue Rouget de Lisle, 92130 Issy les Moulineaux.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, d'ENTREPOSE Contracting seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIÈRES

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE INITIÉE PAR VINCI	5
1.1	Termes de l'Offre	5
1.2	Situation des titulaires d'Actions Gratuites	5
1.3	Intentions de VINCI concernant le retrait obligatoire et la radiation d'Euronext Paris	6
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ENTREPOSE CONTRACTING	6
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ ET DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO DÉTENUES	8
4.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	8
I.	Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées	12
I.1.	Présentation d'Accuracy	12
I.2.	Personnel associé à la réalisation de la mission	12
I.3.	Déclaration d'indépendance	13
I.4.	Rémunération	13
I.5.	Diligences effectuées.....	13
I.5.1.	Programme de travail	13
I.5.2.	Calendrier de l'étude.....	14
I.5.3.	Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission	15
I.5.4.	Informations utilisées	15
I.5.5.	Limites de nos travaux.....	15
II.	Contexte de l'Opération	17
II.1.	Analyse de la vie boursière du titre Entrepose Contracting	17
II.1.1.	Evolution du cours depuis l'introduction en bourse à fin 2011	17
II.1.2.	Evolution du cours depuis début 2012	18
II.1.3.	Liquidité du titre	19
II.2.	Motivations de l'Initiateur	19
II.3.	Appréciation du caractère équitable de l'Offre	20
III.	Présentation de la Société	22
III.1.	Activités et atouts concurrentiels de la Société	22
III.1.1.	Composition du portefeuille d'activités	22
III.1.2.	Des atouts concurrentiels notables, mais une taille qui reste modeste	23
III.2.	Caractéristiques financières du portefeuille d'activités de la Société.....	24
III.2.1.	Un volume d'activité assez volatil, mais relativement déconnecté de la conjoncture économique générale	24
III.2.2.	Un levier opérationnel inférieur à celui des grands concurrents, mais qui reste significatif	24
III.2.3.	Une faible intensité capitalistique en raison notamment du montant élevé des avances de trésorerie	25
III.2.4.	Un portefeuille d'activités ayant déjà bénéficié de fortes synergies avec le groupe Vinci	27

III.3.	Implications des caractéristiques du portefeuille d'activités sur la démarche d'évaluation.....	27
III.3.1.	Estimation qualitative du risque non diversifiable.....	27
III.3.2.	Importance du risque spécifique et modalités de prise en compte dans l'évaluation.....	28
III.3.3.	Traitement des Avances clients dans une perspective d'évaluation.....	29
III.3.4.	Prise en compte des synergies déployées avec le groupe Vinci.....	30
IV.	Évaluation de la Société.....	31
IV.1.	Références d'évaluation disponibles.....	31
IV.1.1.	Actif net comptable consolidé.....	31
IV.1.2.	Transactions récentes sur le capital.....	31
IV.1.3.	Cours de bourse et prix cibles des analystes financiers.....	31
IV.2.	Méthodes d'évaluation mises en œuvre.....	33
IV.2.1.	Une démarche d'évaluation en deux étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres.....	33
IV.2.2.	Éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres par action.....	33
IV.3.	Méthode DCF.....	34
IV.3.1.	Estimation des flux de trésorerie annuels.....	34
IV.3.2.	Détermination d'une valeur terminale.....	35
IV.3.3.	Détermination du taux d'actualisation.....	36
IV.3.4.	Résultat de la méthode.....	38
IV.4.	Méthode des comparaisons boursières.....	38
IV.4.1.	Choix des multiples pertinents.....	38
IV.4.2.	Sélection des sociétés comparables.....	38
IV.4.3.	Résultats de la méthode.....	41
IV.5.	Méthode des transactions comparables.....	41
IV.5.1.	Principe de la méthode.....	41
IV.5.2.	Constitution d'un échantillon de transactions récentes.....	41
IV.5.3.	Résultats de la méthode.....	42
V.	Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre élaborés par la Banque.....	43
V.1.	Méthodologie d'évaluation.....	43
V.2.	Méthode DCF.....	43
V.3.	Méthodes des comparaisons boursières.....	44
V.4.	Méthodes des transactions comparables.....	44
VI.	Conclusion sur le caractère équitable du Prix d'Offre.....	46
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	47
6.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ.....	47
6.1	Structure et répartition du capital d'ENTREPOSE Contracting.....	47

6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance d'ENTREPOSE Contracting	47
6.3	Participations directes ou indirectes dans le capital d'ENTREPOSE Contracting dont elle a connaissance	48
6.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	48
6.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	48
6.6	Accords entre actionnaires dont ENTREPOSE Contracting a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	48
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	48
	6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs	48
	6.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts	49
6.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions.....	49
6.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts.....	51
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	51
7.	INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ	51
8.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION EN RÉPONSE	52

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE INITIÉE PAR VINCI

1.1 Termes de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 1° et suivants du Règlement général de l'AMF, la société VINCI, société anonyme au capital de 1.417.896.822,50 euros, dont le siège social est sis au 1 cours Ferdinand de Lesseps, 92500 Rueil Malmaison, France, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 037 806 (« **VINCI** »), offre irrévocablement aux actionnaires de la société ENTREPOSE Contracting, société anonyme au capital de 5.165.408 euros, dont le siège social est sis au 165 boulevard de Valmy, ZAC Kleber, 92700 Colombes, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 410 430 706 (« **ENTREPOSE Contracting** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010204321, d'acquérir leurs actions ENTREPOSE Contracting au prix unitaire de 100 euros par action dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »), suivie si les conditions sont remplies d'une procédure de retrait obligatoire.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 4 mai 2012 et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par VINCI dans le cadre de l'Offre.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 1° et suivants du Règlement général de l'AMF.

VINCI s'engage irrévocablement auprès des actionnaires d'ENTREPOSE Contracting à acquérir, au prix de 100 euros par action ENTREPOSE Contracting, les actions ENTREPOSE Contracting qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre, pendant une période de 15 jours de négociation.

Au 20 avril 2012, VINCI détenait directement et indirectement 4.141.216 actions ENTREPOSE Contracting représentant 80,17% du capital et 87,79% des droits de vote d'ENTREPOSE Contracting¹.

L'Offre porte sur la totalité des actions ENTREPOSE Contracting en circulation non détenues directement ou indirectement par VINCI, en ce compris (i) les 7.492 actions auto détenues par la Société et (ii) les 1.098 Actions Gratuites (telles que définies dans la section 1.2 ci-dessous), soit, à la connaissance de VINCI au 20 avril 2012, 1.024.192 actions de la Société représentant 19,83% de son capital et 12,21% de ses droits de vote².

A l'exception des actions mentionnées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit, ni aucune autre valeur mobilière pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

La participation à l'Offre et la diffusion du présent document font l'objet de restrictions légales hors de France. Ces restrictions sont détaillées à la section 2.7 du projet de note d'information de VINCI.

1.2 Situation des titulaires d'Actions Gratuites

Le conseil d'administration d'ENTREPOSE Contracting du 20 novembre 2008, sur autorisation de l'assemblée générale du 23 mai 2008, a décidé l'attribution gratuite d'un nombre total de 1.500 actions de la

¹ Sur la base d'un capital composé de 5.165.408 actions représentant 9.139.004 droits de vote au 20 avril 2012, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

² Sur la base d'un capital composé de 5.165.408 actions représentant 9.139.004 droits de vote au 20 avril 2012, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Société à l'ensemble des salariés de la filiale anglaise EIS devenue Spiecapag UK Ltd. Compte-tenu des critères d'attribution fixés lors de ce conseil d'administration, 1.098 actions nouvelles, sur 1.500 possibles, ont été émises le 17 décembre 2010 au profit des salariés de la filiale anglaise EIS devenue Spiecapag UK Ltd (les « **Actions Gratuites** »).

Ces Actions Gratuites font l'objet d'engagements de conservation pendant une période de 2 ans expirant le 20 novembre 2012.

Pendant cette période de conservation et conformément aux dispositions du règlement d'attribution des Actions Gratuites, ces actions sont inaliénables et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre. Les Actions Gratuites pourront en revanche faire l'objet, si les conditions sont remplies, du retrait obligatoire.

1.3 Intentions de VINCI concernant le retrait obligatoire et la radiation d'Euronext Paris

Conformément aux dispositions des articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, dans le cas où les actionnaires minoritaires de la Société ne représenteraient pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% du capital ou des droits de vote d'ENTREPOSE Contracting, VINCI a l'intention de mettre en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions ENTREPOSE Contracting non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation de 100 euros par action ENTREPOSE Contracting, égale au prix de l'Offre.

VINCI se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où elle viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote d'ENTREPOSE Contracting, et où un retrait obligatoire n'aurait pu être mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie si les conditions sont remplies d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions qui ne seront pas détenues directement ou indirectement par elle, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, dans l'hypothèse où VINCI ne pourrait pas mettre en œuvre de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, VINCI se réserve le droit de demander la radiation des actions ENTREPOSE Contracting d'Euronext Paris.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'ENTREPOSE CONTRACTING

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 9 mai 2012 au siège social de la Société à l'effet d'examiner le projet d'Offre, suivie si les conditions sont remplies d'une procédure de retrait obligatoire, et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre, et, si les conditions sont remplies, le retrait obligatoire, pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

La séance était présidée par Monsieur Dominique Bouvier, en sa qualité de président-directeur général.

Le conseil d'administration a rendu à l'unanimité l'avis motivé suivant :

« Le conseil réunissant ainsi la présence effective de plus de la moitié des administrateurs en fonction, peut valablement délibérer. »

Assistent également à la réunion :

- *Mesdames Sophie Herpin et Catherine Otero, représentantes du comité d'entreprise,*
- *ainsi que le cabinet Accuracy, représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, désigné par la Société en qualité d'expert indépendant.*

Monsieur Dominique Bouvier préside la séance en sa qualité de président-directeur général.

Le Président rappelle que les administrateurs ont été convoqués à l'effet de délibérer sur l'ordre du jour suivant :

- Point sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée, suivi si les conditions sont réunies d'un retrait obligatoire, initié par VINCI :*
 - ✓ Rapport de l'Expert Indépendant*
 - ✓ Avis motivé sur le projet d'offre*
 - ✓ Apport des actions auto-détenues*
 - ✓ Projets de note en réponse et de document « Autres Informations »*
 - ✓ Projet de communiqué de presse*

EXPOSÉ DU PRÉSIDENT

Le Président rappelle au conseil que la Société est devenue une filiale, directe et indirecte, de VINCI en 2007 dans le cadre de contrats d'acquisition de blocs d'actions ENTREPOSE Contracting conclus entre VINCI et des actionnaires majoritaires de la Société et d'une offre publique d'achat initiée par VINCI sur les actions de la Société³.

Le Président souligne que dans le prolongement de ces opérations, VINCI souhaite aujourd'hui intégrer complètement ENTREPOSE Contracting au sein du groupe VINCI.

Dans ce cadre, VINCI a décidé de déposer une offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société non encore détenues par celle-ci (l'« Offre ») suivie si les conditions sont remplies d'une procédure de retrait obligatoire.

Il rappelle également que conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement général de l'AMF, le cabinet Accuracy, représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, a été désigné par la Société en qualité d'expert indépendant le 11 avril 2012, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire.

Le Président met à la disposition du conseil qui les examine le projet de note d'information de VINCI et le projet de note d'information en réponse à l'Offre de la Société.

Le Président expose au conseil les principales modalités et caractéristiques de l'Offre ainsi que les motifs et intentions de VINCI. Il précise que VINCI s'engage notamment à acquérir, pendant une période de 15 jours de négociation, toutes les actions visées par l'Offre et apportées à l'Offre au prix de 100 euros par action.

Le Président remet également au conseil qui en prend connaissance, le rapport d'expertise indépendante établi par le cabinet Accuracy, représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF.

Le Président donne ensuite la parole aux représentants du cabinet Accuracy à l'effet de commenter leur rapport et d'explicitier leur évaluation et les diligences accomplies dans l'exercice de leur mandat puis d'exposer leurs conclusions.

Puis Monsieur Jean-François Vaury, administrateur indépendant, rend compte au conseil de sa mission de supervision des travaux de l'expert indépendant.

Le Président rappelle enfin que l'expert indépendant mandaté aux fins de se prononcer sur le prix par action offert aux actionnaires a conclu au caractère équitable des termes financiers de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire.

³ Les termes et conditions de cette offre ont été décrits dans la note d'information visée par l'AMF le 10 juillet 2007 sous le numéro 07-252.

APPROBATION DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE INITIÉE PAR VINCI

Le conseil d'administration constate que le prix de l'Offre, suivie si les conditions sont remplies d'une procédure de retrait obligatoire, est de 100 euros par action de la Société et qu'il est jugé équitable par l'expert indépendant.

Le conseil constate en outre que par rapport à la référence donnée par le cours de bourse moyen enregistré sur la période de 60 jours de bourse précédant l'annonce de l'opération, la prime offerte par VINCI avoisine 38% et que le prix de l'Offre intègre de façon satisfaisante la valeur des actifs et le potentiel de développement de la Société.

Le conseil relève enfin que l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate et intégrale pour l'ensemble des actionnaires de la Société, dans des conditions équitables.

Après en avoir délibéré, le conseil, à l'unanimité, considère que le projet d'Offre de VINCI est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Dans ces conditions, le conseil décide, à l'unanimité, d'approuver le projet d'Offre, suivie le cas échéant d'une procédure de retrait obligatoire, objets du projet de note d'information de VINCI, ainsi que le projet de note d'information en réponse de la Société, et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre de VINCI.

Par ailleurs, après en avoir délibéré, le conseil décide à l'unanimité que la Société apportera à l'Offre ses 7.492 actions auto détenues.

Le conseil prend acte de ce que les administrateurs ont décidé d'apporter leurs actions ENTREPOSE Contracting à l'Offre. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ ET DE LA SOCIÉTÉ RELATIVES AUX ACTIONS AUTO DÉTENUES

Comme indiqué ci-dessus dans la section 2, lors de la réunion du conseil d'administration du 9 mai 2012 :

- les membres du conseil d'administration de la Société ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions ENTREPOSE Contracting à l'Offre, et
- la Société a également décidé d'apporter ses actions auto détenues à l'Offre.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le conseil d'administration de la Société du 11 avril 2012 a désigné le cabinet Accuracy, représenté par Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre suivie si les conditions sont remplies d'une procédure de retrait obligatoire, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1° et II et suivants du Règlement général de l'AMF.

Le rapport de l'expert indépendant apprécie le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire. Ce rapport est reproduit intégralement ci-après.



Figures for decision

Expertise Indépendante

dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée
initiée par le groupe Vinci sur les actions Entrepouse Contracting

Mai 2012

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 simplifiée initiée par le groupe Vinci sur les actions Entrepouse Contracting

Entrepouse Contracting (ci-après la « Société ») est une société cotée à la bourse de *NYSE Euronext Paris* (compartiment B) dont le groupe *Vinci* détient 80,17% du capital et 87,86% des droits de vote effectifs au 20 avril 2012. Cette structure d'actionnariat est la conséquence de l'acquisition par le groupe *Vinci*, en mai 2007, d'un bloc de contrôle de la Société, ainsi que de l'offre publique obligatoire qui en avait résulté, en juillet 2007.

Le groupe *Vinci* (aussi désigné ci-après « *Vinci* » ou « l'Initiateur ») souhaite à présent initier sur les actions de la Société une offre publique d'achat simplifiée (ci-après « l'Offre », « l'Opération ») au prix unitaire de 100 € (ci-après « le Prix d'Offre »), et mettre en œuvre, à l'issue de l'Offre et si les résultats le permettent, une procédure de retrait obligatoire. Dans un tel contexte, conformément à la réglementation boursière, le conseil d'Administration de la Société a désigné *Accuracy* en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir une attestation sur le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société (ci-après « les Actionnaires Minoritaires »).

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de deux 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°). Tel est le cas dans la mesure où *Vinci* détient déjà plus de 80% du capital ou des droits de vote de la Société.
- (ii) « La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II). En raison des intentions susmentionnées de l'Initiateur, il est effectivement demandé à *Accuracy* de se prononcer sur le caractère équitable du Prix d'Offre comme prix d'indemnisation pour les Actionnaires Minoritaires 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 six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie détaille le contexte de l'Offre et précise l'impact de ce contexte pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre. La troisième partie a pour objet de présenter succinctement la Société, ainsi que les principales caractéristiques de son portefeuille d'activités et leur

influence sur la démarche d'évaluation. La quatrième 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 imposée par les dispositions légales et réglementaires en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré par *Crédit Agricole Corporate & Investment Bank*, conseil de l'Initiateur et banque présentatrice de l'Offre (ci-après « la Banque »). La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'Offre pour les Actionnaires Minoritaires dans la perspective éventuelle d'un retrait obligatoire.

I. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

I.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 en Europe, Amérique du Nord et en Inde, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 200 consultants (dont une centaine 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 vingt-quatre 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	Nature de l'offre	Banque conseil
sept.-11	Delachaux	Sogrepar	Offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire	Deutsche Bank et HSBC France
avr.-11	Rhodia	Solvay	Offre publique d'achat (suivie d'un retrait obligatoire "automatique")	Morgan Stanley
févr.-11	DLP Participations	Foncière PH Green	Offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire	Odco & Cie
mai-10	NRS (ex Silicom p)	France Telecom	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Lazard Frères
avr.-10	Etam Développement	Société	Offre publique de rachat d'actions	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.

I.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 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 un consultant diplômé d'HEC disposant d'une expérience d'environ quatre ans dans le domaine du conseil financier et un consultant ancien élève de l'ENS Cachan, titulaire d'un doctorat en sciences de gestion.

I.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 ».

Accuracy considère notamment qu'aucune des missions qu'elle a pu effectuer au cours des deux dernières années (ou pourrait effectuer dans un avenir proche) pour la Société ou l'Initiateur ne la place en situation de conflit d'intérêts dès lors que ces missions ont représenté (ou devraient représenter) moins de 1% en moyenne de son chiffre d'affaires annuel. Pour information, il est rappelé que, dans le contexte de l'offre publique d'achat obligatoire de juillet 2007 qui avait résulté de l'acquisition d'un bloc de contrôle de la Société par *Vinci*, *Accuracy* était intervenu comme expert indépendant mandaté par la Société et avait facturé à ce titre un montant d'honoraires de 70 000 €.

I.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 125 000 € hors taxes.

I.5. Diligences effectuées

I.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 ;
- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse des prévisions élaborées par le management de la Société sur la période 2012-2015 ;

- entretien avec le management de l'Initiateur afin de comprendre le contexte de l'Offre et ses motivations ;
- entretiens avec des 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.) ;
- entretien avec l'administrateur indépendant en charge de la supervision de nos travaux ;
- entretien avec des représentants de *Crédit Agricole Corporate & Investment Bank*, banque conseil du groupe *Vinci* ;
- 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 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 et à la détermination des taux d'actualisation applicables ;
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières identification du sens et de l'importance des biais induits par les différences existant entre la Société 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 la Société ;
- analyse critique des éléments d'appréciation du Prix d'Offre élaborés par la Banque 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 mai 2012 ;
- obtention de lettres d'affirmation de la part de l'Initiateur et de la Société.

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.

I.5.2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été formellement mandatée par le conseil d'administration de la Société le 11 avril 2012. Notre mission s'est déroulée du 11 avril 2012 au 9 mai 2012, date de présentation du présent rapport au conseil d'administration de la Société.

Au cours de cette période, nous avons eu de nombreuses réunions 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. Nous avons également eu plusieurs contacts avec l'Initiateur et des représentants de la banque-conseil de l'Initiateur.

I.5.3. Liste des principales personnes rencontrées au cours de la mission

- Dominique Bouvier, Président Directeur Général, *Entrepose Contracting*
- Jean-Luc Pommier, Directeur du Développement, *Vinci* ;
- Bruno Marcé, Directeur Général des Activités Groupe, *Entrepose Contracting*
- Jacques Ménochet, Directeur Général Adjoint, *Entrepose Contracting*
- Renaud Laroche, Secrétaire Général, *Entrepose Contracting*
- Alain Cesbert, Directeur Général, *Entrepose Projets*
- Jean-Claude Van de Wiele, Directeur Général, *Spiecapag*
- Bruno Maerten, Directeur Général, *Geocean*
- Jean-Michel Naud, Directeur Général, *Entrepose Services*
- Ahmed Ben Salah, Directeur Général, *Cofor*
- Jean-François Vauray, Administrateur indépendant d'*Entrepose Contracting*
- Bertrand Peyrelongue, Associé en charge du département Fusion & Acquisitions, *Crédit Agricole Corporate & Investment Bank*
- Loïc de Cacqueray, Vice-Président, *Crédit Agricole Corporate & Investment Bank*

I.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 :

- rapports annuels de la Société (exercices 2011 et antérieurs), ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- études et notes publiées par des analystes financiers sur la Société au cours de la période récente ;
- répartition du capital et des droits de vote de la Société au 20 avril 2012 ;
- plan d'affaires 2012-2015 élaboré par le management de la Société et ajusté par lui à notre demande, afin d'intégrer le risque d'exécution des contrats EPC ;
- projet de note d'information et éléments d'appréciation du Prix d'Offre élaborés par la Banque ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, et *Mergermarket* : 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).

I.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 indépendante 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 les perspectives de développement de la société et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

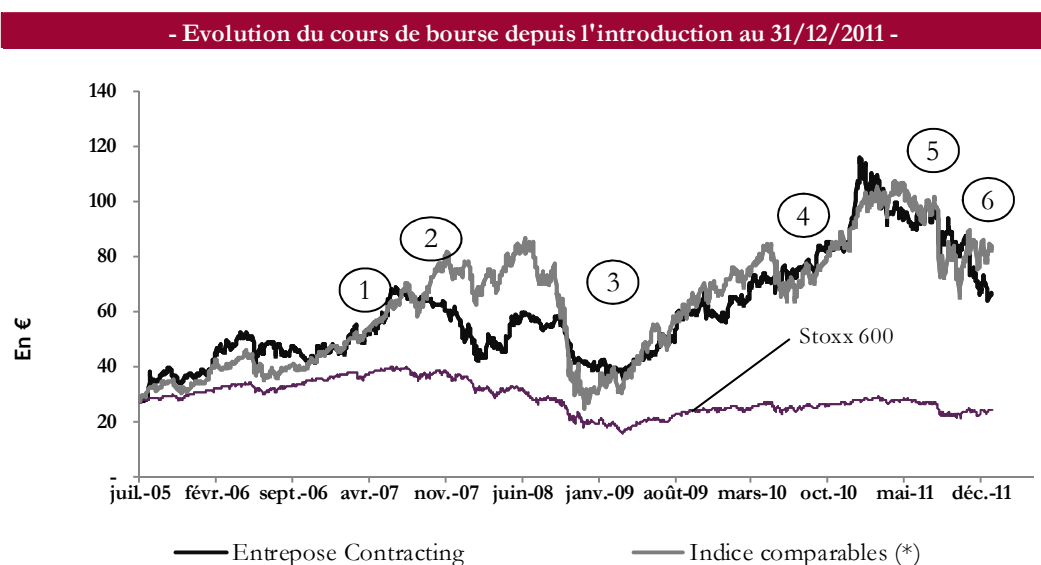
Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

II. Contexte de l'Opération

II.1. Analyse de la vie boursière du titre Entrepouse Contracting

II.1.1. Evolution du cours depuis l'introduction en bourse à fin 2011

Sur la période allant du 1er juillet 2005, date de l'introduction en bourse de la Société, au 5 avril 2012, dernier jour de bourse précédant l'annonce de la présente Offre par *Vinci*, soit une période de près de 6 ans, le cours du titre *Entrepouse Contracting* a été multiplié par trois, passant de 23,00 € (prix d'introduction) à 72,10 €. Le graphique ci-dessous retrace l'évolution du cours d'*Entrepouse Contracting* sur la période juillet 2005 – décembre 2011 en la comparant à l'évolution d'un échantillon de sociétés comparables dont la composition est détaillée plus loin (cf. infra, section 4.7).



* L'indice comparables est un indice équipondéré composé de : *Technip*, *Saipem*, *Petrofrac* (à partir du 3/10/2005), *John Wood Group*, *Tecnicas Reunidas* (à partir du 20/06/2006), *CBI* et *Willbros Group*

Note : pour les indices de référence, la base utilisée est le premier cours de clôture d'*Entrepouse Contracting*

Source : Bloomberg

Légende du graphique

- (1) Mai 2007 : acquisition de *Spiecapag* et Offre de *Vinci* à 65 € ;
- (2) Août 2007 : incertitude sur le carnet de commandes ;
- (3) Septembre 2008 : faillite de *Lehman Brothers* ;
- (4) Mars 2010 : incidents à Macondo dans le Golfe du Mexique ;
- (5) Printemps 2011 : Printemps Arabe et opérations militaires en Libye ;
- (6) Octobre 2011 : résultats et prévisions moins bons qu'attendus en raison notamment des difficultés rencontrées en Papouasie-Nouvelle-Guinée et en Libye.

De juillet 2005 à juin 2007, la progression du cours de bourse de la Société suit celle des sociétés du secteur. Le printemps 2007 est marqué par l'acquisition de *Spiecapag* annoncée le 25 mai, puis la prise de contrôle de la Société par *Vinci*, annoncée le 31 mai et suivie par une offre publique qui allait porter la participation de *Vinci* à 77,24%.

Au cours de l'été 2007, le cours de bourse est affecté négativement par des prises de commandes moins bonnes qu'attendues. En septembre 2008, à l'instar de l'ensemble du marché, le cours de bourse de la Société subit l'impact de la crise financière mondiale déclenchée par la faillite de *Lehman Brothers*. Le cours atteint un point bas le 9 mars 2009 à 35,20 €.

A partir du printemps 2009, la performance boursière du titre *Entrepose Contracting* s'améliore progressivement, portée par la reprise économique et la signature de contrats importants (comme en décembre 2009, l'obtention par *Spiecapag* d'un contrat de plus de 800 m\$ pour la construction d'un pipeline en Papouasie-Nouvelle-Guinée).

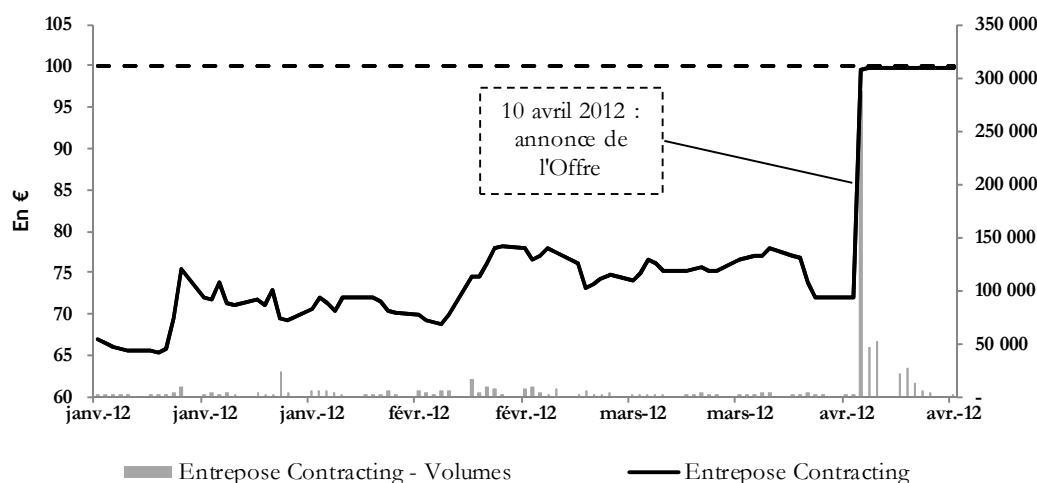
En mars 2010, les incidents survenus dans le Golfe du Mexique affectent les cours boursiers des principaux concurrents d'*Entrepose Contracting*, mais restent sans impact majeur sur le cours du titre de la Société qui n'est pas présente dans cette zone. Fin 2010, le titre atteint son plus haut historique à 115,90 € (cours de clôture du 29 décembre 2010), porté par le carnet de commandes record affiché dans la publication des résultats du troisième trimestre et le niveau de marge opérationnelle attendu sur l'ensemble de l'année.

A partir de février 2011, le cours de bourse de la Société est pénalisé par les événements politiques survenus dans le monde Arabe, tout particulièrement en Libye où la Société doit interrompre un important contrat en cours d'exécution. A l'automne, les difficultés rencontrées en Papouasie-Nouvelle-Guinée en raison de conditions météorologiques et d'un environnement local difficile conduisent le management à annoncer pour le troisième trimestre des résultats moins bons qu'attendus et à revoir à la baisse les prévisions du quatrième trimestre. A la suite de l'ensemble de ces difficultés, le titre de la Société qui, en mars, avait franchi en baisse le seuil des 100 €, décroche alors nettement par rapport à ceux des sociétés concurrentes.

II.1.2. Evolution du cours depuis début 2012

Depuis début janvier 2012, le titre affiche une progression de 8%, en ligne avec les principales entreprises du secteur pour atteindre en clôture le cours de 72,10 € le vendredi 5 avril, dernier jour de bourse avant l'annonce de la présente Offre. Après une suspension de cours le mardi 10 avril, jour de l'annonce, le cours de la Société se positionne dès sa reprise de cotation à 99,58 €, juste en dessous du Prix d'Offre de 100 €. Ce même jour et lors des jours suivants, le volume d'échanges augmente notablement : en l'espace de neuf jours, c'est en effet près de 45,5% du flottant de la Société (cf. *infra*) qui change de mains (soit un volume moyen d'échanges 17,6 fois supérieur au volume quotidien moyen sur les neuf jours précédent l'annonce). Un tel volume d'échanges conjugué au positionnement du cours juste en dessous du Prix d'Offre relevé est le signe que le marché a clairement voté en faveur du succès de l'Offre.

- Evolution du cours de bourse depuis le 02/01/2012 -



Source : Bloomberg

II.1.3. Liquidité du titre

A la veille de l'Offre, la capitalisation boursière de la Société avoisine 400 m€, ce qui range la Société dans la catégorie des valeurs moyennes (« *midcaps* »). Le contrôle de la Société est assuré par *Vinci* qui détient 80,17% des actions, le solde étant principalement dans les mains du public (l'autocontrôle ne représentant que 0,15% du capital soit par le fait du contrat de liquidité soit par le fait des actions autodétenues). Le flottant (soit 19,68% du capital) est donc d'un montant modeste (environ 80 m€).

Conséquence directe de cette situation, le marché du titre *Entrepouse Contracting* est étroit et peu actif, comme attesté par le faible volume d'échanges au cours des soixante derniers jours de bourse précédant l'annonce de l'offre (soit un volume moyen quotidien de 4 061 titres correspondant à un montant de capitaux échangés d'environ 300 k€).

Entrepouse Contracting - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			
		Nombre de titres	En m€	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant	En m€
05/04/2012	72,1	2 412	0,2	2 412	0,0 %	0,2 %	2,4
Dernier mois	74,8	2 197	0,2	50 523	1,0 %	5,0 %	3,8
60 derniers jours de bourse	72,3	4 061	0,3	243 634	4,7 %	24,0 %	17,6
6 derniers mois	72,7	3 581	0,3	467 976	9,1 %	46,1 %	34,0
12 derniers mois	79,6	3 054	0,2	795 160	15,4 %	78,3 %	63,3

Note : Données de cours de bourse ajustées des dividendes de 0,92 € versés le 2 avril 2012 et 3,10 € le 11 mai 2011.

Moyennes calculées sur la base des cours moyens pondérés par les volumes (ou VWAP) journaliers.

Source : Bloomberg, Entrepouse Contracting

II.2. Motivations de l'Initiateur

Lancée à l'initiative de Vinci, la présente Offre répond à des motivations d'ordres stratégique et opérationnel.

- **Stratégique.** L'Opération renforce l'exposition économique du groupe *Vinci* au secteur prometteur de l'*Oil & Gas*, conformément aux objectifs affichés lors de la première offre. Comme on le verra plus loin (cf. infra, section 3.1.2), l'augmentation de la taille de la Société, notamment via des opérations de croissance externe, semble requis non seulement pour le développement des activités

mais également pour la pérennisation du volume d'affaires actuel. Dans cette perspective, l'éviction des Actionnaires Minoritaires revêt *a priori* un intérêt certain pour le groupe Vinci. A titre d'illustration, dans l'hypothèse où le groupe Vinci viendrait à financer, directement ou indirectement, pour le compte de sa filiale *Entrepose Contracting* la totalité d'une acquisition de taille significative, on peut comprendre l'intérêt pour Vinci de détenir la totalité du capital de sa filiale, notamment si des restructurations et des ajustements de périmètre au sein de la société cible s'avéraient nécessaires au lendemain de l'acquisition.

- Opérationnel. Comme indiqué plus loin (cf. infra, section 3.2.4), des synergies opérationnelles significatives ont été mises en œuvre depuis le changement de contrôle de la société en 2007, et ceci sans que l'existence d'actionnaires minoritaires ait pu constituer un frein. Ainsi, les synergies complémentaires qui pourraient résulter de l'éviction des Actionnaires Minoritaires apparaissent limitées (par exemple, économies générées par le retrait de la cote) ou difficiles à quantifier (meilleure intégration de la Société au sein du groupe Vinci pour la réalisation de projets complexes). Grâce à l'Opération, le groupe Vinci économise en effet les coûts inhérents à la cotation en bourse : coûts explicites de la cotation (abonnement payé à l'entreprise de marché NYSE Euronext, dépenses de communication financière, etc.), mais également coûts implicites liés principalement au temps des dirigeants dévolu aux analystes financiers et aux actionnaires publics.

II.3. Appréciation du caractère équitable de l'Offre

Comme souligné plus haut, la présente Offre est une offre initiée par le groupe Vinci, actionnaire contrôlant de la Société. 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 l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actions détenues par les Actionnaires Minoritaires ne représenteraient pas plus de 5% des actions ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'autorité de marché le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs détenteurs sur la base du Prix d'Offre. Dans un tel contexte, 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 l'actionnaire contrôlant actuel, le groupe Vinci, et conduite par le management en place (ci-après « Valeur Intrinsèque » des titres de la Société). En ce sens, le Prix d'Offre doit donc intégrer les synergies déjà déployées et envisagées dans le futur grâce à l'adossment de la Société au groupe Vinci, ainsi qu'une fraction raisonnable des synergies additionnelles qui pourraient résulter de la fermeture du capital de la Société via l'éviction des actionnaires minoritaires résiduels à l'issue de l'Offre.
- (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, ou encore cession ultérieure du contrôle de la société par l'Initiateur de l'Offre). Plus précisément, le Prix d'Offre 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.

A cet égard, nous n'avons pas identifié d'acquéreur potentiel « naturel » susceptible de dégager des synergies bien supérieures à celles dont la Société bénéficie aujourd'hui du fait de son adossment au groupe Vinci. Par ailleurs, dans une lettre d'affirmation, le management du groupe Vinci nous a

indiqué qu'il n'entrait pas dans ses intentions dans un avenir prévisible de céder sa filiale *Entrepouse Contracting*. Au total, la probabilité que la Société soit cédée dans un futur proche à un prix supérieur à sa Valeur Intrinsèque nous semble donc très faible.

Sur la base de ces considérations, le Prix d'Offre pourra donc être considéré comme équitable dès lors qu'il est égal ou supérieur à la Valeur Intrinsèque des titres de la Société.

Après avoir décrit le portefeuille d'activités de la Société et analysé ses principales caractéristiques financières, la section 3 à suivre expose l'impact de ces caractéristiques sur la démarche méthodologique à mettre en œuvre pour déterminer la Valeur Intrinsèque des titres de la Société. La section 4 détaille les travaux d'évaluation réalisés en vue de déterminer cette Valeur Intrinsèque et permettra donc d'apprécier, sur la base des estimations obtenues, le caractère équitable du Prix d'Offre pour les Actionnaires Minoritaires.

III. Présentation de la Société

III.1. Activités et atouts concurrentiels de la Société

III.1.1. Composition du portefeuille d'activités

Entrepose Contracting est spécialisée dans la réalisation de grands projets clés en main à l'international (ou « projets EPC » pour *Engeneering, Procurement and Construction*) pour les marchés pétroliers et gaziers principalement *onshore*. Son expertise s'articule autour de cinq activités, deux historiques et trois nouvelles développées grâce à des opérations de croissance externe.

- **Projets** : ingénierie, fourniture et construction de projets *onshore* de traitement (unités d'exploitation de champs, stations de compression, etc.) et de stockage (réservoirs) de produits gaziers et pétroliers. Dans le domaine du stockage, la Société est l'un des leaders mondiaux des réservoirs cryogéniques de GNL (gaz naturel liquéfié). Cette activité s'appuie sur la seule unité de production du groupe, située à Dunkerque, qui permet de pré-fabriquer les éléments en acier constitutifs d'un réservoir. L'activité Projets représente 27% du chiffre d'affaires attendu en 2012 ; selon le management, elle devrait connaître une croissance annuelle de 9% sur la période 2012-2015, tirée notamment par les projets de traitement de pétrole et de gaz.
- **Pipelines** : ingénierie, fourniture et construction d'infrastructures de transport du gaz et du pétrole *onshore* (pipelines et stations de compression). Cette activité historique de la Société a été très significativement renforcée en mai 2007 par l'acquisition de la société *Spiecapag*, l'un des leaders mondiaux de la pose de pipelines *onshore*, et en janvier 2010 par l'acquisition de la société *HDI* spécialisée dans les forages horizontaux dirigés. Elle représente 47% du chiffre d'affaires attendu en 2012. Après avoir connu un quasi doublement depuis l'entrée de *Spiecapag* dans le périmètre d'*Entrepose Contracting*, le chiffre d'affaires devrait rester stationnaire sur la période 2012-2015. Cette absence de croissance traduit un nouveau palier de développement : dans cette activité, *Entrepose Contracting* ne dispose pas aujourd'hui des capacités d'encadrement nécessaires à la gestion de plusieurs grands contrats de front.
- **Opérations côtières** : pose de pipelines (pétrole, gaz ou eau) en domaine côtier, c'est-à-dire en zone maritime de faible profondeur (0 à 50 mètres) et réalisation des atterrages correspondants. Cette activité a été développée à partir de l'acquisition, en octobre 2006, du groupe *Geocean*. Elle représente 9% du chiffre d'affaires attendu en 2012 et devrait connaître une croissance de l'ordre de 12% par an sur la période 2012-2015 (données retraitées de l'impact du contrat GECOL en Libye en 2011). La croissance devrait provenir d'un recentrage sur le secteur plus porteur de l'*Oil & Gas*, notamment en Afrique de l'Ouest, où la Société a déjà enregistré quelques succès. Cependant, ce recentrage nécessite l'acquisition d'une barge supplémentaire de pose de pipelines (investissement de 35 m\$ à 40 m\$).
- **Forage** : mise à disposition de services de forage profond *onshore* (pétrole, gaz, géothermie, eau), ainsi que sondage et carottage en grande profondeur (jusqu'à 4 500 mètres). A la différence des trois activités susmentionnées, le chiffre d'affaires de l'activité forage est généralement réalisé en régie et repose sur des taux journaliers et non sur des contrats au forfait. Cette activité a été développée via l'acquisition du groupe *Cofor* en octobre 2010, qui assure également des services

d'entretien et de remise en état des puits et des équipements de production. Elle représente 6% du chiffre d'affaires attendu en 2012 et devrait connaître une croissance très significative sur la période 2012-2015 (+22% par an), notamment en raison de l'acquisition de nouveaux *rigs* de forages plus performants.

- Services : services à l'industrie essentiellement structurés autour de services d'approvisionnement en pièces détachées (*procurement*) et en sous-ensembles (intégration de services) avec l'acquisition de *Captrade* en août 2009, et comprenant également la maintenance de sites et de pipelines. Cette activité représente 11% du chiffre d'affaires attendu en 2012 et devrait croître de 17% par an sur la période 2012-2015, notamment grâce à la restructuration et l'extension géographique de l'offre de *procurement* et au développement de l'intégration de services.

III.1.2. Des atouts concurrentiels notables, mais une taille qui reste modeste

Les atouts concurrentiels de la Société résident principalement dans deux facteurs.

Le premier, fruit de 70 ans d'histoire dans le domaine de la construction d'infrastructures, est la capacité de la Société à réaliser par elle-même les projets complexes commandés par ses clients. Ainsi, par rapport aux grands acteurs des projets EPC comme *Technip* ou *Saipem* qui sont des spécialistes du E (*Engineering*) et du P (*Procurement*), la Société s'est spécialisée sur les projets de taille moyenne avec une implication totale dans la construction.

Le second facteur est la concentration de l'activité dans un nombre restreint de pays à l'environnement complexe : par exemple du fait des conditions climatiques et/ou de l'environnement politique : Algérie et Nigéria historiquement, puis plus récemment Angola, Libye, Papouasie-Nouvelle-Guinée, et en projet Irak et Ouganda. Dans ces pays, la Société capitalise sur son expérience des environnements complexes et bénéficie d'un meilleur contrôle du risque de ses projets grâce à des implantations locales souvent anciennes via des filiales dédiées.

Néanmoins, la Société reste d'une taille relativement modeste par rapport à ses principaux concurrents. A titre d'illustration, *Technip* et *Saipem* affichent des tailles de 10 à 20 fois supérieures à celle d'*Entrepose Contracting*. Cette différence de taille est un défi majeur pour la Société. En effet, en raison de l'augmentation continue de leur taille, les projets EPC pétroliers et gaziers sont de plus en plus souvent confiés aux grands acteurs et /ou aux spécialistes du E (*Engineering*) plutôt qu'aux spécialistes du C (*Construction*) comme *Entrepose Contracting*. De ce fait, la Société est confrontée à un risque de marginalisation qui la conduirait à passer d'un statut de cotraitant avec les ingénieristes à celui de sous-traitant, avec toutes les conséquences que cela implique en termes croissance et de rentabilité.

Dans ce contexte, des opérations de croissance externes pourraient être envisagées afin de renforcer le E (*Engineering*) dans le portefeuille d'activités de la Société. Ce mouvement stratégique nécessiterait par ailleurs de franchir la taille critique nécessaire pour absorber une base de coûts fixes accrue du fait du développement de l'*Engineering*. Il semble donc que, tant sur un plan défensif (maintenir le rang de la Société) qu'offensif (assurer la croissance future), le futur de la Société passe par la réalisation d'opérations de croissance externe d'envergure.

III.2. Caractéristiques financières du portefeuille d'activités de la Société

III.2.1. Un volume d'activité assez volatil, mais relativement déconnecté de la conjoncture économique générale

Le volume d'affaires de la Société est relativement cyclique, car les grands donneurs d'ordre (les compagnies pétrolières et gazières notamment), qui sont tous soumis aux mêmes aléas, décident généralement en même temps d'accélérer ou de réduire le rythme de leurs investissements. Comme attesté par les deux exemples qui suivent, ces cycles d'investissement apparaissent cependant peu corrélés à la conjoncture économique générale.

Le premier exemple concerne la période comprise entre fin 2005 et fin 2007. Sur cette période, le carnet de commandes de la Société est passé de plus de deux ans de chiffre d'affaires à environ sept mois. Cette évolution défavorable, qui s'est traduite en 2008 par une réduction du chiffre d'affaires de 9% (à périmètre et taux de change constants), n'était pas imputable au début du ralentissement de la croissance mondiale, mais résultait plutôt de la flambée du prix du pétrole. En effet, face à des prix en forte hausse, les états producteurs ont tous souhaité renégocier les contrats passés avec les compagnies pétrolières qui, dans l'attente de connaître leurs nouvelles conditions d'exploitation, ont suspendu certaines décisions d'investissement.

Le second exemple s'appuie sur la crise économique de 2009-2010. Cette crise n'a visiblement pas eu d'impact significatif sur la performance opérationnelle de la Société. Au cours de cette période, le chiffre d'affaires d'*Entrepose Contracting* a en effet augmenté de 23% par an à périmètre et taux de change constant, notamment grâce à l'obtention de gros contrats en Libye et en Papouasie-Nouvelle-Guinée, et sa marge opérationnelle est passée de 4,2% en 2008 à 8,1% en 2011.

Au total, le volume d'activité de la Société apparaît plus dépendre du cycle propre du secteur de l'*Oil & Gas*, ponctué par les nouvelles découvertes de champs gaziers et pétroliers et par les nouveaux choix stratégiques de production (développement du gaz de schiste aux Etats-Unis et en Australie par exemple), que relié à la conjoncture économique générale.

III.2.2. Un levier opérationnel inférieur à celui des grands concurrents, mais qui reste significatif

Le chiffre d'affaires de la Société est généré par un nombre restreint de grands projets (une trentaine en 2011) pour lesquels elle mobilise, sur la durée du chantier, une quantité importante de ressources tant en personnel (ingénieurs, ouvriers) qu'en matériel (engins de chantier, etc.).

Le degré de levier opérationnel est cependant limité car *Entrepose Contracting* peut ajuster sa base de coûts aux variations du volume d'activité. En effet, la grande majorité du personnel dédié à la construction des infrastructures n'est engagée que pour la durée du chantier. A titre d'illustration, sur la période 2007-2011, *Entrepose Contracting* a mobilisé en moyenne 9 000 personnes sur ses chantiers pour seulement 900 employés permanents. De plus, *Entrepose Contracting* sous-traite le plus souvent la phase d'*Engineering* de ses grands contrats, en raison d'un bureau d'étude de taille modeste (environ 50 personnes à fin 2011, soit seulement 4% de l'effectif moyen permanent). Enfin, l'essentiel du matériel de chantier (engins de terrassement ou de levage par exemple) est acheté en crédit-bail pour la durée du chantier.

Dès lors, *Entrepose Contracting* est moins soumise au « risque d'utilisation » de son personnel ou de son matériel que les groupes d'*Engineering* comme *Technip* (qui disposent d'effectifs essentiellement

permanents) ou des groupes spécialisés dans l'*offshore* comme *Subsea7* ou *Aker* (qui disposent de leur propre flotte de bateaux).

En pratique cependant, la réalisation d'un chantier est soumise à de nombreux aléas, d'ordres technique, météorologique ou encore politique. En raison de coûts journaliers de chantier considérables (étant donné l'importance des ressources engagées), tout dérapage du calendrier de réalisation du chantier pénalise rapidement la rentabilité du projet. Ainsi, comme *Entrepose Contracting* l'a expérimenté en 2011, un dérapage significatif sur un seul projet de grande envergure, comme le projet de pipeline en Papouasie-Nouvelle-Guinée ou encore le projet *GECOL* en Libye suffit à pénaliser significativement la rentabilité de l'ensemble du groupe.

Au total, le levier opérationnel d'une société comme *Entrepose Contracting* apparaît assez élevé comme en atteste la volatilité de la marge opérationnelle sur la période 2002-2011 : celle-ci affiche un niveau moyen de 4,4% (écart-type de 1,6%) avec un point haut de 8,1% en 2010 et un point bas de seulement 2,3% en 2003.

Enfin, il convient de souligner que le levier opérationnel de la Société a tendance à augmenter sous l'effet des quatre facteurs suivants.

- Augmentation de la taille unitaire des projets : la volonté des grands donneurs d'ordre de limiter le nombre des interfaces sur un projet donné, conjuguée à l'augmentation des coûts liée au respect des contraintes réglementaires en matière de sécurité et d'environnement (normes HSE, *Health Safety & Environment*), a pour effet d'augmenter la taille des contrats.
- Alourdissement de la structure de coûts : les frais de structure de la Société ont tendance à augmenter en raison notamment des coûts de formation résultant des contraintes réglementaires susmentionnées, ainsi que de la volonté de la Société de pérenniser sa présence dans certains pays à fort potentiel commercial par la constitution de filiales dotées d'un effectif permanent.
- Politique de rajeunissement du personnel : le management d'*Entrepose Contracting* souhaite traiter de manière préventive la problématique du renouvellement des générations en embauchant de nouveaux collaborateurs en dédoublement, ce qui augmente mécaniquement la base de coûts fixes.
- Développement d'activités à levier opérationnel plus élevé. Au cours des années récentes, le portefeuille d'activités de la Société s'est enrichi grâce à la croissance externe de nouvelles activités (Services et Forage) dont le levier opérationnel est plus élevé que celui des deux activités historiques (Projets et Pipeline). A cela, il faut ajouter l'augmentation du levier opérationnel de l'activité Projets en raison du développement du bureau d'étude qui a vu sa capacité de production passer de 40 000 à 100 000 heures par an.

III.2.3. Une faible intensité capitalistique en raison notamment du montant élevé des avances de trésorerie

L'activité d'*Entrepose Contracting* est globalement peu capitalistique. Dans les pays étrangers où elle souhaite développer son activité de grands projets, la Société est souvent en position de négocier le versement d'avances significatives dès la signature du contrat, tant et si bien que la Société peut espérer bénéficier d'une trésorerie positive sur la durée des contrats concernés. Plus précisément, le besoin en fonds de roulement (BFR) associé à un projet est négatif (et constitue une ressource) lors de la phase de démarrage et, si tout se passe comme prévu, le montant de ce BFR diminuera en valeur absolue à mesure de l'avancement du projet, mais restera légèrement négatif jusqu'à la phase finale.

La pratique des avances bénéficie aux trois activités de la Société engagées dans des projets EPC (activités Projets, Pipelines et Opérations Côtières, ci-après « les Activités EPC »). En raison de leur taille et du nombre limité de projets que la Société peut mener de front, le montant des avances est

relativement volatile et peut connaître d'importantes fluctuations au sein d'un même exercice. A titre d'illustration, les Avances (vocable qui désigne dans la suite du rapport la somme des rubriques comptables « avances clients » et « produits constatés d'avance ») représentaient 55 jours du chiffre d'affaires des Activités EPC fin 2011 contre respectivement 121, 110 et 94 jours fin 2008, fin 2009 et fin 2010. Sur cette base, le montant de fin 2011 représente manifestement un point historiquement très bas, mais il n'est pas représentatif du montant moyen enregistré sur cette même année. Ainsi, sur la base des montants observés à la fin de chaque trimestre, le montant moyen des Avances ressort à 87 jours en 2011 et 105 jours en 2010.

Au total, le BFR associé à un portefeuille de projets (par hypothèse situés à des phases différentes) est en moyenne négatif et représente donc une source de financement structurelle. Chez *Entrepose Contracting*, le montant de ce BFR (en valeur absolue) dépasse même le montant de l'actif immobilisé (au demeurant faible car la Société loue l'essentiel des matériels de chantier), si bien que, exception faite de la garantie financière représentée par le montant des capitaux propres, le portefeuille d'activités dans son ensemble ne consomme aucune ressource financière. Sur la période 2002-2011, le BFR de la Société en fin d'année ressort en moyenne à - 101 jours de chiffre d'affaires avec un point bas à - 142 jours à fin 2005 et un point haut à - 53 jours à fin 2011.

Le financement de projets sous forme d'Avances est une pratique très répandue dans le secteur de l'*Oil & Gas*. Cette pratique est bien évidemment dans l'intérêt des sociétés de *contracting*, mais également de leurs donneurs d'ordre (les compagnies pétrolières et gazières notamment). Ceci est particulièrement vrai dans le cas d'*Entrepose Contracting* pour les deux raisons suivantes.

- En raison du différentiel de taille, il existe une asymétrie d'accès au financement (en montant et en coûts) entre *Entrepose Contracting* et ses donneurs d'ordre. Si de telles Avances n'étaient pas consenties, *Entrepose Contracting* devrait financer ses chantiers de manière autonome. Ce coût de financement, répercuté à ses clients, serait supérieur à celui qu'ils auraient pu obtenir directement. Dès lors, il est plus optimal pour les donneurs d'ordre de financer, sous forme d'Avances, les chantiers conduits par la Société.
- La faculté de fonctionner systématiquement en « trésorerie positive » limite le risque supporté par *Entrepose Contracting*, et cela d'autant plus que les chantiers se situent majoritairement dans des zones géographiques risquées. Dès lors, ces avances de trésorerie permettent de limiter la probabilité que la Société soit mise en difficulté en cas de dérapage majeur d'un chantier, avec toutes les implications financières que cela aurait pour le donneur d'ordre.

Comme les capitaux employés (ou actif économique) de la Société sont structurellement négatifs, la notion de Roce (*Return On capital Employed*) est peu pertinente dans le cas d'espèce. En effet, lorsque le résultat opérationnel est positif, le Roce est en quelque sorte infini dans la mesure où ce résultat a pu être obtenu sans mise de fonds.

Néanmoins, l'intensité capitalistique du portefeuille d'activités d'*Entrepose Contracting* tend à augmenter pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le développement des activités Forage et Opérations Côtières exige à court terme de réaliser des investissements conséquents en matériel : des *rigs* de forage (coûts unitaires variant entre 2 m€ et 15 m€) pour l'activité Forages et une barge de pose de pipelines (coût de 25 m€ à 30 m€) pour l'activité Opérations Côtières. De plus, la forte croissance attendue des activités Services et Forages sera consommatrice de trésorerie, notamment en raison de l'absence d'Avances de la part des clients et des stocks nécessaires à l'activité de *procurement*.

III.2.4. Un portefeuille d'activités ayant déjà bénéficié de fortes synergies avec le groupe Vinci

Depuis cinq ans, et la prise de contrôle de la Société par *Vinci*, de nombreuses synergies se sont développées naturellement entre les différentes activités des deux groupes. Ces synergies sont d'ordre commercial, opérationnel, « RH » et technique.

- Commercial. Depuis son adossement au groupe *Vinci*, *Entrepose Contracting* peut apporter, dans certains cas exceptionnels, une « garantie maison-mère » aux donneurs d'ordre qui la demandent. Cette garantie, exigée notamment sur les plus gros projets, est ainsi un atout commercial de taille qui a permis par exemple à *Entrepose Contracting* de remporter la totalité du contrat de 800 m\$ pour la pose d'un pipeline en Papouasie-Nouvelle-Guinée. De plus, l'association des expertises de la Société avec celles du groupe *Vinci* tant en termes de génie civil (*Vinci Construction Grands Projets* ou « *VCGP* », *Soletanche Bachy*), d'ingénierie électrique ou de construction d'infrastructures de production d'énergie (*Vinci Energies*) a permis de répondre à des appels d'offre intégrés de grande taille. C'est le cas par exemple des projets de construction de réservoirs GNL (*VCGP* et *Entrepose Projets*) ou encore du projet de parc d'éoliennes *offshore* en France (*Vinci Energies*, *VCGP*, *DEME* ainsi qu'*Entrepose Projets* et *Geocean*).
- Opérationnel. Depuis 2007, les grands projets où *Vinci* et *Entrepose Contracting* sont associés sont fréquemment exécutés dans le cadre de joint-venture intégrée plutôt qu'en consortium. La constitution d'une joint-venture permet notamment une meilleure gestion du projet qui se traduit par des gains de temps et une diminution des risques d'exécution. Cette forme d'organisation permet aussi de limiter les interfaces à gérer pour le client et donc à *Entrepose Contracting* de répondre à des appels à projets de grande envergure, ce qui est un atout commercial dans le contexte actuel.
- « RH ». Le fait qu'*Entrepose Contracting* fasse partie du groupe *Vinci* facilite le recrutement de nouveaux effectifs, notamment de jeunes ingénieurs auxquels des possibilités d'évolution au sein du groupe *Vinci* peuvent être offertes.
- Technique. Au sein de *Vinci*, un groupe de travail dédié au domaine de l'*Oil & Gas*, animé par *Entrepose Contracting*, permet de faire partager les expertises et de coordonner certains efforts de recherche et développement au niveau du groupe dans son ensemble.

III.3. Implications des caractéristiques du portefeuille d'activités sur la démarche d'évaluation

Comme on le verra plus loin, les travaux d'évaluation réalisés dans le cadre du présent rapport d'expertise reposeront principalement sur la méthode DCF en raison de sa capacité à intégrer de façon explicite et transparente l'ensemble des caractéristiques des activités détaillées ci-dessus. Les développements qui suivent sont ainsi à replacer dans le cadre de la mise en œuvre de cette méthode.

III.3.1. Estimation qualitative du risque non diversifiable

Les deux déterminants clés du risque non diversifiable d'une activité (ou risque systématique, traditionnellement mesuré par le coefficient bêta) sont la sensibilité du volume d'affaires à la conjoncture économique générale et le degré de levier opérationnel (qui vient amplifier l'impact d'une variation du volume d'affaires sur le résultat de l'activité).

Au cours des années récentes, les carnets de commandes (et par suite les chiffres d'affaires) des Activités EPC ont pu enregistrer d'importantes fluctuations. Comme on l'a vu plus haut, ces variations

résultent plus de facteurs spécifiques aux grands donneurs d'ordre de l'univers de l'*Oil & Gas* que de l'évolution de la conjoncture économique générale. De ce fait, contrairement à ce que pourrait suggérer la volatilité du chiffre d'affaires des activités EPC (les plus contributives au chiffre d'affaires consolidé), le degré de risque systématique d'*Entrepouse Contracting* appréhendé sur la seule base de la sensibilité de son volume d'affaires à la conjoncture économique globale ne devrait pas être supérieur au degré de risque moyen du marché (*i.e.* soit un coefficient bêta désendetté de 0,8).

C'est en revanche la conclusion inverse qui semble prévaloir en ce qui concerne l'impact du levier opérationnel, deuxième déterminant clé du risque systématique d'une activité. Comme indiqué plus haut, en dépit de la flexibilité apparente de la structure de coûts qui découle du recours important et systématique à du personnel temporaire pour l'exécution des projets, le risque de dérapages dans la réalisation d'un projet combiné à la taille significative et croissante des projets crée *de facto* un levier opérationnel relativement élevé et potentiellement supérieur à la moyenne du marché.

Au total, l'effet conjugué des deux déterminants clés du risque systématique sur le coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, à savoir une sensibilité du volume d'affaires à la conjoncture économique située dans la moyenne du marché et un levier opérationnel plutôt supérieur à la moyenne, laisse anticiper un coefficient bêta significatif (*i.e.* supérieur à 1,0) mais pas très élevé (*i.e.* inférieur à 1,5). Comme on le verra plus loin (cf. *infra*, section 4.3.3), cette fourchette sera confortée par l'estimation quantitative du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société réalisée à partir des coefficients bêta historiques des actions de sociétés engagées dans des activités raisonnablement comparables.

III.3.2. Importance du risque spécifique et modalités de prise en compte dans l'évaluation

Dans les Activités EPC, trois facteurs se conjuguent pour générer un risque spécifique élevé sur les flux de trésorerie futurs : (i) la taille significative des projets réalisés, (ii) le nombre limité de projets que la Société est en mesure de conduire simultanément (corollaire du facteur précédent), (iii) les zones géographiques privilégiées par la Société pour le développement de son activité. Ce risque doit être intégré d'une façon ou d'une autre dans l'estimation de la valeur des titres de la Société. Dans le cadre de la méthode DCF, on dispose de prévisions réalisées par le management de la Société sur la base de ses meilleures estimations sur le développement de l'activité et donc sans intégrer l'occurrence d'événements exceptionnels par nature imprévisible. Dès lors, il existe deux modalités distinctes pour intégrer le risque spécifique dans l'évaluation.

La première consiste à augmenter le coût du capital (tel que déterminé de manière usuelle à partir de la formule du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers ou MEDAF) en ajoutant une « prime de risque spécifique ». Cette façon de faire a certes l'avantage de la simplicité, mais le montant nécessairement forfaitaire de cette prime additionnelle pose manifestement problème dans le cas d'espèce dans la mesure où le risque spécifique perçu est élevé et diffère selon les activités de la Société.

Dès lors, il convient selon nous de privilégier la seconde modalité de prise en compte du risque spécifique consistant à ajuster à la baisse les flux de trésorerie prévisionnels de chacune des activités concernées. Comme nous le verrons plus loin (cf. *infra*, section 4.3.1), c'est de fait la solution qui a été mise en œuvre dans le cadre du présent rapport, et ceci grâce aux ajustements opérés à notre demande par le management de la Société dans un plan d'affaires qui ne comportait à l'origine aucun incident significatif dans aucune des trois activités susceptibles d'être concernées.

III.3.3. Traitement des Avances clients dans une perspective d'évaluation

Le BFR structurellement négatif de la Société (cf. *supra*) résulte principalement des Avances consenties par les donneurs d'ordre dans les Activités EPC. Sur le plan juridique, la trésorerie générée par ces Avances n'appartient pas à la Société. Bien plus, dans la mesure où l'abandon brutal d'un projet dans une phase proche du démarrage entraînerait le remboursement des Avances non consommées, il serait sans aucun doute imprudent d'utiliser cette trésorerie pour financer d'autres besoins que ceux strictement liés à la réalisation du projet préfinancé. En revanche, les produits financiers générés par ladite trésorerie appartiennent bien à la Société et sont partie intégrante du résultat susceptible d'être distribué aux actionnaires.

Dans la perspective d'une évaluation financière (perspective distincte de celle définie par la mesure du levier financier et du risque de faillite associé), les produits financiers générés par les Avances doivent faire l'objet d'un traitement spécifique dans la mesure où ils ne supportent *a priori* pas le même degré de risque que le résultat opérationnel *stricto sensu*. La démarche d'évaluation envisagée consiste au préalable à scinder les Avances en deux composantes : (i) les Avances existantes à la date d'évaluation, (ii) les Avances additionnelles générées année après année par la croissance de l'activité.

Afin d'illustrer la démarche envisagée, considérons l'exemple suivant dont les paramètres (croissance de l'activité, niveau relatif des Avances, taux sans risque, etc.) ont été fixés à des niveaux voisins de ceux considérés plus loin pour mesurer l'impact des Avances sur la valeur du portefeuille d'activités de la Société. L'activité à évaluer génère un chiffre d'affaires de 1 000 et bénéficie d'un montant d'Avances représentant 20% du chiffre d'affaires, soit un montant de 200 à la date de l'évaluation. La croissance annuelle du chiffre d'affaires est de 6% par an sur une période de prévisions explicites de 5 ans et de 2% sur les années ultérieures. Au terme de la période de prévisions, le niveau des Avances est supposé baisser durablement en raison de la pression concurrentielle pour se fixer à 14% du chiffre d'affaires (soit une baisse de 30% sur le niveau antérieur). L'impact des Avances sur la valeur de l'activité est alors mesuré de la manière suivante.

S'agissant du montant des Avances à la date d'évaluation (soit 200), on peut considérer, en raison de la croissance anticipée du chiffre d'affaires, que l'activité disposera de ce montant de 200 pendant cinq ans, montant ramené à 140 pour les années ultérieures du fait de la réduction structurelle du niveau des Avances. A la date d'évaluation, l'activité dispose donc de façon pérenne d'un montant d'Avances de 140 ; la valeur actuelle au taux sans risque des produits financiers générés par ces Avances est par construction égal à 140. Par ailleurs, les produits financiers générés par la trésorerie induite par les Avances supposées non pérennes (60) sur la période de prévisions peuvent être également considérés comme sans risque (à nouveau en raison de la croissance prévue de l'activité). Sur la base d'un taux sans risque de 1,5% (rentabilité supposée des actifs de trésorerie), la valeur actuelle de ces produits financiers s'établit à 4,3. Au total, l'impact du stock initial d'Avances sur la valeur de l'activité ressort donc à 144,3, soit un abattement d'environ 28% cohérent avec la réduction de 30% du niveau structurel des Avances.

S'agissant des Avances additionnelles générées par la croissance de l'activité, il faut prendre en compte les produits financiers générés sur la période de prévisions, ainsi que sur les années ultérieures en intégrant la réduction du taux d'Avance au terme de la période de prévisions. Afin d'intégrer le risque qui pèse sur la croissance de l'activité, ces produits financiers sont actualisés au taux risqué applicable aux flux de trésorerie d'exploitation, soit le taux déterminé sur la base du risque systématique de l'activité. Sur la base d'un taux risqué de 9%, la valeur actuelle de l'ensemble des produits financiers générés par les Avances additionnelles (sur la période de prévisions et au-delà) s'élève à 8,8.

Au total, sur la base de la démarche d'évaluation mise en œuvre et des différents paramètres retenus, l'impact des Avances sur la valeur de l'activité ressort à 153,1, soit 77% du montant des Avances à la date d'évaluation. Par ailleurs, il apparaît que les avances additionnelles générées par la croissance ont

un impact limité sur la valeur de l'activité, à la différence du niveau du taux d'Avance dont le pourcentage de baisse au terme de la période de prévisions donne une bonne indication de l'abattement à effectuer sur le montant des Avances initiales pour obtenir une estimation plancher de l'impact des Avances sur la valeur de l'activité.

Cette modalité de traitement des Avances dans l'évaluation d'une activité où ce mécanisme de préfinancement génère un montant significatif de trésorerie est sans doute contestable (d'autres choix sont possibles, notamment sur le taux risqué applicable aux produits financiers induits par la croissance des Avances), mais elle a le mérite de la transparence. En effet, en décrivant de manière explicite les hypothèses retenues sur l'évolution des Avances sur la période de prévisions et le niveau normatif de ces Avances sur le long terme, cette façon de faire permet de mesurer le degré d'optimisme ou de prudence de ces hypothèses et par suite d'apprécier le caractère raisonnable du scénario retenu. C'est dans cet esprit que nous présenterons plus loin le scénario retenu dans le cadre du présent rapport pour mesurer l'impact du mécanisme des Avances sur la valeur du portefeuille d'activités de la Société (cf. *infra*, section 4.3.1).

III.3.4. Prise en compte des synergies déployées avec le groupe Vinci

Comme souligné plus haut, de nombreuses synergies se sont développées de manière naturelle entre les deux groupes depuis leur rapprochement en 2007. Pour cette raison, les synergies complémentaires qui pourraient voir le jour avec l'intégration d'*Entrepouse Contracting* à 100% au sein du groupe *Vinci* apparaissent limitées et/ou difficiles à quantifier.

La seule synergie facile à identifier, car directement liée à la réalisation de l'Opération, est celle représentée par les économies de coûts explicites et implicites résultant du retrait de la cote. D'après le management, les coûts explicites (redevance payée à l'entreprise de marché, frais de communication financière, etc.) avoisineraient 1 m€ par an (environ 660 k€ après impôts). Les coûts implicites recouvrent le temps du management consacré à la gestion de la cotation en bourse. Pour l'essentiel, il s'agit des interactions avec les investisseurs et les analystes financiers, par nature relativement limités en raison de la taille et de la structure actionnariale de la Société.

Les autres synergies susceptibles d'être générées par la réalisation de l'Opération résulteront du développement d'un sentiment d'appartenance et d'une culture commune au groupe *Vinci* : cet aspect est difficilement quantifiable même s'il affecte la Société aussi bien en interne que vis-à-vis de ses relations avec les tiers. Sur le plan interne, l'intégration à 100% de la Société permettra de faciliter les relations entre les équipes *Vinci* et *Entrepouse Contracting*, et donc de développer une culture commune fondée sur l'appartenance totale au même groupe. Sur le plan externe, l'obtention et la négociation de partenariats avec de grands acteurs du secteur (par exemple avec *Technip* pour les activités d'*Engineering*) pourra se faire de manière plus naturelle avec le groupe *Vinci*.

Enfin, la pleine intégration de la Société dans le groupe Vinci pourrait faciliter la réalisation d'opérations de croissance externe de plus grande envergure que celles réalisées au cours des années récentes. Comme souligné plus haut, la croissance externe est la clé de tout développement significatif de la Société dans les années à venir. Bien plus, dans le paysage concurrentiel actuel et prévisible, il semble que le changement de taille de la société conditionne en partie le maintien du statut actuel de la Société parmi les acteurs du secteur. Dans ces conditions, la croissance externe poursuivrait tout autant un objectif offensif visant à créer de la valeur qu'un objectif défensif visant à conserver la valeur du portefeuille d'activités existant. Dans ces conditions, il semble raisonnable de considérer que la croissance externe n'apportera pas de valeur additionnelle par rapport à la valeur du portefeuille d'activités existant.

IV. Évaluation 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.

IV.1. Références d'évaluation disponibles

IV.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, le goodwill généré en interne est *a priori* très élevé en raison de la faible intensité capitalistique (actif économique négatif) et du bon niveau de profitabilité de la Société. Pour cette seule raison, l'actif net comptable consolidé (soit un peu moins de 30 € par action à fin 2011) ne peut constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des titres de la Société.

IV.1.2. Transactions récentes sur le capital

Depuis la prise de contrôle par *Vinci* en mai 2007 et l'offre publique qui a suivi, aucune transaction significative n'est intervenue sur le capital de la Société, exception faite de la cession, à *Vinci*, en 2010, des titres encore détenus par le management de la Société (soit un bloc de titres représentant environ 5% du capital) sur la base de conditions fixées en 2007.

IV.1.3. Cours de bourse et prix cibles des analystes financiers

Comme relevé plus haut à propos du marché du titre *Entrepose Contracting* (cf. *supra*, section 2.1.2), la taille du flottant est modeste (environ 80 m€) et le volume des échanges journaliers peu élevé (environ 4 000 titres en moyenne sur les trois derniers mois précédant l'annonce de l'Offre). En dépit de ces caractéristiques, le suivi du titre par les sociétés de bourse et les départements spécialisés des banques, est relativement conséquent et régulier pour une entreprise de cette taille. Cette situation paradoxale peut être expliquée par la source d'informations que peut présenter l'entreprise pour les analystes suivant le secteur de l'*Oil & Gas* et des services parapétroliers.

Les dernières recommandations, avant l'annonce de la présente offre, sont dans l'ensemble positives (trois recommandations à l'achat et deux à conserver). Le prix cible moyen avant l'Offre s'élève à 88,7 €

(fourchette allant de 81 € à 95 €). Sur cette base, le Prix d'Offre de 100 € extériorise une prime significative comprise entre 23% et 5%.

Entrepose Contracting - Prix cible et recommandations des analystes

En €	Date de la publication	Cours de l'action	Prix cible	Recommandation
Bureau 1	27/01/2012	69,6	-	Hold
Bureau 2	26/03/2012	76,5	-	Overweight
Bureau 3	21/02/2012	74,5	81,0	Add
Bureau 4	22/02/2012	74,6	95,0	Buy
Bureau 5	15/03/2012	76,0	90,0	Hold
Moyenne			88,7	
Ecart-type (%)			8,0 %	

Source : Bloomberg

Néanmoins, un élément nous incite à relativiser la pertinence des prix cible des analystes. Le caractère volatile de l'activité (dépendant de l'exécution d'un nombre limité de gros contrats) rend l'exercice de prévision et par conséquent d'évaluation extrêmement difficile, sur la seule base de l'information publique. La dispersion des prévisions (en termes de chiffre d'affaires et d'EBIT) publiées par les différents bureaux illustre ces difficultés.

Entrepose Contracting - Prévisions des analystes

En €	Date de la publication	CA 2012	CA 2013	EBIT 2012	EBIT 2013
Bureau 1	27/01/2012	721,0	-	54,7	-
Bureau 2	26/03/2012	-	-	-	-
Bureau 3	21/02/2012	722,6	843,7	39,9	50,5
Bureau 4	22/02/2012	846,7	938,1	60,6	85,0
Bureau 5	15/03/2012	720,0	-	46,7	-
Moyenne		752,6	-	50,5	-
Ecart-type (%)		8,3 %	-	18,0 %	-

Source : Bloomberg

En conclusion, en dépit des caractéristiques du marché du titre rappelées plus haut, le cours de bourse constitue une donnée incontournable dans le cadre de la présente Opération : sur la base des cours récents, 72,1 € à la veille de l'annonce de l'Offre, 72,3 € en moyenne sur les 60 jours de bourse précédant cette annonce (en considérant, en cohérence avec le Prix d'Offre, que le coupon, lié au dividende de 0,92 € versé le 2 avril 2012, est détaché sur toute la période), le Prix d'Offre extériorise une prime significative comprise entre 39% et 38%.

Cependant, dans le contexte actuel des marchés financiers et compte tenu de la relative complexité des activités de la Société, la pertinence de cette référence au regard de la Valeur Intrinsèque des titres de la Société apparaît limitée. De même, en raison de la grande dispersion des prévisions des analystes, nous sommes également réservés sur la capacité de ces prix cible à donner une mesure pertinente de la Valeur Intrinsèque des titres de la Société.

IV.2. Méthodes d'évaluation mises en œuvre

IV.2.1. Une démarche d'évaluation en deux étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Nous avons adopté une démarche d'évaluation en deux étapes qui consiste à estimer 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 du portefeuille d'activités de la Société 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.

IV.2.2. Eléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres par action

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.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

	Scenario Bas	Scenario Haut
Valeur de marché des Participations & autres actifs financiers	41,9	41,9
+ Valeur de marché des Avances au 30/06/2012	76,1	100,3
- Endettement financier net estimé hors Avances au 30/06/2012	3,3	3,3
- Intérêts minoritaires	0,4	0,4
- Provisions à caractère de dette	19,2	19,2
+ Impôts différés	2,5	2,5
- Autres passifs non courants	2,3	2,3
= Total des actifs et passifs hors exploitation courante	95,3	119,5

Source : Entrepouse Contracting, Accuracy

Ces éléments appellent les commentaires suivants.

- Valeur de marché des participations : application d'un PER de 12,0x au résultat 2011 ; les autres actifs financiers ont été évalués à leur valeur comptable.
- Endettement financier net à fin juin 2012 (hors Avances) : estimation à partir de la position au 31 décembre 2011 augmentée du flux de trésorerie avant ressources financières externes sur le premier semestre 2012 (moitié du flux annuel) et diminuée du dividende versé en avril 2012.
- Valeur de marché des Avances au 30 juin 2012 : estimation effectuée selon la démarche d'évaluation exposée plus haut (cf. *supra*, section 3.3.3) et sur la base des paramètres détaillés ci-après.

- Autres éléments : pour l'essentiel, provisions à caractère de dette (provisions pour retraites et litiges), intérêts minoritaires, actifs d'impôts différés (principalement liés aux provisions pour retraites) et autres passifs non courants.

S'agissant de l'estimation de la valeur de marché des Avances, les paramètres pris en compte sont les suivants.

- Niveau des Avances sur la période de prévisions. Comme on l'a vu plus haut, le montant des Avances à fin 2011 se situe à un niveau historiquement bas (55 jours de chiffre d'affaires des Activités EPC), sensiblement inférieur au niveau moyen enregistré tant en 2010 qu'en 2011 (respectivement 105 et 87 jours sur la base des montants observés à la fin de chaque trimestre). Dans ce contexte, nous avons supposé que la Société retrouverait fin 2012 un montant d'Avances correspondant à 80 jours de chiffre d'affaires des Activités EPC (soit un niveau inférieur aux niveaux moyens historique, en ligne avec la tendance observée par les responsables des Activités EPC) et conserverait ce niveau d'Avances sur la durée de la période de prévisions explicites (2012-2019). Le niveau d'Avances retenu est inférieur aux niveaux moyens historiques
- Niveau normatif des Avances. Au terme de la période de prévisions explicites, nous supposons que, en raison de la pression concurrentielle, la Société ne pourra maintenir indéfiniment le niveau d'Avances de 80 jours retenu sur toute la période de prévisions. Deux scénarios ont été considérés et prennent en compte pour le premier (scénario haut) une diminution du niveau d'Avances de 30% (soit 56 jours) et pour le second une diminution de 50% (soit 40 jours).
- Autres paramètres : taux sans risque et taux ajusté pour le risque en ligne avec ceux utilisés ci-après pour la mise en œuvre de la méthode DCF (soit respectivement 3% et 8,9%), rendement des actifs de trésorerie égal à 1,5%.

Le nombre d'actions pris en compte pour passer de la valeur de marché des capitaux propres à la valeur de marché unitaire des actions est égal, en l'absence d'instrument dilutif, au nombre d'actions émises au 20 avril 2012 (5 165 408) diminué du nombre d'actions auto-détenues (7 492), soit 5 157 916 actions.

IV.3. Méthode DCF

IV.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

Période couverte par le Plan d'Affaires 2012 2015

La Société nous a communiqué un plan d'affaires sur la période 2012 à 2015 (ci-après le Plan d'Affaires). Les prévisions pour l'exercice 2012 s'appuient sur la dernière version du budget 2012 selon la procédure normale de la Société (budget initial établi en novembre, « recadré » en février, puis « recalé » à trois reprises aux mois de mai, septembre et novembre). Les prévisions pour les exercices ultérieurs (2013 à 2015) ont été élaborées, par le *top management* de la Société dans le cadre de la préparation de notre mission. Ces prévisions s'appuient donc sur une mise à jour et une extrapolation du dernier plan triennal de mai 2011, en avance de phase par rapport à la procédure habituelle (élaboration du plan triennal en mai à l'occasion du premier « recalage » du budget).

Après analyse de notre part, ce Plan d'Affaires n'intègre pas d'aléas techniques, météorologiques ou encore politiques liés à l'exécution des contrats EPC, car le plan triennal qui lui a servi de base est essentiellement utilisé à des fins stratégiques et de pilotage d'activité. Pour les raisons évoquées plus haut (cf. *supra*, section 3.2.2), nous estimons plus approprié d'intégrer ces aléas, pour les activités concernées, dans les flux de trésorerie. A notre demande, le management a alors préparé une version

ajustée du Plan d'Affaires (ci-après le « Plan d'Affaires Ajusté »), qui traduit sa meilleure estimation de l'impact probable des aléas qui peuvent affecter la rentabilité des projets EPC. Le Plan d'Affaires Ajusté présente ainsi pour les trois Activités EPC des prévisions de marge opérationnelle ajustées du risque d'exécution.

Dans le cadre des travaux d'évaluation fondés sur la méthode DCF, nous avons donc utilisé cette version ajustée du Plan d'Affaires et repris les prévisions d'investissement initiales. Concernant ce dernier point, lors de nos entretiens avec le management, il est apparu que les objectifs de croissance fixés pour la division Opération Côtières étaient trop optimistes en l'absence d'investissement dans une barge de pose de *pipeline* pour desservir notamment l'Afrique de l'Ouest. Nous avons ainsi intégré dans le jeu de prévisions l'investissement représenté par l'acquisition d'une telle barge (35-40 m\$ selon le management, soit un flux d'environ 29 m€ positionné à fin 2012) et l'amortissement de cette barge sur une durée de dix ans.

Le Plan d'Affaires qui nous a été communiqué ne comporte pas de prévisions de BFR. Comme indiqué plus haut, l'impact des Avances est intégré dans les éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (cf. *supra*, section 4.2.2). La détermination des *free cash flows* pour l'estimation de la valeur d'entreprise repose donc sur des variations de BFR hors Avances. Pour la prévision de ce dernier élément, nous nous sommes appuyés sur les données historiques récentes disponibles et les discussions que nous avons eues à ce sujet avec le management et tout particulièrement les responsables opérationnels des Activités EPC. Pour les Activités EPC, le BFR hors Avances a été fixé à 0 jours de chiffre d'affaires, soit un niveau proche des ratios historiques. Pour les activités Services et Forages, le BFR a été fixé à 60 et 30 jours de chiffre d'affaires respectivement.

Période d'extrapolation 2016-2019

Afin d'intégrer dans l'évaluation le potentiel de développement des différentes activités de la Société au-delà de l'horizon du Plan d'Affaires, nous avons considéré une période d'extrapolation de quatre ans. Sur cette base, la période de prévisions explicites est d'une durée de huit ans, soit un horizon qui paraît déjà long au regard des chocs multiples enregistrés par le secteur *Oil & Gas* sur la période récente.

Au cours de cette période, les *free cash-flows* de chacune des activités de la Société ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes.

- Croissance du chiffre d'affaires : diminution linéaire à partir du niveau attendu en 2015 (dernière année du Plan d'Affaires) pour atteindre le taux uniforme de 2% retenu ci-après pour la détermination de la valeur terminale.
- Marge opérationnelle : niveau constant égal au niveau normatif retenu ci-après pour le calcul de la valeur terminale.
- BFR : ratios identiques à ceux retenus sur la durée du Plan d'Affaires.

IV.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur de la Société au terme de l'horizon de prévision explicite (soit fin 2019) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance constant selon la démarche suivante.

- Marge d'EBIT : niveau moyen de chaque activité sur la durée du Plan d'Affaires Ajusté, à l'exception de l'activité Projets. Cette hypothèse traduit un niveau de marge intégrant des aléas dans l'exécution des projets EPC et donc cohérent avec le taux d'actualisation déterminé ci-après. S'agissant de l'activité Projets (environ 30% du chiffre d'affaires du groupe au terme de la période de prévisions explicites), le niveau de marge anticipé dans le Plan d'Affaires Ajusté est pénalisé par l'instabilité actuelle du monde arabe. Deux scénarios ont dès lors été considérés. Le premier

(scénario haut) suppose une amélioration durable de la situation dans cette région du monde et retient un niveau normatif supérieur de 1 point au niveau normatif retenu dans le second scénario (scénario bas), égal au niveau moyen anticipé dans le Plan d'Affaires Ajusté.

- Investissement : montant déterminé sur la base du ratio en pourcentage du chiffre d'affaires attendu au terme du Plan d'Affaires. Le niveau d'amortissement a été fixé de manière à ce que l'actif immobilisé augmente au même rythme que le chiffre d'affaires.
- Taux de croissance perpétuelle : 2,0%, soit un taux supérieur au taux d'inflation anticipé sur le long terme (1,5%). Cette hypothèse nous semble cohérente avec le niveau du taux sans risque intégré ci-après dans le calcul du taux d'actualisation, ainsi qu'avec le potentiel à long terme du secteur *Oil & Gas*.

IV.3.3. Détermination du taux d'actualisation

Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*) pour actualiser les *free cash flows* espérés générés par le portefeuille d'activités de la Société. 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 (IAS 36.A19). 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 : 3,0%, soit le rendement moyen de l'OAT 10 ans observé depuis le début du mois avril 2012.
- Coefficient bêta désendetté : niveau de 1,3 sur la base de la méthodologie décrite ci-après.
- Prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions : 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.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société s'établit à 8,9%, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital} = 3,0\% + [1,3 * 4,5\%] = 8,9\%$$

Le coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société a été estimé à partir des coefficients bêtas estimés des actions de l'échantillon de sociétés comparables considéré plus loin pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (cf. *infra*, section 4.4.2). Le coefficient bêta d'une action est traditionnellement estimé par un ajustement linéaire des rentabilités de cette action sur les rentabilités d'un indice de marché. Le caractère international des activités d'*Entrepose Contracting*, et plus généralement le caractère intégré du secteur *Oil & Gas*, suggèrent qu'un indice mondial est plus pertinent que des indices régionaux (du type Stoxx600) et *a fortiori* nationaux (du type CAC40). Cette

intuition est confirmée par l'analyse de certaines statistiques d'estimations (coefficient R^2 en particulier) qui permettent d'apprécier la qualité des coefficients bêta obtenus. Sur cette base, nous avons donc privilégié l'indice *MSCI World* aux indices de marché régionaux et nationaux pour l'estimation des coefficients bêta.

Les coefficients bêta des actions des sociétés comparables ont été estimés sur moyenne période (2 et 3 ans) et longue période (4 et 5 ans) afin de réduire le « bruit » statistique nécessairement engendré par des séries d'observations inférieures à 2 ans. Les rentabilités hebdomadaires sont utilisées sur moyenne période (2 et 3 ans) et des rentabilités mensuelles sur longue période (4 et 5 ans). Nous avons par ailleurs choisi de ne retenir que les coefficients bêta dont la régression affiche un R^2 supérieur à 15%.

Les coefficients bêtas ainsi obtenus ont été « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et obtenir une estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités sous-jacent. Comme souligné plus haut, les sociétés du secteur des *EPC* bénéficient structurellement d'un volant de trésorerie significatif grâce aux Avances obtenus de leurs donneurs d'ordre (cf. *supra* 2.3.3). Sur la base des analyses effectuées plus haut sur l'impact des Avances sur la valeur des sociétés concernées, nous avons retenu cette trésorerie à hauteur 80% pour l'estimation des leviers financiers pris en compte dans la formule de désendettement.

Les coefficients bêtas désendettés ainsi obtenus se répartissent en deux groupes homogènes.

- Le premier groupe, dont les coefficients bêta avoisinent 1,0, comprend deux sociétés : *Saipem*, groupe spécialisé sur des projets de plus grande taille que ceux réalisés par *Technip* par exemple (projets par conséquent moins cycliques) et relativement intégré (Engineering et Construction), *Petrofac*, société plutôt centrée sur l'Engineering mais dotée paradoxalement d'un faible levier opérationnel en raison de la flexibilité de ses effectifs essentiellement regroupés en Inde.
- Le second groupe, dont les coefficients bêta sont compris entre 1,7 et 1,8, comprend également deux sociétés dotées d'un levier opérationnel plus élevé et/ou engagées sur des projets plus cycliques : *Technip* (profil centré sur l'Engineering, avec une activité plus exposée à des marchés volatiles comme celui de la Mer du Nord), *Tecnicas Reunidas* (activité plus cyclique, car exposée à la filière aval de l'industrie pétrolière).

Les différences de coefficient bêta entre les deux groupes traduisent des écarts en termes de sensibilité de l'activité à la conjoncture économique globale ou de degré de levier opérationnel, deux déterminants clés du risque non diversifiable qui doivent permettre positionner qualitativement *Entrepose Contracting* par rapport aux deux groupes.

Au vu des caractéristiques du portefeuille d'activités de la Société détaillées plus haut (cf. *supra* 2.2.2), le levier opérationnel d'*Entrepose Contracting* est clairement moins élevé que celui d'un acteur comme *Technip*. La Société est par ailleurs plus centrée sur les filières amont de l'industrie pétrolière (*upstream* et *midstream*) et son activité apparaît donc moins cyclique que celle de *Tecnicas Reunidas*. Sur cette base, le risque systématique des sociétés du second groupe est *a priori* sensiblement supérieur à celui d'*Entrepose Contracting*. Le risque systématique d'*Entrepose Contracting* semble donc plus proche de celui des sociétés du premier groupe. Cependant, en raison de la taille modeste de la Société et de l'augmentation tendancielle de son levier opérationnel, nous avons retenu un coefficient bêta un peu plus élevé égal à 1,3. Ce niveau est un peu inférieur à celui retenu par les analystes.

IV.3.4. Résultat de la méthode

Le tableau ci-après donne le résultat de la méthode DCF. La Valeur Intrinsèque des titres *Entrepose Contracting* au 30 juin 2012 ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 86,1 € et 95,7 €.

Entrepose Contracting - Evaluation DCF au 30 juin 2012		
m€		
Valeur d'entreprise au 30 juin 2012	348,7	374,3
+ Total des actifs et passifs hors exploitation courante	95,3	119,5
= Valeur des capitaux propres 30 juin 2012	444,0	493,8
/ Nombre d'actions	5 157 916	5 157 916
= Valeur de l'action (€) au 30 juin 2012	86,1	95,7

Ces résultats appellent les deux commentaires suivants.

- Le prix d'indemnisation de 100,0 € 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.
- La borne supérieure de cette fourchette d'estimations est légèrement inférieure au prix d'indemnisation de 100 € proposé par le groupe *Vinci*. Comme indiqué plus haut, le faible écart entre le prix d'indemnisation et la Valeur Intrinsèque (soit 4,4% ou 10,0% selon que l'on considère l'estimation DCF haut ou milieu de fourchette), se justifie notamment par le caractère limité des synergies complémentaires attendues de l'Opération.

IV.4. Méthode des comparaisons boursières

IV.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 4.2.1). 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.

IV.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 prendre en compte le premier de ces deux déterminants (le risque systématique), nous avons constitué un échantillon relativement large de sociétés cotées spécialisées dans les projets *EPC*. Parmi les sociétés identifiées, certaines ont été éliminées selon la démarche suivante :

- sociétés œuvrant pour une part significative de leur chiffre d'affaires sur le marché très spécifique des *EPC offshore* (*Subsea 7*, *SBM Offshore*, *Oceaneering* par exemple) ou sur d'autres secteurs que l'*Oil & Gas* (*Fluor Corp.*, *KBR*, *Punj Lloyd* par exemple) ;
- sociétés qualifiées d'EPCM (*Engineering, Procurement and Construction Manangement*) ayant la particularité de n'assurer que la gestion de projet et non la phase de construction elle-même (*Wood Group*, *Worleyparsons* par exemple) ;
- sociétés nord-américaines (*CBI* et *Willbros* par exemple) bénéficiant dans leur ensemble d'un marché « domestique » (Etats-Unis, Canada, Mexique) sur lequel les concurrents européens sont peu présents et qui s'avère très spécifique (en termes d'intensité concurrentielle, d'intervenants, etc.).

A l'issue de cette première sélection, l'échantillon comprend quatre sociétés *EPC* européennes ayant une exposition significative aux projets *EPC* pétroliers et gaziers *onshore*. Comme indiqué par les descriptifs donnés ci-après, ces sociétés ont toutes une taille supérieure à celle d'*Entrepose Contracting*, certaines (comme *Technip* ou *Saipem*) affichant même des tailles de l'ordre de 10 à 20 fois supérieure à celle de la Société.

- *Saipem* (Italie), filiale du groupe pétrolier italien *ENI*, est un opérateur spécialisé dans les projets *EPC* pour l'industrie pétrolière et gazière. En 2011, *Saipem* a réalisé un chiffre d'affaires d'un peu moins de 12,6 Mds€. La société est organisée autour de quatre activités : *Offshore Engineering & Construction* (40% du chiffre d'affaires en 2011), *Onshore Engineering & Construction* (47%), *Offshore Drilling* (7%), *Onshore Drilling* (6%). En 2011, le chiffre d'affaires du groupe provenait de l'Afrique (à hauteur de 42%), du Moyen Orient (16%), d'Europe (15%), d'Asie Centrale et Orientale (14%), des Amériques (8%) et d'Extrême Orient (5%).
- *Petrofac* (Grande-Bretagne) est spécialisé dans l'ingénierie et la construction de projets pour l'industrie pétrolière et gazière. Le groupe emploie plus de 15 400 employés à travers le monde et a réalisé en 2011 un chiffre d'affaires de 5,8 Mds\$. Son activité est organisée depuis 2011 en deux divisions : *Engineering, Construction, Operations & Maintenance* (division *ECOM*, 91% du chiffre d'affaires) et *Integrated Energy Services* (9% du chiffre d'affaires). *Petrofac* réalise son chiffre d'affaires au Moyen Orient (à hauteur de 33%), en Asie (24%), en Grande Bretagne (16%), en Algérie (13%) et dans le reste du monde (14%).
- *Tecnicas Reunidas* (Espagne) est spécialisée dans l'ingénierie et la construction de complexes industriels pour le secteur pétrolier et gazier (raffineries notamment). Le groupe a généré un chiffre d'affaires de 2,6 Mds€ en 2011. Il est organisé en trois segments opérationnels : *Oil & Gas* (88% du CA en 2011), *Power* (8%) et *Infrastructure & Industry* (4%). La société réalise son chiffre d'affaires au Moyen Orient (à hauteur de 39%), en Europe (26%, dont 11% en Espagne), dans les pays Méditerranéens (16%), en Asie (10%) et dans les Amériques (9%).
- *Technip* (France) est l'un des leaders mondiaux des projets *EPC* dans les secteurs du pétrole, du gaz et de la pétrochimie. *Technip* emploie plus de 31 000 personnes et a réalisé un chiffre d'affaires de plus de 6,8 Mds€ en 2011. Le groupe distingue trois secteurs d'activité : *Subsea* (44% du CA en 2011), *Onshore* (43%) et *Offshore* (13%). *Technip* réalise son chiffre d'affaires en Afrique et au Moyen Orient (à hauteur de 38%), en Europe, Russie et Asie Centrale (26%), dans les Amériques (23%) et la zone Asie-Pacifique (13%).

Nous avons ensuite affiné notre échantillon sur la base des observations suivantes.

- *Technip* se concentre davantage que ses concurrents sur la phase ingénierie de ses projets. Un tel positionnement implique un levier opérationnel plus important. En effet, le personnel dédié à l'ingénierie est essentiellement permanent (par opposition à l'activité de construction qui fait appel à de la main d'œuvre externe et/ou intérimaire). A titre illustratif, le personnel extérieur (i.e. hors

CDI et CDD) représentait seulement 21% de l'effectif total de *Technip* en 2011, contre environ 85% chez *Entrepose Contracting* (cf. *supra* section 2.2.2).

- *Tecnicas Reunidas* est davantage orientée sur les activités aval du secteur pétrolier, notamment la construction de raffineries. Ce segment de la chaîne de valeur est plus sensible à la consommation mondiale d'énergie et donc à la conjoncture économique globale. *Tecnicas Reunidas* est par conséquent soumis à un risque systématique beaucoup plus important (projets souvent affectés par des effets de *stop and go* déclenchés par des événements conjoncturels).

Sur la base de ces considérations, nous avons décidé d'exclure *Technip* et *Tecnicas Reunidas* de l'échantillon. Les deux sociétés restantes, *Petrofac* et *Saipem*, présentent en revanche un profil de risque plus proche de celui d'*Entrepose Contracting*.

- *Saipem* est issue du métier de la construction (le « C » de EPC). La société s'est développée dans l'ingénierie plus tardivement avec l'acquisition de *Snamprogetti* en 2006. Même si le département ingénierie représente désormais une part significative des effectifs permanents (21% en 2011), le modèle économique de *Saipem* apparaît plus proche de celui d'*Entrepose Contracting*.
- *Petrofac* est issue du métier de l'ingénierie, mais la société délivre une part importante de son activité depuis des bureaux d'étude basés en Inde où la société bénéficie de coûts salariaux inférieurs et d'un marché du travail plus flexible. Par conséquent le levier opérationnel est relativement modéré pour une activité centrée sur l'ingénierie, ce qui rend sur ce point les modèles économiques d'*Entrepose Contracting* et de *Petrofac* plus comparables.

Au terme de la première étape de mise en œuvre de la méthode, l'échantillon retenu ne comprend donc que deux sociétés : *Saipem* et *Petrofac*. Afin de prendre en compte le second déterminant des multiples évoqué plus haut (croissance bénéficiaire future), il s'agit maintenant d'analyser les écarts de croissance bénéficiaire éventuels entre les sociétés de l'échantillon et *Entrepose Contracting*.

Le tableau ci-après présente les multiples d'EBIT 2012 et 2013 des deux sociétés de l'échantillon. Dans un souci de cohérence avec la démarche adoptée dans le cadre de la méthode DCF pour estimer la valeur de marché des Avances, la valeur d'entreprise des deux sociétés a été déterminée en ajustant la trésorerie induite par les Avances via un abattement forfaitaire de 20%.

Entrepose Contracting - Multiples d'EBIT des sociétés comparables						
m€	Valeur d'entreprise ⁽¹⁾	Croissance de l'EBIT			VE/EBIT	
		2012	2013	2014	2012	2013
Petrofac Ltd	6 427	17,8 %	21,9 %	17,7 %	10,5 x	8,6 x
Saipem Spa	20 674	9,1 %	12,2 %	6,6 %	12,7 x	11,3 x

(1) Calculée sur la base d'une capitalisation boursière au 24/04/2012 et sur la base d'un endettement financier net ajusté de la trésorerie induite par les avances (abattement forfaitaire retenu de 20% correspondant au scénario haut décrit plus haut)

Source : Bloomberg - Données prévisionnelles issues du consensus au 24/04/2012

La croissance bénéficiaire de *Petrofac* s'avère nettement supérieure à celle de *Saipem*. Paradoxalement, alors que les deux sociétés ont le même coefficient bêta désendetté de 1,0, *Saipem* affiche des multiples plus élevés que ceux de *Petrofac*. Cette incohérence apparente des multiples d'EBIT pourrait s'expliquer par les éléments suivants.

- Prime de leader dont *Saipem*, pourrait bénéficier par rapport à *Petrofac*.
- Nature des relations entre *Saipem* et son actionnaire de référence *ENI*. Ce dernier, qui détient 43% du capital de *Saipem*, est à l'origine de 7% des contrats signés en 2010 et 2011. Au-delà de la

visibilité sur le volume d'activité qu'elle procure, cette relation constitue sans doute un atout commercial vis-à-vis d'autres clients.

- Différence de qualité dans les prévisions liée au nombre d'analystes suivant les deux groupes (8 analystes pour *Petrofac* contre 16 pour *Saipem*) et attesté par la dispersion des prévisions d'EBIT 2013 (écart-type de 12% pour *Petrofac* contre 5% pour *Saipem*).

Sur la base des prévisions du Plan d'Affaires, le profil de croissance bénéficiaire d'*Entrepose Contracting* est plus proche de celui de *Petrofac* que de celui de *Saipem*. Sur la base de ces considérations financières et en dépit de la plus grande proximité de *Saipem* sur le plan opérationnel, il convient donc de privilégier les multiples extériorisés par *Petrofac*.

IV.4.3. Résultats de la méthode

Sur la base des multiples 2012 et 2013 de *Petrofac* et des résultats anticipés dans le Plan d'Affaires, et en considérant les deux scénarios décrits plus haut à propos du traitement des avances, la Valeur Intrinsèque des titres d'*Entrepose Contracting* s'établit entre 87,5 € et 93,6 €.

Cependant, compte tenu de la taille pour le moins restreinte de l'échantillon (une seule société) et des réserves formulées plus haut à propos de la comparabilité des sociétés de l'échantillon (y compris *Petrofac*) avec *Entrepose Contracting*, nous estimons que la méthode des comparaisons boursières ne peut être mise en œuvre de manière satisfaisante dans le cas présent, si bien que la fourchette d'estimation issue de la méthode n'est donnée qu'à titre d'information seulement.

IV.5. Méthode des transactions comparables

IV.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 généralement sur les dernières données publiées.

IV.5.2. Constitution d'un échantillon de transactions récentes

Nous avons constitué un échantillon de transactions réalisées au cours des trois dernières années et dans lesquelles les sociétés cibles sont engagées dans des projets EPC pour l'industrie pétrolière et gazière. De même que pour la constitution de l'échantillon de sociétés cotées comparables, nous avons exclu les transactions portant sur des sociétés ayant les caractéristiques suivantes :

- activité essentiellement située aux Etats-Unis ;
- activité principalement concentrée sur la prestation de services telle que *Operation & Maintenance* (ex : PSN acquise par John Wood Group) et les autres services « aux puits » ;
- activité essentiellement concentrée sur la gestion de flotte de bateaux dédiés aux installations *offshore* (*Global Industries* acquise par *Technip*, *Subsea7* acquise par *Acergy*, *Prosafte* acquise par *BW Offshore*). Nous avons cependant conservé les sociétés de construction d'installations *offshore* (*Grenland* acquise par *HitecVision*).

Au total, nous avons retenu trois transactions intervenues récemment dans l'univers des EPC gaziers et pétroliers.

- En mai 2011, *Lamprell* a acquis 100% des titres de *MIS (Maritime industrial Services)*, société basée à Dubaï et cotée à la bourse d'Oslo. En 2010, *MIS* a réalisé un chiffre d'affaires de 385 m\$ provenant à hauteur de 53% de la fabrication de structures *offshore* (rigs de forage, plateformes flottantes, etc.), à hauteur de 26% de la fabrication d'éléments de stockage et de la réalisation de contrats EPC et à hauteur de 20% de services divers (maintenance, sécurité, etc.). La société est essentiellement active dans les pays du Golfe (92% du chiffre d'affaires 2010) et au Kazakhstan (8%).
- En avril 2011, *Heurtey Petrochem* a acquis 60% des titres de *Prosernat* auprès de l'IFPEN (*Institut Français du Pétrole Energies Nouvelles*). *Prosernat* est une société réalisant des projets EPC dans le cadre d'infrastructures de traitement du gaz naturel. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 49 m€ en 2010.
- En octobre 2009, le fond de *private equity*, *HitecVision*, spécialisé dans le secteur de l'*Oil & Gas* a acquis 75% de *Grenland Group* (en partenariat avec *Skogen Investing* qui détenait déjà 39,2% de la société) auprès de plusieurs grands actionnaires du groupe. *Grenland Group* est spécialisé dans la fabrication et l'installation de structures *offshore* pour l'industrie pétrolière et gazière. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 181 m€ en 2009.

Les multiples extériorisés par ces transactions sont présentés dans le tableau ci-après.

Entrepose Contracting - Transactions comparables

Date d'annonce	Cible	Acquéreur	Montant de la transaction (m€)	Valeur d'entreprise	Multiple d'EBIT
19/05/2011	Maritime Industrial Services	Lamprell Plc	236	264	9,9x
11/04/2011	Prosernat (60% acquis)	Heurtey Petrochem SA	23	38	11,7x
05/11/2010	Grenland Group (75% acquis)	HitecVision & Skogen	31	57	7,8x
Moyenne					9,8x
Ecart-type					20,0 %

Note : les multiples ont été calculés sur la base d'aggrégats Last Twelve Month (ou "LTM") et de la dette nette la plus récente à date.

Le retraitement des Avances (abattement de 20%) lorsque les données étaient disponibles n'a pas donné lieu à des ajustements majeurs.

Source : MergerMarket, Sociétés, analyses Accuracy

Ces résultats appellent les deux commentaires suivants.

- Les transactions sélectionnées concernent essentiellement des sociétés de taille inférieure à celle d'*Entrepose Contracting*.
- A l'exception de *Prosernat* qui a une activité relativement proche de celle de la Société, *MIS* et *Grenland Group* sont des sociétés qui sont essentiellement concentrées sur l'ingénierie et/ou la fabrication d'infrastructures *offshore*.

IV.5.3. Résultats de la méthode

Sur la base des multiples d'EBIT extériorisés par ces transactions et de l'EBIT 2011 de la Société, la Valeur Intrinsèque des titres d'*Entrepose Contracting* s'établit entre 66,0 € et 94,6 €.

Cependant, compte tenu de la taille pour le moins restreinte de l'échantillon et des réserves formulées plus haut à propos de la comparabilité des sociétés de l'échantillon avec *Entrepose Contracting*, nous estimons que la méthode des transactions comparable ne peut être mise en œuvre de manière satisfaisante dans le cas présent, si bien que la fourchette d'estimations présentée ci-dessus n'est donnée qu'à titre d'information seulement.

V. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre élaborés par la Banque

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

V.1. Méthodologie d'évaluation

La Banque a adopté une approche multicritères et, dans ce cadre, étudié une référence d'évaluation (les cours de bourse historiques) et mis en œuvre trois méthodes d'évaluation (méthode DCF, méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables). S'agissant des références et méthodes d'évaluation, la démarche méthodologique de la Banque est donc identique à la nôtre. Cependant, à la différence de la Banque, nous n'avons pas jugé pertinentes les estimations données par les méthodes des comparaisons boursières, faute d'avoir pu constituer un échantillon de sociétés véritablement comparables à *Entrepose Contracting*.

V.2. Méthode DCF

S'agissant de la méthode DCF, la fourchette d'évaluation obtenue par la Banque de 74,0 € à 89,8 € par action est sensiblement inférieure à la nôtre (86,1 € à 95,7€). L'estimation issue du scénario central considéré par la Banque (81,1 €) fait ainsi apparaître une différence de 5,0 € avec la borne inférieure de notre fourchette d'estimations. Cet écart de 5,0 € peut être décomposé comme suit.

- Un écart positif de 7 € lié à la différence de traitement des Avances. Relevons à cet égard que la Banque ne formule pas de scénario explicite sur l'évolution du montant des avances sur la durée du plan d'affaires et à plus long terme, si bien que les causes de l'écart ne peuvent être illustrées.
- Un écart négatif de 1 € lié aux hypothèses considérées par la Banque pour l'estimation des flux de trésorerie prévisionnels et la détermination du taux d'actualisation. S'agissant des flux, la Banque s'est appuyée sur le Plan d'Affaires qui, à la différence du Plan d'Affaires Ajusté pris en compte dans nos travaux, n'intègre aucun aléa lié à l'exécution de contrats EPC. De ce fait, les flux de trésorerie considérés par La Banque sont plus élevés, attesté par le flux terminal retenu par la Banque qui s'avère près de 60% supérieur au nôtre. De même, le taux de croissance perpétuelle retenu par la Banque est supérieur de 50% à celui retenu dans nos travaux (3% dans le scénario central contre 2,0%). En revanche, le taux d'actualisation 50% supérieur au taux retenu dans notre évaluation (13,2% contre 8,9%), tant et si bien que la valeur d'entreprise calculée par la Banque est finalement très proche (légèrement supérieure) à celle obtenue dans nos travaux.

- Un écart négatif de 1 € lié aux différences de traitement de certains éléments (autres que celui relatif aux Avances, comme titres de participation non consolidés et provisions) dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

V.3. Méthodes des comparaisons boursières

La Banque retient un échantillon de cinq sociétés comparables qui comprend les sociétés *CB&I*, *Clough*, *Petrofac*, *Rotary Engineering*, *Tecnicas Reunidas*, et *Technip*. Par rapport à notre échantillon de départ composé de quatre sociétés (*Petrofac*, *Tecnicas Reunidas*, *Technip* et *Saipem*), l'échantillon retenu par la Banque diffère donc sur les points suivants.

- Il ne comprend pas *Saipem*, société *leader* du secteur dont l'activité était historiquement concentrée sur la métier « Construction » (cœur de métier d'*Entrepose Contracting*) et dont les activités *onshore* contribuent aujourd'hui à 53% du chiffre d'affaires.
- Cet échantillon inclut trois sociétés (*Rotary Engineering*, *CB&I* et *Clough*) que nous avons exclues de l'analyse pour les raisons suivantes. *Rotary Engineering* a été écartée en raison de l'absence de données de prévisions d'EBIT fiables (un seul analyste recensé par *Bloomberg* et absence de prévision d'EBIT). *CB&I* a été exclue en raison de son profil nord-américain (plus de 30% du chiffre d'affaires et environ 65% de son actif immobilisé). Enfin, sur la base de nos discussions avec le management de la Société, *Clough* a été écartée en raison du poids significatif de l'activité EPCM (différente de l'activité EPC conduite par *Entrepose Contracting*).

En ce qui concerne les multiples d'évaluation, à l'instar de la Banque, nous écartons les multiples de chiffre d'affaires. En revanche, nous ne considérons que les multiples de résultat d'exploitation (REX), alors que la Banque retient également les multiples de résultat net (PER).

A l'instar de la Banque, nous avons considéré les années 2012 et 2013 comme années de référence pour le calcul des multiples. Soulignons à cet égard que, pour certaines sociétés, en fonction des sources d'informations utilisées, les multiples d'évaluation estimés par la Banque diffèrent de ceux estimés par nos soins.

Au total, les multiples de REX moyens obtenus par la Banque ressortent à 9,8 x pour 2012 et 8,7 x pour 2013, soit des multiples un peu inférieurs à ceux extériorisés par la seule société que nous retenons finalement dans notre analyse. Dans ces conditions et compte tenu de l'écart susmentionné résultant du traitement des avances, la fourchette d'estimations obtenues par la banque (71,7 € - 79,7 €) se situe en dessous de la fourchette issue de notre propre analyse et, comme rappelée ci-dessus donnée à titre d'information seulement (87,5 € - 93,6 €).

V.4. Méthodes des transactions comparables

L'échantillon de transactions retenues par la Banque comprend quatre transactions réalisées entre octobre 2009 et mai 2011. Ces transactions se retrouvent également dans nos propres travaux à l'exception de l'acquisition de *PSN* par *Wood Group* pour les raisons détaillées plus haut (cf. supra 4.5.2).

D'un point de vue méthodologique, la Banque exprime 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 la Banque diffèrent légèrement de ceux estimés par nos soins.

Au total, la fourchette de multiples de REX présentés à titre illustratif par la Banque ressort entre 7,2 x et 12,6 x, soit une fourchette légèrement plus large que la nôtre (7,8 x à 11,7 x). Et finalement, la fourchette d'estimations obtenue par la Banque s'établit entre 52,5 € et 85,5 € contre 66,0 € et 94,6 € dans nos travaux. Hormis les différences de multiples retenus, les écarts de fourchette traduisent, comme précédemment dans la méthode des comparaisons boursières les différences de traitement des Avances.

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

Le groupe *Vinci* a déposé une offre portant sur les actions d'*Entrepose Contracting* qu'il ne détient pas à ce jour, soit 1 016 700 actions représentant 19,7% du capital et 12,1% des droits de vote, au prix de 100 € par action. Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actions détenues par les Actionnaires Minoritaires ne représenteraient pas plus de 5% des actions ou des droits de vote de la Société, *Vinci* a indiqué qu'il demandera à l'autorité de marché le retrait obligatoire des actions non apportées à l'Offre moyennant l'indemnisation de leurs détenteurs sur la base du Prix d'Offre.

Dans le seul cadre de l'Offre, considérant l'absence de rupture dans l'égalité de traitement des actionnaires visés par l'Offre, nous estimons sur la base des travaux d'évaluation effectués que le Prix d'Offre de 100 € est équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires Minoritaires.

Dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 100 € proposé par l'Initiateur est équitable pour les Actionnaires Minoritaires, considérant, sur la base des travaux d'évaluation effectués, que les deux conditions d'équité définies dans le présent rapport sont en l'espèce parfaitement remplies.

A Paris, le 7 mai 2012

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson

Henri Philippe

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

La Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

6. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

6.1 Structure et répartition du capital d'ENTREPOSE Contracting

Le capital social d'ENTREPOSE Contracting est fixé à 5.165.408 euros, divisé en 5.165.408 actions d'une valeur nominale d'un (1) euro chacune, toutes de même catégorie, entièrement libérées.

Au 20 avril 2012, à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

	Actions		Droits de vote ²	
	Nombre	%	Nombre	%
VINCI ¹	4.141.216	80,17	8.022.712	87,79
Auto détention	7.492	0,15	7.492	0,08
SR Invest	50.000	0,97	100.000	1,09
Public	966.700	18,71	1.008.800	11,04
Total	5.165.408	100,00	9.139.004	100,00

1 Actions détenues directement et indirectement au travers de Vinci Construction Participations

2 Droits de vote théoriques calculés conformément aux dispositions du 2ème alinéa de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance d'ENTREPOSE Contracting

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions ni à l'exercice des droits de vote, sous réserve des dispositions relatives aux franchissements de seuils.

Outre l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital, l'article 9 paragraphe 11 des statuts prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder une fraction égale à un quarantième (2,5%) du capital ou des droits de vote ou à tout multiple de cette fraction du capital social ou des droits de vote, est tenue, dans les 5 jours de bourse de l'inscription en compte des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ces seuils, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec accusé de réception envoyée au siège social, le nombre total des actions et le nombre des droits de vote qu'elle possède et de faire part de ses intentions à l'égard de la Société.

A défaut, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction égale au vingtième au moins (5%) du capital ou des droits de vote en font la demande lors de l'assemblée générale.

6.3 Participations directes ou indirectes dans le capital d'ENTREPOSE Contracting dont elle a connaissance

Depuis le 1er janvier 2011, la Société n'a été avisée d'aucun franchissement de seuil légal et statutaire de détention de ses droits de vote, à l'exception de la déclaration de franchissement de seuil à la hausse effectuée le 14 février 2011 par VINCI à la suite de l'exercice des promesses de ventes conclues le 31 mai 2007 entre VINCI et les attributaires du plan d'actions gratuites mis en place le 27 mai 2005 par ENTREPOSE Contracting.

A la connaissance de la Société, au 20 avril 2012, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 ci-dessus. Hormis les actionnaires qui y sont mentionnés, aucun actionnaire détenant plus de 2,5% du capital ou des droits de vote de la Société ne s'est fait connaître auprès de la Société.

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

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux. Il est toutefois rappelé qu'en application de l'article 9 paragraphe 3 des statuts, un droit de vote double est attribué à toutes les actions ENTREPOSE Contracting entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis 2 ans au moins au nom du même actionnaire.

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

Un fonds commun de placement d'entreprise individualisé de groupe (le « **FCPE Entreprise ENTREPOSE Contracting** » ou le « **FCPE** ») a été institué par ENTREPOSE Contracting conformément aux dispositions des articles L. 214-40 du Code monétaire et financier. Le FCPE est classé dans la catégorie : « Investi en titres cotés de l'entreprise ».

En application de l'article 9.2) du règlement du FCPE (Dépositaire : Banque Fédérative du Crédit Mutuel - 34, rue du Wacken, 67000 Strasbourg), le conseil de surveillance du FCPE exerce les droits de vote attachés aux titres inscrits à l'actif du FCPE et décide de l'apport des titres et, à cet effet, désigne un ou plusieurs mandataires représentant le fonds aux assemblées générales des sociétés émettrices.

Le conseil de surveillance, institué en application de l'article L. 214-40 du Code monétaire et financier dans les conditions prévues au deuxième alinéa de son article L. 214-39, est composé de 4 membres :

- 2 membres salariés porteurs de parts représentant les porteurs de parts salariés et anciens salariés de l'entreprise, désignés par le comité d'entreprise, et
- 2 membres représentants l'entreprise, désignés par la direction de l'entreprise.

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

Il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice du droit de vote.

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

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Les règles de nomination et de révocation des membres du conseil d'administration sont les règles légales et statutaires prévues aux articles 10 et 11 des statuts. Ainsi, les administrateurs sont nommés par

l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Le nombre de ses membres est compris entre trois et dix-huit. Chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins une action inscrite au nominatif.

Le conseil d'administration est nommé pour une durée de 4 ans. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Ils peuvent également être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Lorsqu'en application des dispositions de l'article L. 225-23 du Code de commerce, un ou plusieurs candidats doivent être proposés à l'assemblée générale des actionnaires pour être élus administrateurs, ce ou ces candidats sont désignés, à la majorité simple, parmi les salariés actionnaires ou parmi les salariés membres du conseil de surveillance du fonds commun de placement d'entreprise de la Société.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui doit être, à peine de nullité de la nomination, une personne physique. Le président est nommé pour une durée qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur et peut être révoqué par le conseil d'administration à tout moment. Il est rééligible. En tout état de cause, le président cessera ses fonctions à l'issue de l'assemblée générale ordinaire suivant la date à laquelle il aura atteint l'âge de 70 ans.

Les décisions sont prises à la majorité des voix en exercice, chaque membre ayant une voix. En cas de partage, la voix du président de séance est prépondérante.

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de dix membres.

6.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier pour l'émission ou le rachat d'actions

6.8.1 Pouvoirs généraux

La Société est administrée par un conseil d'administration.

Aux termes de l'article 13 des statuts de la Société, les pouvoirs du conseil d'administration sont ceux que la loi et les règlements en vigueur lui confèrent. Le conseil d'administration détermine plus particulièrement les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. En outre, l'article 1.2 du règlement intérieur du conseil d'administration complète les statuts (voir page 86 du document de référence d'ENTREPOSE Contracting déposé auprès de l'AMF le 13 mars 2012 sous le numéro D.12-0151).

Le conseil d'administration peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son président soumet pour avis à leur examen, conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur. Le conseil d'administration détermine la composition, les attributions et le mode de fonctionnement de ces comités d'étude et de réflexion qui exercent leur activité sous sa responsabilité. Le conseil d'administration fixe, le cas échéant, le montant de la rémunération des membres des comités et qui est portée aux charges d'exploitation.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Chaque administrateur reçoit toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut se faire communiquer tous les documents qu'il estime utiles.

La direction générale de la Société est assumée, sous sa responsabilité, soit par le président du conseil d'administration, soit par une autre personne physique, administrateur ou non, nommée par le conseil d'administration et portant le titre de directeur général. Le directeur général représente la Société à l'égard des tiers.

Le directeur général de la Société est actuellement le président du conseil d'administration.

6.8.2 Autorisations et délégations consenties par l'assemblée générale

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi, les statuts et son règlement intérieur, le conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations qui lui ont été conférées par les assemblées générales des actionnaires de la Société réunies le 8 avril 2011 et le 14 mars 2012. Ces autorisations et délégations sont reproduites ci-après :

Tableau récapitulatif des délégations de compétences et de pouvoirs accordées par l'assemblée générale au conseil d'administration sur le fondement des articles L. 225-129-1 et L. 225-129-2 du Code de commerce :

Date de l'assemblée générale ayant décidé la délégation	Nature de la délégation	Durée	Utilisation
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (8e résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration d'acheter des actions de la Société dans la limite de 10% du capital social, le montant maximal des fonds destinés à la réalisation de ce programme d'achat d'actions étant de trente millions d'euros (30 000 000 €).	18 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (9e résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'émettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances dans la limite d'un montant de quatre-vingt millions d'euros (80 000 000 €).	26 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (10e résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription dans la limite de quatre-vingt millions d'euros (80 000 000 d'€).	26 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (11e résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital sans droit préférentiel de souscription par offre publique, dans la limite de quatre-vingt millions d'euros (80 000 000 d'€).	26 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (12e résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital sans droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier dans la limite de quatre-vingt millions d'euros (80 000 000 d'€).	26 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (13e résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration d'augmenter le nombre de titres en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription.	26 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (14e résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration de fixer le prix d'émission dans la limite de 10% du capital social par an en cas d'émission par offre publique ou par une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier.	26 mois	Néant

Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (15e résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue d'augmenter le capital, par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres dans la limite de vingt-cinq millions d'euros (25 000 000 d'€).	26 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (16e résolution)	Délégation donnée au conseil d'administration des pouvoirs nécessaires à l'effet de procéder à une augmentation de capital, dans la limite de 10% de son capital social, en vue de rémunérer des apports en nature constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital.	26 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (17e résolution)	Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital, sans droit préférentiel de souscription, en vue de rémunérer des apports de titres en cas d'offre publique d'échange dans la limite de quatre-vingt millions d'euros (80 000 000 d'€)..	26 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (18e résolution)	Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions propres détenues par la Société dans la limite de 10% du capital social.	18 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 14 mars 2012 (19e résolution)	Autorisation à donner au conseil d'administration en cas d'offre publique visant les titres de la Société et d'application de la clause légale de réciprocité.	20 mois	Néant
Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 8 avril 2011 (28e résolution)	Délégation de compétence consentie au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société en faveur des salariés adhérant à un Plan d'Épargne d'Entreprise (CAP) dans la limite d'un plafond de cent cinquante-cinq mille euros (155 000 €).	26 mois	Néant

6.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

ENTREPOSE Contracting étant déjà contrôlée par VINCI avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas un changement de contrôle de la Société.

En tout état de cause, à la connaissance de la Société, l'Offre n'entraînera pas de modification d'accords conclus par ENTREPOSE Contracting pouvant porter significativement atteinte à ses intérêts.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

7. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ

Le document relatif aux informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

8. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION EN RÉPONSE

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

Dominique Bouvier
Président-directeur général